



Die Hypothek von 2010

Description

Was macht der geneigte Börsianer zu Jahresanfang? Er blickt nach vorne. Zuvor aber der Blick in den Rückspiegel mit Schwerpunkt USA, wo nach wie vor der Takt geschlagen wird.

In den industrialisierten Ländern war die Entwicklung der Wirtschaft in 2010 insgesamt zunächst noch stark geprägt von der Korrektur der Lager-Korrektur als Folge des offenen Ausbruchs der Finanzkrise im Herbst 2008.

Im zweiten Halbjahr differenzierte sich die Situation: In den USA mehrten sich Anzeichen, die Wirtschaft könnte in eine neue Rezession ("double dip") zurückfallen. Stark exportorientierte Länder (Deutschland und andere) profitierten hingegen stark von den wachsenden Wirtschaften der Emerging Markets. Und die europäischen PIIGS-Länder begannen unter der Last ihrer überdimensionalen Staatsverschuldung zu ächzen.

Die Emerging Markets verzeichneten starkes Wachstum, nicht zuletzt durch steigenden Rohstoffbedarf bei knapper werdenden Vorkommen. Auch Kapitalzuflüsse aus den industrialisierten Ländern trugen dazu bei.

Die Zentralbanken setzten ihre lockere **Geldpolitik** fort. Um eine Rezession zu verhindern, schaltete die Fed Anfang November sogar noch einen Gang höher und will bis Juni 2011 für 600 Mrd. Dollar Treasuries kaufen. Aus fällig werdenden Anleihen im Bestand der Fed stehen weitere bis zu 250 Mrd. Dollar bereit.

Nachdem die Finanzmärkte zwischen Mai und August die Wahrscheinlichkeit eines double-dip in den USA hoch gespielt haben, wurde ab September verstärkt auf eine Ausweitung der lockeren Geldpolitik der Fed gesetzt. Diese tat auch alles, um hohe Erwartungen zu schüren.

Der als Folge der Finanzkrise angeschobene **Transfer privater in öffentliche Schulden** hat Dimensionen erreicht, die langfristig nicht tragbar sind. Das bricht zunächst in den PIIGS-Ländern auf, die durch die Einbindung in die gemeinsam Euro-Währung kaum Möglichkeiten haben, sich hiervon aus eigener Kraft herauszuarbeiten. Die strukturellen Probleme der Realwirtschaft werden durch geldpolitische Maßnahmen nicht gelöst, eine Lösung wird im Gegenteil hierdurch ein weiteres Mal auf die lange Bank geschoben und dadurch noch schwerer.

Die Gesamtverschuldung der industrialisierten Länder wird wie im Japan der 1990er Jahre das **Wachstumspotenzial erheblich einschränken** und damit das Problem der Verschuldung noch schärfer hervortreten lassen. Schon bei einem US-BIP-Wachstum von weniger als 2 % bleibt bei dem aktuellen hohen Verschuldungsgrad das Risiko einer erneuten Rezession hoch. Ein QE-Programm des Umfangs von QE2 wird aber ein "double-dip"-Szenario auf der Zeitachse zumindest deutlich verschieben können.

Die mit der lockeren Geldpolitik der zurückliegenden Jahre geschaffene **Überschussliquidität** findet den Weg in die Realwirtschaft so lange nicht, so lange die Kreditvergabe der Geschäftsbanken nicht deutlich anspringt. Ein Anstieg der Verbraucher-Nachfrage führt in einer Wirtschaft, die unter ihrem Potenzialwachstum operiert, zwar zunächst zu einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit, nicht aber zu einer Ausweitung kreditfinanzierter Investitionen. Da sich in einem Zins-Umfeld nahe Null Umlaufgeschwindigkeit und Geldmenge gegenläufig verhalten, kompensieren sich die Effekte ([siehe Chart!](#)).



Der deflationäre Teufelskreis kann sich im aktuellen Umfeld auflösen, wenn signifikante "externe", d.h. nicht durch Arbeitseinkommen geschaffene Wohlfahrtseffekte für nachhaltigen Transfer von Überschussliquidität in die Realwirtschaft sorgen. Der nach 2002 angewandte "Trick" mit der Immobilienspekulation auf Kredit ist verbraucht, eine ähnlich durchschlagende neue Maßnahme nicht in Sicht.

