

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 69, November 2010

QE2

Adele Spitzeder war Kind eines Schauspielerehepaars, das in recht großartigen Umständen gelebt hatte. Sie selbst wurde ebenfalls Schauspieler, konnte aber keine großen Erfolge feiern. Dennoch lebte sie, wie einst ihre Eltern, ausschließlich in Hotels und unterhielt eine Zofe.

Als irgendwann das Geld zu Ende war, hatte sie eine brillante Idee, für die man sich immer an sie erinnern wird. Sie wendete die Technik des Schneeballsystems (die es in Deutschland spätestens seit der Gründung der „Dukatensozietät“ im Jahr 1746 gab) auf das Bankwesen an. Völlig mittellos war sie in München gestrandet, wo sie einem Zimmermann 10 Prozent Zinsen im Monat für ein Darlehen von 100 Gulden anbot. Der Zimmermann musste auch nur 80 Gulden einzahlen, denn die ersten beiden Monatsraten beglich Adele Spitzeder im Voraus. Der Zimmermann ging gerne auf das Geschäft ein und erzählte bei seinem nächsten Wirtshausbesuch davon.

Das Geschäft sprach sich schnell herum und Spitzeder konnte sich bald kaum retten vor Anfragen von begeisterten Spa-

thern. So beschloss sie im Jahr 1869, ihr Geschäft zu institutionalisieren und eine Bank zu gründen, die Spitzeder'sche Bank.

Die Bank erwirtschaftete nicht wirklich ihre Zinsen, sondern bediente die Auszahlungen aus den Einlagen der Neukunden. Spitzeder wusste, dass das nicht lange gut gehen kann, aber sie verstand es, das Ende möglichst weit heraus zu zögern. So bestach sie Journalisten, um eine gute Presse zu erhalten und spendete reichlich für gute Zwecke, um einen untadeligen Ruf in der Gesellschaft zu bekommen. 1872 war der Spuk zu Ende, einige verarmte Bauern aus dem Dachauer Moos begingen Selbstmord und Adele Spitzeder wurde zu drei Jahren Zuchthaus verurteilt.

Spitzeders Technik, Wohlstand vorzugau-

keln und dadurch immer neues Geld anzuziehen, hat seither viele Nachahmer gefunden. In den 20er-Jahren des 20. Jahrhunderts hat Charles Ponzi dem institutionalisierten Schneeballsystem seinen Namen aufgedrückt („Ponzi-Scheme“) und Bernhard Madoff kann heute von sich be-



Können diese Augen lügen?

haupten, das mit einem vernichteten Vermögen von 65 Milliarden Dollar größte dieser Husarenstücke geliefert zu haben. So etwas kommt immer wieder vor, weil die Menschen sich bereitwillig von der Verlockung des schnellen Reichtums ködern lassen.

In diesen Tagen bewegt die Märkte die Frage, ob die Federal Reserve nicht eine gewisse Ähnlichkeit mit der Spitzeder'schen Bank hat. Die Amerikaner haben sich und der Welt über viele Jahre vorgegaukelt, sie seien wohlhabend und fleißig und es lohne sich, sein Geld in den USA anzulegen. Grundlage und Aushängeschild dieser These war in den 90er-Jahren der Boom an den Aktienmärkten und bis 2007 eine stürmische Entwicklung an den Immobilienmärkten. Das Ausland war zufrieden, sein Geld in die USA zu schicken. Insbesondere galt das für die Chinesen, die dadurch ihre eigene Währung niedrig und die Exportwirtschaft am laufen halten konnten, sowie für die Deutschen, die eigentlich nie wissen, wohin mit ihren Ersparnissen.

Nun sieht die wirtschaftliche Entwicklung in den USA heute nicht mehr sehr attraktiv aus. Heute wollen alle in den Schwellenländern und in Gold investieren. Die Amerikaner erleben nun das, was Adele Spitzeder 1872 erlebt hat: Sie sehen sich mit erheblichen Auszahlungswünschen ihrer Gläubiger konfrontiert.

