



Die globale QE-Exit Krise

Description

Die Weltwirtschaft steht am Anfang einer weiteren Krise. Und wieder befindet sich die Fed im Auge des Sturms, [schreibt Stephen Roach in Project Syndicate](#). Mit den Versuchen der Fed ihre QE-Politik zu beenden, sehen sich viele hochfliegende Emerging Markets in der Zwickmühle. Währungs- und Aktienmärkte in Indien und Indonesien gehen auf Tauchstation, Kollateralschäden werden auch in Brasilien, Süd-Afrika und in der Türkei deutlich.

Die Fed sieht sich ohne Schuld – es ist dieselbe absurde Position, die sie schon nach dem offenen Ausbruch der Finanzkrise eingenommen hat, schreibt Roach. Damals hatte sie darauf bestanden, dass ihre Politik der großzügigen Geldversorgung nichts zu tun hat mit der Immobilien- und Kredit-Blase, die die Welt fast in den Abgrund gestürzt hätte. Und auch heute gilt wieder: Hätte es die Zinsdrücker-Politik in den entwickelten Ländern seit 2009 nicht gegeben, hätte die Jagd nach Rendite die Emerging Markets nicht mit kurzfristigem, heißem Geld geflutet.

Nach IWF dürfte sich Indiens externes Defizit in 2012 und 2013 bei etwa 5% einpendeln, zwischen 2008 und 2011 lag es im Mittel bei 2,8%. Das indonesische Leistungsbilanzdefizit liegt 2012 und 2013 bei etwa 3%, in den vier Jahren davor kam es gemittelt auf 0,7%. Ähnlich sieht es in Brasilien, Süd-Afrika und in der Türkei aus.

Ein großes Leistungsbilanzdefizit ist ein klassisches Symptom einer Vor-Krisen-Wirtschaft, die über ihre Möglichkeiten lebt, die mehr investiert als spart. Der einzige Weg, wirtschaftliches Wachstum bei einem solchem Ungleichgewicht aufrecht zu erhalten, besteht darin, sich Überschussbeträge im Ausland zu leihen.

Hier kommt QE ins Spiel: QE stellt in den entwickelten Ländern einen Überschuss an Rendite-suchendem Kapital zur Verfügung, der es den Emerging Markets erlaubt, auf hohem Niveau zu wachsen. Der IWF schätzt, dass seit 2009 insgesamt etwa 4 Bill. Dollar Kapital in die Emerging Markets geflossen ist. Das hat diese Länder eingelullt, sie glaubten, ihre Ungleichgewichte seien tragfähig, wodurch sich ihre Wirtschaften von einem disziplinierten, stabilen Wachstumspfad wegbewegt haben.

Das ist ein Kennzeichen der modernen Weltwirtschaft – Politiker entscheiden sich für das riskante Wachstumsspiel, statt etwas weniger Wachstum heute zu akzeptieren, dafür aber zukünftig nachhaltig zu wachsen. So sieht es heute in den sich entwickelnden Teilen in Asien aus, nicht nur in Indien und Indonesien, so war es aber auch in den 1990er Jahren, als die sich stark ausweitenden Leistungsbilanzdefizite insbesondere in Asien Vorbote der Finanzkrise 1997/1998 waren.

Genauso gilt das für die entwickelten Länder. Das wachsende Leistungsbilanzdefizit der USA der Mitte der 2000er Jahre war eine klare Warnung vor den Verwerfungen einer Hinwendung zu Asset-abhängigem Sparen. Zu dieser Zeit begannen sich auch die Blasen bei Asset und Krediten zu formen. Europas Staatsschuldenkrise ist ein Auswuchs der scharfen Unterschiede zwischen übermäßigen Leistungsbilanzdefiziten insbesondere in Griechenland, Spanien und Portugal und hohen Überschüssen wie z.B. in Deutschland.

Zentralbanker haben alles in ihrer Macht stehende getan, um diese Probleme zu verschärfen. Unter Bernanke und seinem Vorgänger Greenspan duldet die Fed Preis- und Kreditblasen, behandelte sie sogar als neue Quellen wirtschaftlichen Wachstums. Bernanke ging so weit, dass er den Nebeneffekt von



QE auf das Wachstum als mehr als ausreichend ansah, um destabilisierende Geldflüsse über die Grenzen der Emerging Markets hinweg zu kompensieren. Das Fehlen eines solchen Wachstumseffektes in der weiterhin trägen US-Wirtschaft hat QE entlarvt.

Die QE-Exit-Strategie, falls die Fed jemals den Mut dazu hat, würde wenig mehr bewirken als die Überschussliquidität aus den höher-rentierlichen Emerging Markets in die Heimatländer zurück zu dirigieren. Aktuell deutet die Fed die erste Phase ihres Rückzugs an und die Finanzmärkte reagieren bereits auf Erwartungen einer rückläufigen Geldflut und möglicher Zinssteigerungen in der entwickelten Welt.

Die Fed verspricht, dass ihre geldpolitischen Änderungen gleitend vollzogen werden, wodurch bedeutende Anhebungen der Leitzinsen bis 2014 oder 2015 unwahrscheinlich sind. Wie aber die Steigerung um mehr als 1,1% bei den Zinsen der zehnjährigen Staatsanleihen über die zurückliegenden 12 Monate gezeigt hat, haben Märkte ein unheimliches Talent, solche gleitenden Ereignisse in kurzer Zeit vorweg zu nehmen.

Wegen dieser vorwegnehmenden Mechanismen hat die Zins-Arbitrage jetzt gegen die Assets von Emerging Markets zu arbeiten begonnen. Nicht überraschend trifft es die Länder mit Leistungsbilanzdefiziten zuerst. Plötzlich sind ihre Ungleichgewichte zwischen Sparen und Investitionen schwerer zu finanzieren, was bereits deutliche Auswirkungen auf die Währungen in Indien, Indonesien, Brasilien und die Türkei hat.

Diese Länder sitzen in der Falle: Orthodoxe Strategien zur Verteidigung fallender Währungen verlangen normalerweise höhere Zinsen. Diese Option ist jedoch schmerzlich für sich entwickelnde Länder, die bereits Abwärtsdruck auf ihr Wirtschaftswachstum verspüren.

Wo das endet, weiß niemand. So war es in den späten 1990ern in Asien, so war es in den USA im Jahre 2009. Und mit mehr als einem Dutzend größerer Krisen seit den frühen 1980ern gibt es keine andere Botschaft als diese: Ungleichgewichte können nicht aufrecht erhalten werden, egal wie sehr Zentralbanken versuchen, deren Konsequenzen zu unterdrücken.

Die sich entwickelnden Länder fühlen nun die Folgen des Moments der Abrechnung mit der Fed-Politik. Sie sind schuldig, sich in den Hoch-Tagen des QE-Zuckers nicht mit der eigenen Rebalancierung auseinandergesetzt zu haben. Die Fed hat genauso, wenn nicht mehr Schuld, weil sie das fehlschlagende Experiment dirigiert hat, schließt Roach.

Stephen S. Roach, früherer Chefvolkswirt und Aufsichtsratsvorsitzender von Morgan Stanley Asia, lehrt heute an der Yale University.

Beispiel Brasilien, das "B" der BRIC-Länder:

Die brasilianische Zentralbank erhöhte vor einigen Tagen den Leitzins um 50 Basispunkte auf 9,0% – die vierte Straffung der Geldpolitik seit April. Die Zeiten boomenden Wachstums sind zwar (vorerst) vorbei, doch die Inflation hält sich hartnäckig. Im August lag die Teuerung bei 6,15% und damit am oberen Ende des Toleranzbereichs der Regierung von 6,5%. Die Konjunktur könnte eigentlich niedrigere Zinsen vertragen, denn mit einer anvisierten BIP-Steigerung um 2,5% im laufenden Jahr nach plus 0,9% in 2012 wachsen die Bäume nicht in den Himmel. Seit den ersten Hinweisen der Fed im Mai zur Drosselung ihrer QE-Aktivitäten ziehen Investoren Geld aus dem größten Land Südamerikas ab, der Real hat 15% zum Dollar verloren.