Der deflationäre Teufelskreis kann sich ebenfalls auflösen, wenn die **Kreditvergabe** anspringt. Aber seit dem Sprung wegen des Auslaufens von Steuervergünstigungen für Ersthypotheken im April ist sie wieder rückläufig, immerhin sieht es aber jetzt nach einer weichen Landung aus ([siehe Chart!](#)). Die große Lücke zwischen Möglichkeiten und Realität bei der Kreditvergabe zeigt das Verhältnis zwischen Überschuss- und Gesamt-Reserven des US-Bankensystems ([siehe Chart!](#)). Das liegt seit zwei Jahren bei konstant über 93 %, vorher war ein Wert unter 5 % normal ([siehe Chart!](#)). QE2 hat hier im Dezember übrigens Wirkung gezeigt – die Reserven sind wieder gestiegen.

Die **US-Immobilienkrise** schwelt weiter. Das zeigt sich an der Preisentwicklung nach Case-/Shiller-Index ([siehe Chart!](#)). Ohne klaren Aufwärtstrend (rote Signal-Kurve in "Expand") kann hier keine Entwarnung gegeben werden. Man kann die Entwicklung der Immobilienpreise auch als Messlatte für die Stabilität des Bankensystems ansehen – und damit ist es demnach nicht weit her.

Der aus dem Industrieproduktionsindex, der Anzahl der Arbeitsplätze, den persönlichen Konsumausgaben, sowie dem verfügbaren Einkommen gebildete Diffusionsindex notiert mittlerweile wieder da, von wo aus er Ende 2007 abgeschmiert ist: Mit 50 % steht er genau an der Scheidelinie zwischen Expansion und Kontraktion ([siehe Chart!](#)). Damit **signalisieren wichtige makroökonomische Indikatoren eine gewisse Erholung**. Aber die hierfür zum Teil verantwortlichen staatlichen Konjunkturpakete laufen aus und damit stellt sich die Frage, ob sich genügend Momentum entwickelt hat.

Die **Stimmungsindikatoren** sind überwiegend als leicht positiv einzuschätzen – Verbrauchersentiment ([siehe Chart!](#)) und Verbrauchervertrauen ([siehe Chart!](#)) in den USA mit leicht aufwärts gerichteter Tendenz jeweils unterhalb wichtiger Schwellen. Der ISM-Index deutlich über der 50%-Grenze, die Expansion und Kontraktion in der Einschätzung der Einkaufsmanager trennt ([siehe Chart!](#)). Alle drei zeigen jedoch seit Sommer 2010 kein starkes Aufwärtsmomentum mehr.

Das Niveau der Verschuldung in den USA und in der Euro-Zone ist langfristig nicht durchzuhalten. Hierzu müssten die Volkswirtschaften mindestens zu dauerhaften Wachstumsraten wie vor dem Ausbruch der Finanzkrise zurückkehren. Die **Verschuldungsthematik wiegt in Europa besonders schwer**, weil Ausgleichsprozesse durch die einheitliche Währung verhindert werden und dies deswegen politisch organisiert werden muss.

Die Euro-Länder versuchen dies mit einem "umfassenden Maßnahmenpaket". Dazu gehört auch, den Rettungsfonds für wackelnde Mitgliedstaaten schlagkräftiger zu machen, sowie ein Bekenntnis zur Haushaltssanierung, neue Stresstests für Banken im ersten Halbjahr und eine Verpflichtung, die Gesetzesvorschläge der Kommission zur Stärkung des Euro-Stabilitätspaktes bis zum Sommer zu verabschieden. Auch die Verlängerung der Rückzahlungsfristen der griechischen Milliarden-Kredite und niedrigere Zinsen für Krisenstaaten, die Hilfen in Anspruch nehmen, sind enthalten.

Debattiert wird noch, ob der europäische Rettungsfonds Staatsanleihen von Wackelkandidaten übernehmen darf ("Flexibilisierung des Rettungsfonds"). Eine Erhöhung der EFSF-Obergrenze von nominal 440 Mrd. Euro ist vorerst nicht in Sicht, eine Erhöhung der effektiven Obergrenze von gegenwärtig 750 Mrd. Euro etwa durch Garantien ist noch nicht vom Tisch. Die EZB und Belgien pochen darauf, Deutschland und andere Staaten treten auf die Bremse.



Mit anderen Worten: **Alles, bloß keinen "Haircut"**.