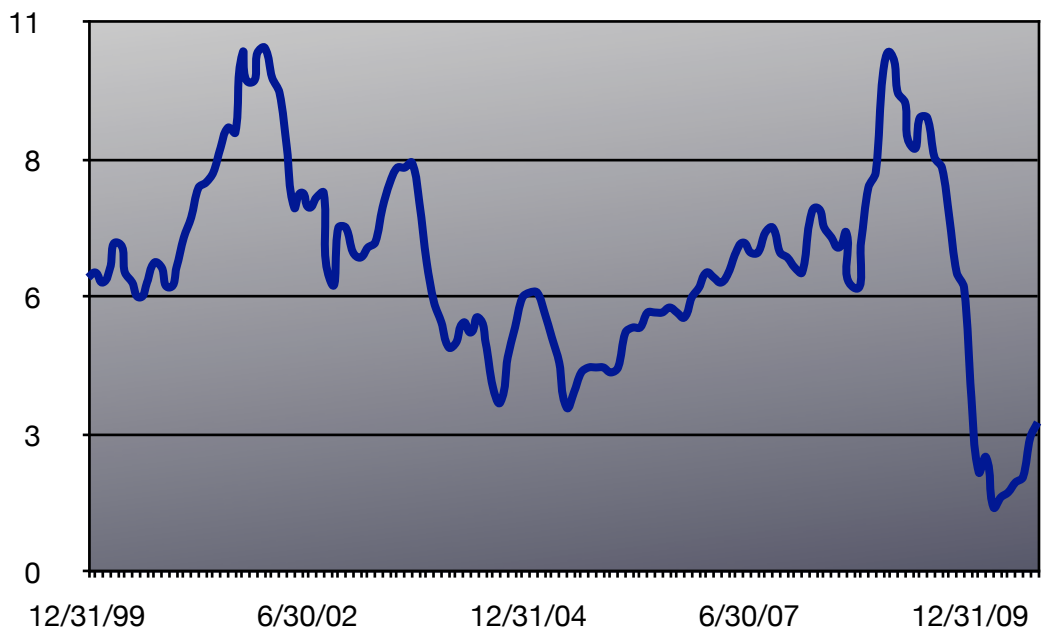
Just in dieser Situation hat Ben Bernanke, der Chef der Federal Reserve, im August bei einer Rede in Jackson Hole durchblicken lassen, dass es zu einem weiteren „Quantitative Easing“ kommen wird, dass die Zentralbank also

Geld drucken wird. Diese, im Volksmund schnell *QE2* genannte Maßnahme, schürt erhebliche Zweifel an der Zahlungswilligkeit der Amerikaner. **Nominell werden sie ihre Schulden gegenüber dem Ausland begleichen, aber real wird man sich von diesen Dollars lange nicht so viel kaufen können, wie von den schönen Euros, die man einst investiert hatte.**

In dieser Aufregung sind vielen Kommentatoren die Fakten abhanden gekommen. Dabei sind sie eigentlich ganz einfach:

- **Die USA sind nicht in der Gefahr, sich eine übermäßige Inflation einzufangen.** Die Geldmenge steigt ausgesprochen langsam (siehe Grafik). Die Inflation liegt derzeit bei 1% und die Gefahr einer Deflation nach japanischem Muster ist sehr viel realer. Wenn die Zentralbank nun 600 Milliarden Dollar druckt, so entspricht das etwa 4% der Wirtschaftsleistung und wird das Land nicht aus der Bahn werfen.
- Das große Problem, das die USA derzeit haben, und worum die Gedanken der Zentralbank sich fast ausschließlich drehen, ist die Gefahr einer **Liquiditätsfalle**. Wenn die Liquiditätsfalle zuschnappt, haben Konsumenten und Unternehmen

Wachstum der Geldmenge M2 in den USA in %



keine Lust mehr, ihr Geld auszugeben bzw. zu investieren. Die *animal spirits*, wie Keynes es nannte, sind dann plötzlich verschwunden und die Zinsen können so weit sinken wie sie wollen, die Wirtschaft springt nicht an. Alles andere - Blasen an den Aktien- und Immobilienmärkten der Schwellenländer, der fallende Aussenwert des Dollar, etc. - tritt hinter der Sorge um die Liquiditätsfalle zurück.

