

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 49, Juli 2008

Rohstoffinflation und Bankendeflation

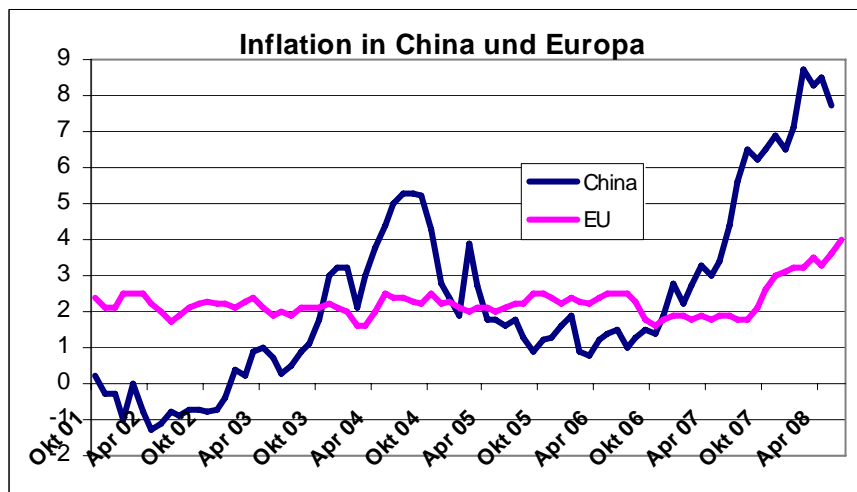
Der Schlamassel, in dem sich die Märkte derzeit befinden, hat eine lange Vorgeschichte. Sie fängt an im vorletzten Schlamassel, der Asien-Krise. Damals waren die Schwellenländer abhängig von ausländischem Kapital, welches sich plötzlich auf der Flucht befand und die

Währungen und Aktienmärkte in eine Abwärts-spirale riss. Dieses Trauma wirkt bis heute nach. Es hat zu dem Entschluss geführt, Devisenreserven anzuhäufen, die groß genug sind,

um jeder Panik zu widerstehen. Die für die Schwellenländer angenehme Nebenwirkung dieses Entschlusses war, dass durch die massiven Dollarkäufe die eigenen Währungen gegenüber dem Dollar niedrig blieben und die Wettbewerbsfähigkeit der Schwellenländer ohne große Mühe erheblich gestärkt wurde. De facto hat ein großer Teil Asiens, Lateinamerikas und des Nahen Ostens seine Währungen an den Dollar gekoppelt und damit die Zinspolitik an die US-Notenbank ausgelagert (man nennt diese Koppelung „Bretton-Woods-II“).

Die Nachfrage nach Dollars hat in den USA ein enormes Handelsbilanzdefizit finanziert, das unter anderen Umständen nicht hätte zu Stande kommen können.

Handelsbilanzdefizit heißt: Man lässt es sich besser gehen, als man es verdient hat (Man verbraucht mehr, als man produziert). Das Problem dabei ist, dass ein Handelsbilanzdefizit bei gleichbleibender Nachfrage zu einer Schrumpfung der Wirtschaft führt: Wenn mehr von den Ausländern gekauft wird, können die



Inländer weniger verkaufen. Um diese Schrumpfung der heimischen Wirtschaft zu verhindern, haben die Amerikaner die Wirtschaft durch niedrige Zinsen enorm stimuliert,

sodass die Expansion der Schwellenländer nicht auf Kosten der heimischen Wirtschaft insgesamt ging. Ein Teil der amerikanischen Wirtschaft begann so auf Kredit zu laufen. Das waren die privaten Haushalte. Ein guter Teil der Kreditnehmer hat sich dabei übernommen. Das hat, in Kombination mit der Begeisterungsfähigkeit der Banken für undurchsichtige Strukturen, in die Kreditkrise geführt.

Der direkte Weg vom Schlamassel der Asienkrise zum Schlamassel der Kreditkrise führt also über die Koppelung der asiatischen (und arabischen) Währungen an den Dollar. Was damals als Lösung galt, ist heute das Problem.

In den letzten Jahren hat sich viel getan. Seit

2001 ist Anteil der USA an der weltweiten Wirtschaftsleistung ist von etwa 34% auf heute 28% gefallen. Der Anteil der BRIC-Länder (Brasilien, Russland, Indien, China) ist von etwa 8% auf heute 16% gestiegen. In dieser Zeit sind Chinas Währungsreserven von \$ 200 Mrd. auf \$ 1.800 Mrd. gestiegen und die Ölexporteure haben sich ihre Ware mit \$ 3.000 Mrd. bezahlen lassen. Die Gleichgewichte haben sich verschoben, aber es ist fraglich, ob die Schwellenländer, die sich an den Dollar gekoppelt haben, wirklich die Krisensicherheit erreicht haben, auf die sie nach der Asienkrise hingearbeitet haben.