Ein "Haircut" ist aber in der langen Sicht unausweichlich. Griechenland und Irland, auch andere Euro-Länder mit mehr als 100 % Staatsverschuldung, können durch reines Sparen nicht von solch hohen Schuldenbergen herunterkommen. Je weiter der Haircut herausgeschoben wird, je schlimmer sind die Konsequenzen. Die Finanzindustrie wird alles tun, um den Zeitpunkt so weit wie möglich hinauszuschieben, z.B. mit dem Argument, dass Basel III so viel frisches Kapital erfordert, dass sie sich "leider" einen Haircut nicht leisten könnten. Daneben wird sie alles tun, um ihre Belastungen durch einen solchen so gering wie möglich zu halten. Und im Einfordern von Steuerzahlers Rettungsgeld hat man ja jetzt schon Übung...

Dass ein Haircut in der Vergangenheit mittelfristig eher stimuliert hat, darauf hat u.a. Rogoff hingewiesen (vgl. Artikel vom 12.12.2010). Manche Beobachter gehen zu recht sogar weit, dass sie ihn mit einem Befreiungsschlag vergleichen, der Altlasten hinwegfegt und einen Neuanfang ermöglicht. Wenn der Haircut allerdings auf den Steuerzahler überwältzt wird, wäre das lediglich ein Schuldentausch, die Altlasten werden nicht beseitigt, sondern potenziert.

Um die Schuldenlast real zu verringern, bieten sich zwei Wege an. Der eine ist, die **eigene Währung zu schwächen**. So gesehen ist verständlich, warum die US-Seite sich so "rührend" um die Schuldenproblematik der Eurozone "sorgt". Ein starker Dollar als Konsequenz aus einer Euro-Schwäche passt der US-Seite nicht ins Konzept. So gesehen erfüllt das Brüsseler Gegacker seinen Zweck und hält den Euro flach. Aus all dem folgt, dass am Euro/Dollar immer heftiger hin- und hergezerrt wird.

Der zweite Weg besteht in **Inflationierung**. Die Teuerungsraten in Europa laufen derzeit vor, denn die Rohstoff-Hausse führt bei dem derzeit gedrückten Euro zu importierter Inflation. Auch in den USA zeigt sich in den vergangenen zwei Monaten ein leichter Preisauftrieb. Der wird nach wie vor vom PPI geschoben, der CPI läuft nach, was im Sinne einer Preisstruktur eher "ungesund" ist ([siehe Chart!](#)).

In Zusammenhang mit der steigenden "Makro-Zuversicht" verlieren "sichere Häfen" an Zuspruch. Das nimmt Kurspotenzial aus dem **Edelmetallkomplex**, aber Inflationsphantasie dürfte zumindest für eine relativ gute Absicherung nach unten sorgen. Genau diese Inflationsphantasie führt dazu, dass **festverzinsliche Wertpapiere** unter Abgabedruck geraten, erst recht, wenn damit gerechnet wird, dass die realen Zinsen negativ werden. Auch für diesen Fall steht die Fed mit QE2 bereit und kann den Kursverfall bei Treasuries zumindest bremsen.

Ich spreche bewusst von "Inflationsphantasie". Aus meiner Sicht ist nämlich noch nicht ausgemacht, ob die sichtbaren ersten Inflations-Anzeichen Ausreißer oder Hinweise auf einen sich etablierenden Trend sind.

Die Hypothek des Jahres 2010 ist damit klar: **Die entwickelten Volkswirtschaften produzieren bezogen auf ihren Verschuldungsgrad aus sich selbst heraus ein zu geringes Wachstum**. Geldpolitische Lockerungen werden das nicht ändern, bestenfalls einige Konsequenzen abfedern mit der Folge, dass diese später umso stärker neu aufbrechen. Dazu zählt, dass durch die extreme Zentralbank-Liquidität spekulative Blasen entstehen. Die Finanzmärkte sind heute wieder so aufgebläht wie Mitte 2008 ([siehe Chart!](#)). Solche Übertreibungen haben mit der fundamentalen Basis nicht mehr viel zu tun, sie stellen eine gravierende Fehlallokation von Kapital dar, ihr unweigerliches Platzen wird erneut schwere makroökonomische Schäden verursachen.

Damit wird das globale Wachstum auch 2011 mehr auf der Asset-, als auf der Real-Seite stattfinden.

So weit der Blick in den Rückspiegel, der Blick in die Glaskugel folgt.