- Der Dollar fällt nicht, weil die Amerikaner eine Hyperinflation haben, sondern weil die Amerikaner ein gewaltiges **Leistungsbilanzdefizit** haben, das sich nur korrigieren lässt, indem der Dollar abwertet. Das macht amerikanische Waren wieder attraktiv auf den Weltmärkten, wo sie sich zu Kursen um die Kaufkraftparität meistens nicht verkaufen lassen. Angesichts seiner Produktpalette wird Amerika in gewisser Weise zum Billiglohnland werden und es auf absehbare Zeit bleiben.
- **Die Welt wird nicht zum Goldstandard zurückkehren.** Es ist eine der zentralen Lehren der Weltwirtschaftskrise zu Anfang der 30er-Jahre, dass eine Kopplung der Währung an das Gold die Krise nur noch verschärft. In der Krise wird Gold gehortet (wie auch jetzt). Wenn wir zum Louis d'Or als Währung zurückkehrten, würde dies bedeuten, dass der Wirtschaft das Geld/Gold entzogen wird und sie müsste zwangsläufig schrumpfen.
- Das zentrale Motiv für den Schritt der Fed ist die **Stützung des nach wie vor kranken Immobilienmarktes**. Die Fed kauft Papiere mit relativ kurzer Laufzeit (bis 7 Jahre) und senkt damit die Zinsen am kurzen Ende der Zinskurve. Am kurzen Ende refinanzieren sich die Banken. Diese sollen so ihre Bilanzen zu reparieren und den Immobilienmarkt nicht durch Zwangsverkäufe belasten.

Die Konsequenzen? Der Rentenmarkt sagt, dass es funktionieren müsste. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen ist, seit der Verkündung des 600-Milliarden-Pakets, von 2,4% auf 2,7% gestiegen. Die Renditen im Bereich bis fünf Jahre sind eher gefallen. Das bedeutet, der Markt geht davon aus, dass für die nächsten fünf Jahre eher die Deflation das Problem bleiben wird, dass dann aber wieder eine Normalisierung mit Inflationsraten etwas über 2% zu erwarten ist.

Für den Rentenmarkt bedeutet das aber in der Praxis, dass der wunderbare Bullenmarkt, den er in den letzten 30 Jahren erlebt hat, zu Ende geht. Er war gespeist vom Kampf gegen die Inflation, der dazu geführt hat, dass die Zinsen heute extrem niedrig sind. Seit dem Jahr 2009 ist aber der Kampf gegen die Deflation das bestimmende Thema und sobald die Zinsen wieder steigen, wird es zu Rückschlägen am Rentenmarkt kommen. Die Zentralbank wird wohl die Zinsen nicht vor 2012 anheben, aber dann wird es ungemütlich.

Was würde Adele Spitzeder zu all dem sagen? Sie selbst hat 1880 wieder eine Bank gegründet und damit demonstriert, dass es immer irgendwie weiter geht. Das selbe gilt wohl für die Märkte. Die Anleihenmärkte werden sich ebenso wie die Aktienmärkte auf absehbare Zeit weiter durchwursteln und im Zweifelsfalle, bei größeren Rückschlägen, gestützt werden. Auf die große Aufregung über das große Gelddrucken wird wohl das passieren, was so oft auf große Aufregungen hin passiert: Nichts.

Dr. Georg v. Wallwitz
+49-89-255 466-0