Rohstoffinflation

Die Welt hat sich geändert und es sieht heute nicht mehr danach aus, als sei es eine gute Idee für die Schwellenländer, die Koppelung an den Dollar weiter aufrecht zu erhalten. Die Amerikaner verfolgen mit ihren niedrigen Zinsen zwei Ziele: Erstens soll der Dollar abgewertet werden und so die heimische Wirtschaft über den Export angekurbelt werden. Zweitens soll der nominale Preisverfall bei den Immobilien über einen verstärkten Inflationsdruck gelindert werden. Das hilft den Konsumenten und den angeschlagenen Banken.

Für die Chinesen, deren Zinspolitik über die Dollar-Koppelung faktisch von Ben

Bernanke gemacht wird, bedeutet dies, dass die Zinsen viel zu niedrig sind. Denn die Chinesen haben kein Problem mit schwachem Wachstum, sondern mit hoher Inflation. Was für die Amerikaner (schwaches Wachstum und rezessionsbedingt niedrige Inflation) richtig ist, ist für die Chinesen (hohes Wachstum, hohe Inflation) das Falsche. Durch Bretton-Woods-II sind die Chinesen zu einem Zinssatz verurteilt, der viel zu niedrig ist und zu neuen Ungleichgewichten führt. Unmittelbare Folge der zu niedrigen Zinsen ist ein explosionsartiges Ansteigen der Inflationsrate.

Negative reale Zinsen in China (die Inflationsrate liegt über den wichtigsten Zinssätzen) bestraft alle, die dort ihr Geld auf der Bank haben, denn die Kaufkraft schrumpft. Daher liegt es nahe, das Geld zu nehmen, und in allem anzulegen, was man anfassen kann: in Immobilien und Rohstoffen. Entsprechend wird durch die Schwellenländer (China ist nur *pars pro toto*) ein enormer Inflationsdruck auf die ganze Welt ausgeübt.

Nach vielen guten Jahren, in denen die Welt von immer billigeren Produkten aus den Schwellenländern profitiert hat, schwingt das Pendel nun zurück: Die Schwellenländer beginnen Inflation zu exportieren. Manche mehr, manche weniger, wie im letzten Börsenblatt dargelegt, aber der Gruppe insgesamt ist dieser Effekt jedenfalls anzulasten.

Bankendeflation

Dem inflationären Schock durch die hohen Rohstoffpreise steht ein deflationärer Schock durch die Kreditkrise gegenüber. Diese Krise hat ebenfalls ihre Wurzeln in der Asienkrise – genau genommen im Export zu billigen Kapitals in die



USA. Die niedrigen Zinsen haben den Banken bis 2007 geholfen, frisches Geld zu schöpfen und damit die Inflationsrate in den USA nach oben zu ziehen. Durch die Kreditkrise sind die Banken nun gezwungen, ihre Bilanzen zu verkleinern und dadurch den gegenläufigen – deflationären – Effekt auszulösen.

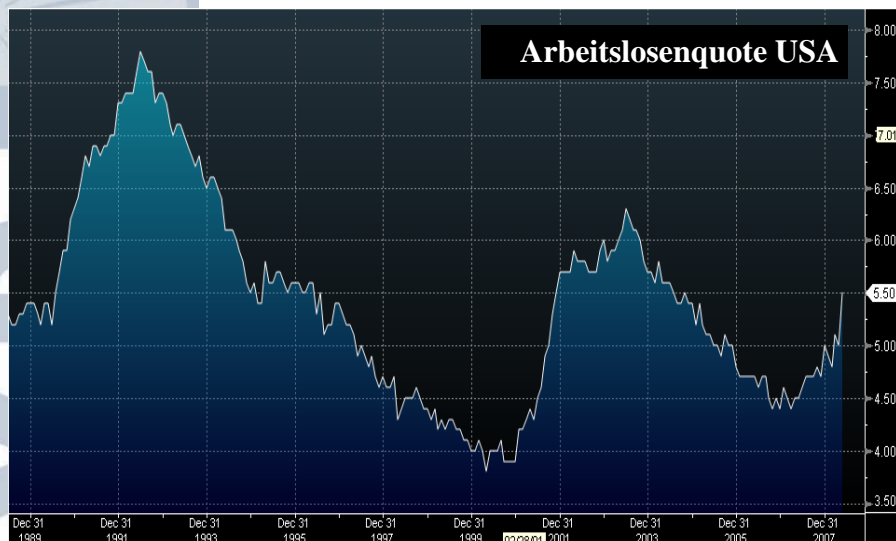
Im Jahr 1968 lagen in den USA die Inflationsrate bei 4% und der Zentralbankzins bei 5%. 1989 lag die Inflationsrate wieder bei 4%, der Leitzins aber bei 10%. Heute sind wir wieder bei 4%, aber der Zentralbankzins liegt bei 2%. Die Zentralbanken setzen also eindeutig auf die deflationäre Wirkung der Kreditkrise, um die Wirkung der steigenden Rohstoffpreise abzufedern. Hoffentlich trägt diese Hoffnung nicht.

Die Folgen der Kreditkrise sind jedenfalls unerfreulich: Obwohl die Hauspreise fallen, wird für potentielle Hauskäufer ein Kauf nicht attraktiver, weil die Banken aufgrund ihrer schlechten Bilanzen nur noch zu sehr schlechten Konditionen Kredite vergeben. Das zögert die Stabilisierung des Immobilienmarktes hinaus. Die daraus resultierenden niedrigeren Preise drücken wiederum auf den Konsum, weil die Menschen sich immer weniger wohlhabend fühlen. Die Rezession, die sich dadurch ergibt, drückt wiederum steinschwer auf die

Bankbilanzen und daraus ergibt sich eine Abwärtsspirale, deren Ende wohl noch eine Weile nicht erreicht ist.

Cash is King

Was diese Mischung aus inflationären und deflationären Tendenzen am Ende hervorbringt ist noch nicht klar. Es muss keine Stagflation daraus werden, wie es heute allseits befürchtet wird. Es würde uns aber jedenfalls wundern, wenn in dieser Gemengelage die Unternehmensgewinne auch nur annähernd da bleiben könnten, wo sie im letzten Jahr waren. Weder die rohstoffgetriebene Inflation noch die immobiliengetriebene Deflation lassen Gutes ahnen. Die Gewinnmargen leiden in Zeiten der Inflation: In den 70er-Jahren war das Wirtschaftswachstum passabel, die Unternehmen konnten aber kaum profitieren. Niemand scheint richtig zu verdienen, wenn Alle die Preise erhöhen. Das gilt umso mehr, als die Kauflaune angesichts einer Rezession sowieso getrübt ist. Klar ist, dass die Unternehmen derzeit Rohstoffe und Arbeit teuer einkaufen müssen. Ob sie in einer Rezession auch teuer an den Endkunden verkaufen können, darf bezweifelt werden. Darüber hinaus haben Aktien bei hoher Inflation eine niedrigere Bewertung, da die Gewinne mit höheren Zinsen diskontiert werden.



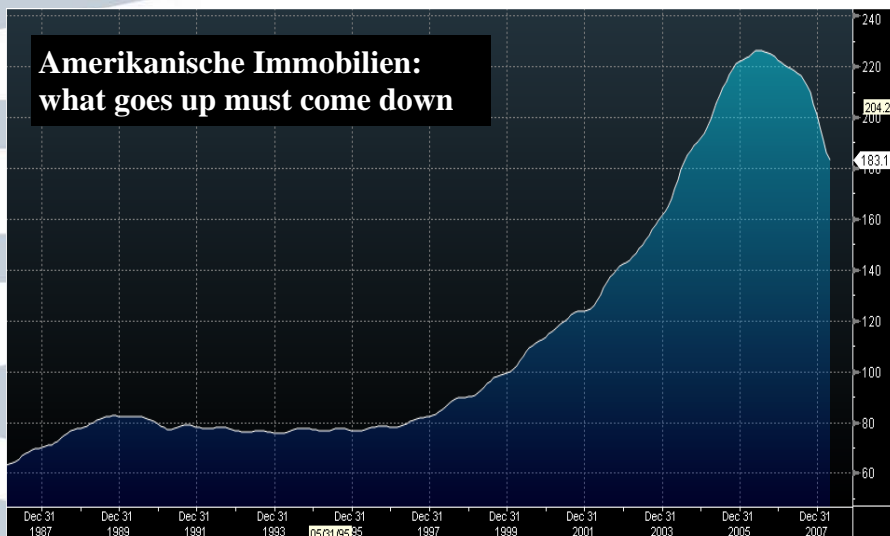
Wenn sich also Aktien derzeit nicht eben anbieten für Investitionen, muss man gleichzeitig leider feststellen, dass es um die Anleihen nicht wesentlich besser steht. Anleihen hat man zwar gern in einer Rezession, aber keinesfalls wenn die Inflationsrate über dem Zinssatz liegt. Solange die Inflationszahlen schlecht bleiben, wird man auch mit Anleihen Geld verlieren.

Was bleibt, ist letztlich nur Cash. Mit Cash lässt sich zwar auch kaum der

Kaufkraftverlust durch Inflation aufhalten, aber alle Alternativen scheinen noch weniger verlockend. Das zweite Halbjahr wird an den Börsen schwierig. Es mag zwar die eine oder andere Rallye geben, deren Nachhaltigkeit aber eher gering sein dürfte. Das gegenwärtige Schlamassel wird sich erst auflösen, wenn die Rohölpreise zurückgehen,

die Schwellenländer sich vom Dollar entkoppeln und die Immobilienpreise sich stabilisieren. Bis dahin ist es aber noch ein weiter Weg.

Dr. Georg von Wallwitz, CFA
Tel.: +49-89-255 466-0



DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg.