

Von Raketenstarts und Konjunkturaufschwüngen

Ein Raketenstart und ein Konjunkturaufschwung haben eine Gemeinsamkeit: In beiden Fällen ist ein erheblicher „Energieaufwand“ nötig, um vom Boden abzuheben und anschließend in die angestrebte „Umlaufbahn“ zu gelangen.

In der **ersten Stufe** wird über den Ausstoß heißer Gase ein Schub erzeugt, der dafür sorgt, dass die Rakete die Abschussrampe verlässt und schnell an Höhe gewinnt. Nach dem Durchstoßen der dichten Luftschichten muss die Rakete in horizontale Richtung umgelenkt werden und beschleunigen. Hierfür wird nach dem Abwurf der ersten Stufe die **zweite Stufe** gezündet. Die zweite Raketenstufe trägt die Nutzlast. Hat diese ihre geplante Endgeschwindigkeit erreicht, wird sie von der Raketenstufe abgetrennt. Zündet die zweite Stufe nicht, stürzt die Rakete wieder ab und die Nutzlast ist verloren.

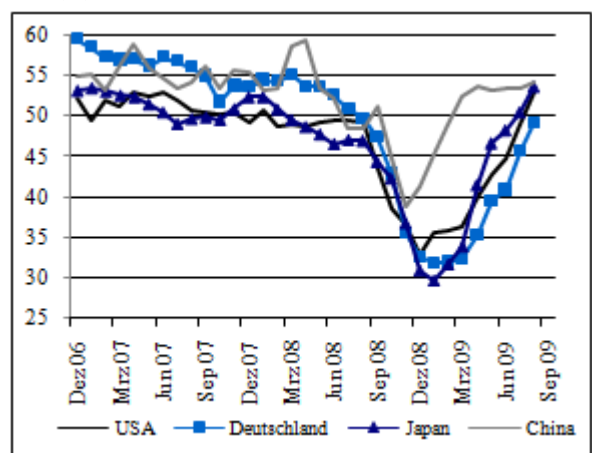
Auch ein Konjunkturaufschwung erfolgt typischerweise in zwei Stufen: Für das Abheben vom Boden sorgen expansive Geld- und Fiskalpolitik. Damit daraus aber in der zweiten Stufe ein selbsttragender Konjunkturaufschwung wird (oder - auf den Raketenstart übertragen – die endgültige Umlaufbahn erreicht wird), ist die „Zündung“ des privaten Verbrauchs und der privaten Investitionstätigkeit unerlässlich.

1. Stufe: Die Konjunktur hat „vom Boden abgehoben“

Im dritten Quartal 2009 hat die Weltwirtschaft die Rezession hinter sich gelassen und zu einem Aufschwung angesetzt, der je nach geographischer Region mehr oder weniger stark ausgeprägt ist. So sind die Einkaufsmangerindizes in den wichtigen Ländern bereits wieder über oder zumindest in der Nähe

der 50-Punkte-Marke, was auf eine wirtschaftliche Expansion hindeutet (vgl. Grafik 1).

Grafik 1: Einkaufsmangerindizes: Die Erholung geht weiter



Diese Erholungsbewegung ist vor allem der entschlossenen fiskalischen Reaktion auf die weltweite Wirtschafts- und Finanzkrise zu verdanken: Regierungen rund um den Globus haben die Staatsausgaben erhöht, die Steuern gesenkt und hohe Haushaltsdefizite in Kauf genommen, um den Zusammenbruch der privaten Nachfrage zumindest teilweise aufzufangen.

Hierfür wird den Regierungen von Seiten der meisten Wirtschaftsforscher ein gutes Zeugnis ausgestellt. So hat beispielsweise das Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung das Volumen und die Struktur der fiskalpolitischen Maßnahmen in einzelnen Ländern auf einer Skala von 1 (ungenügend) bis 9 (absolut ausreichend) bewertet. Angesichts des im November 2008 angekündigten Konjunkturpakets der chinesischen Regierung im Volumen von 580 Mrd. US-\$ (d.h. 14% des Bruttoinlandsprodukts von 2008), verwundert es nicht, dass China mit einer Punktzahl von 7 am besten von den betrachteten mehr als 60

Ländern abschneidet. Die Konjunkturpakete der USA mit 6% und Deutschlands mit 1,5% des Bruttoinlandsprodukts erhalten eine Punktzahl von um die 5, d.h. sie werden als mehr oder weniger ausreichend eingestuft. Gleiches gilt für die fiskalischen Maßnahmen in den meisten asiatischen Ländern wie Indien, Indonesien oder Südkorea (Japan hinkt mit 4 Punkten etwas hinterher) und in Lateinamerika für Brasilien. Auffallend ist, dass nach Einschätzung des ifo-Instituts vor allem in den besonders hart getroffenen südeuropäischen Ländern Spanien und Griechenland und in den meisten Staaten Mittel- und Osteuropas bislang zu wenig von fiskalischer Seite gegen die Krise unternommen wurde.

Wann aber ist der Treibstoff der ersten Raketstufe verbraucht? Vermutlich recht bald, zumindest in den meisten Industrieländern. Da dort die Staatsverschuldung im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt bereits vor Beginn der Krise sehr hoch war und nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) in den nächsten Jahren über die 100%-Marke ansteigen wird, ist mit einem Auslaufen des fiskalischen Impulses in den nächsten ein bis zwei Quartalen zu rechnen.

Für die meisten Emerging Markets hingegen stellt sich die Situation weitaus günstiger dar, da sie von einem deutlich niedrigeren Schuldeniveau gestartet sind, wodurch ganz andere fiskalische Spielräume (insbesondere in China) eröffnet werden. Nichtsdestotrotz muss in den nächsten zwei Quartalen die zweite Stufe zünden, damit die Konjunkturrakete nicht wieder abstürzt.

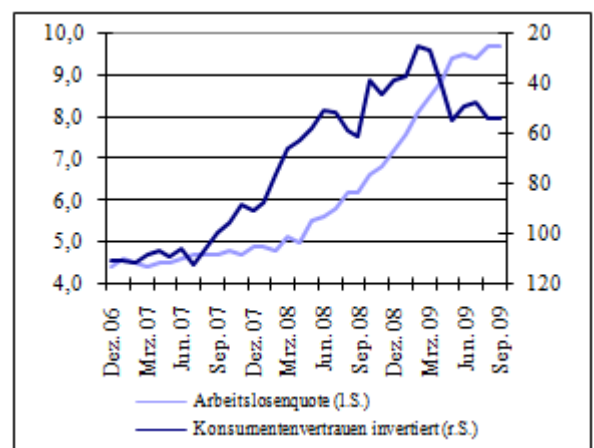
2. Stufe: Werden privater Verbrauch und Investitionstätigkeit „zünden“?

Die Vereinigten Staaten waren nicht nur der Ausgangspunkt der jüngsten Krise, sondern sie sind auch von zentraler Bedeutung für deren Überwindung. Hierbei steht die Entwicklung des privaten Verbrauchs, der nach wie vor 70% der gesamtwirtschaftlichen

Nachfrage ausmacht, im Mittelpunkt. Zwar hat sich infolge der steigenden Aktienmärkte das Vermögen der privaten Haushalte in den USA im zweiten Quartal um 2.000 Mrd. US-\$ erhöht, der Rückgang seit dem zweiten Quartal 2007 liegt aber immer noch bei 12.000 Mrd. US-\$. Deshalb wird der trendmäßige Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte von annähernd 0% im Jahre 2007 auf mittlerweile 5% weitergehen, weshalb die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den USA nach Schätzungen des IWF auch um 3%-Punkte abnehmen wird.

Gleichzeitig nimmt in den USA die Arbeitslosigkeit rasant zu. Nach Prognosen der amerikanischen Regierung wird die Arbeitslosenquote in den nächsten Monaten auf 10% ansteigen und sich bis 2011 auf einem Niveau von über 8% einpendeln. Diese Einschätzung erscheint optimistisch, da amerikanische Unternehmen erst jetzt mit dem Personalabbau begonnen haben, nachdem alle anderen Möglichkeiten zur Kostensenkung bereits erschöpft waren. **Es gibt demnach genügend Gründe, der Entwicklung des privaten Verbrauchs skeptisch gegenüberzustehen. Eine „Konjunkturrakete“ wird er sicherlich nicht (vgl. Grafik 2).**

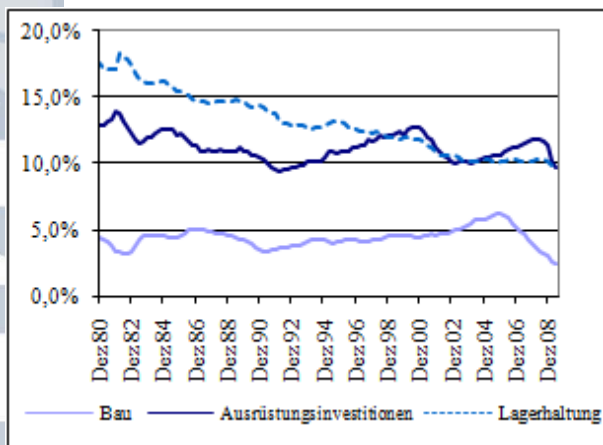
Grafik 2: Die Arbeitslosenquote nähert sich der 10%-Marke, die Stimmung der Konsumenten bleibt gedämpft



So paradox es auf den ersten Blick erscheinen mag, stellt die Situation auf dem Arbeitsmarkt auch eine nicht zu unterschätzende Inflationsgefahr dar. Da die fiskalpolitischen Spielräume, wie beschrieben, immer geringer werden, bleibt als einziges Mittel zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit die Geldpolitik übrig. Die politisch Verantwortlichen in den USA könnten deshalb die FED unter Druck setzen, die geldpolitischen Zügel zu spät anzuziehen. In diesem Fall würde es zu einem Anstieg der Inflationserwartungen und damit auch der tatsächlichen Inflationsrate kommen. Dies hätte verheerende Auswirkungen auf langlaufende US-Staatsanleihen, die bisher von dem weltweiten disinflationären Trend profitiert haben.

Wenn der Konsum als Wachstumstreiber ausfällt, können die privaten Investitionen die Lücke in der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage schließen? Wohl eher nicht. Zwar hat mit dem Drehen der konjunkturellen Frühindikatoren auch wieder ein Auffüllen der weitgehend aufgebrauchten Lagerbestände eingesetzt; aber auf ein Anziehen der Bau- und Ausrüstungsinvestitionen werden wir noch einige Zeit warten müssen (vgl. Grafik 3).

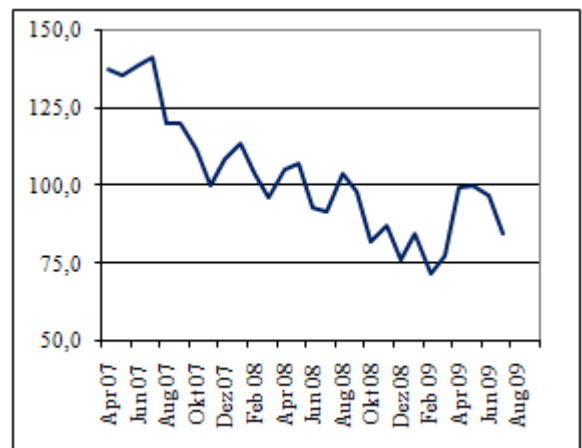
Grafik 3: Nur die Lagerhaltung hat sich stabilisiert; Bau- und Ausrüstungsinvestitionen sind im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt weiter rückläufig



Da die Bauinvestitionen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt vor der Krise bei knapp über 6% lagen und der Durchschnitt der letzten 30 Jahre nur bei etwa 4%, wird es einige Zeit dauern, bis die Überkapazitäten im Immobilienmarkt abgebaut sind. In der Zwischenzeit wird die Investitionstätigkeit eher gering sein, wie ein Blick auf den aktuellen Wert von 2,5% deutlich macht.

Auch für die Ausrüstungsinvestitionen sieht es nicht viel besser aus, da sich die Kapazitätsauslastung mit aktuell 69% nach wie vor in der Nähe ihres 40-Jahres-Tiefs befindet. Der Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt auf aktuell 9,5% hat außerdem erst relativ spät, nämlich im 4. Quartal 2008, eingesetzt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Fähigkeit der amerikanischen Unternehmen zur Finanzierung von Investitionen aus dem Cash-Flow nach wie vor ungebrochen ist und damit die Verschärfung der Kreditbedingungen zumindest zum Teil ausgeglichen werden konnten.

Grafik 4: CEO-Index: Vorstände sind bei Investitionsplänen weiterhin zurückhaltend



Allerdings zeigen empirische Studien über sogenannte „creditless recoveries“ - also konjunkturelle Erholungen, bei denen es zu keiner Kreditexpansion kommt - dass sich Ausrüstungsinvestitionen in einer derartigen Situation deutlich langsamer erho-

len als in einem normalen Aufschwung.

Darauf deutet auch die Zurückhaltung der Vorstände amerikanischer Unternehmen hinsichtlich neuer Investitionen hin (vgl. Grafik 4).

Könnte es nun passieren, dass die zweite Stufe überhaupt nicht zündet und die Konjunkturerholung wieder in sich zusammenfällt (Stichwort „Double Dip“)? Wir haben bislang noch nicht berücksichtigt, dass die amerikanische Notenbank FED den Geldmarktsatz deutlich gesenkt hat. In den drei Jahren vor der Beginn der Krise war der Geldmarktsatz im Durchschnitt bei 4% und die Inflationsrate bei 3%, d.h. der Realzins betrug 1%. Heute liegt der Geldmarktsatz nahe bei 0% und die Inflationserwartungen schwanken um die 2%-Marke, d.h. der Realzins ist aktuell bei -2% und damit 3%-Punkte unter dem Vorkrisenniveau.

Eine Faustregel besagt, dass ein Rückgang des Realzinses um 1%-Punkt zu einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage um 1% führt, womit die beschriebene Nachfragerücke aufgefüllt werden könnte. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass sich Verbraucher und Unternehmen nicht direkt zum Notenbankzins verschulden können, sondern die kreditgebenden Banken einen Risikoaufschlag auf den Notenbankzins verlangen, der etwa 1,5- bis 2%-Punkte über dem Vorkrisenniveau liegt und damit zumindest einen Teil der positiven Nachfragewirkung aus niedrigeren Realzinsen zunichte macht.

Alternativen zur Konsum- und Investitionsbelebung

Wenn in den USA der fiskalische Impuls ausläuft und die private Nachfrage nicht anspringt, bleibt nur noch der Export als möglicher Wachstumstreiber übrig. Da die USA ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen, muss der Rest der Welt seine Überschüsse gegenüber den USA deutlich abbauen. Hierbei fallen einem sofort China, Japan und Deutschland als die Länder mit den größten Leis-

tungsbilanzüberschüssen ein. Diese sind zum einen das Ergebnis einer hohen Sparquote und damit schwachen Binnennachfrage und zum anderen (mindestens im Falle Chinas und mit Abstrichen auch Japans) das Produkt einer unterbewerteten Währung.

Um die Binnennachfrage und damit auch die Nachfrage nach US-Gütern zu steigern, wäre somit eine deutliche Reduzierung der Sparquote nötig. Hierfür stehen wenigstens im Falle Chinas die Chancen gar nicht so schlecht, da die für westliche Verhältnisse astronomische Sparquote der privaten Haushalte von über 30% sehr stark dem Vorsichtsmotiv entspringt, d.h. dem weitgehenden Fehlen eines Sozialversicherungssystems und dem beschränkten Zugang zu Krediten.

Im Rahmen des bereits genannten Konjunkturpakets hätte die chinesische Regierung die Gelegenheit gehabt, den privaten Verbrauch anzukurbeln. Leider sind aber nur 8% des Volumens in dieses Segment geflossen; der Anteil des Konsums am Bruttoinlandsprodukt liegt in China aktuell bei weniger als 40% und fällt seit über 20 Jahren kontinuierlich. Zwar ist ein Anstieg von diesem niedrigen Niveau wahrscheinlich, aber nicht so kurzfristig, wie es für eine Erholung der US-Konjunktur und damit auch der Weltwirtschaft wünschenswert wäre.

Die Folgen:

In einer normalen Rezession senken die Notenbanken die Zinsen, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln. Der private Verbrauch und die Investitionstätigkeit erholen sich. Die Wachstumsraten steigen allmählich von niedrigem Niveau aus an und bleiben für einige Quartale überdurchschnittlich hoch, bevor sie wieder auf das langfristige Potentialwachstum absinken.

Diese Krise ist aber nicht normal: Die mangelnde Funktionsfähigkeit des Bankensystems und der Zwang zur Entschuldung der privaten und öffentlichen Haushalte wird da-

für sorgen, dass der neue Wachstumspfad unterhalb des bisherigen liegen wird. **Die gute Nachricht ist, dass Krisen zwar zu einem temporären Rückgang der Wirtschaftsleistung führen, die Trendwachstumsraten aber typischerweise unbeeinflusst bleiben. Die schlechte Nachricht ist, dass zumindest in den entwickelten Ländern - und allen voran in den USA - die für einen normalen Konjunkturaufschwung typischen überdurchschnittlichen Wachstumsraten in den Quartalen nach der Rezession diesmal weniger kräftig ausfallen werden.**

Man könnte diese These angesichts der robusten Verfassung der Finanzmärkte in Frage stellen: So liegt beispielsweise das Volumen der Neuemissionen von Unternehmensanleihen in diesem Jahr bereits über dem Niveau des Rekordjahres 2007. Davon haben allerdings ausschließlich große Unternehmen mit Investment-Grade-Rating profitiert, die unter Umgehung des Bankensektors direkt Mittel am Kapitalmarkt aufnehmen konnten. Vor allem kleinere Unternehmen und Konsumenten leiden jedoch weiterhin unter den verschärften Kreditbedingungen, da es den Banken trotz diverser Hilfsprogramme der FED oder der EZB schwerfällt, Forderungen zu verbiefen. Das Volumen der Verbriefungen liegt aktuell nochmals 50% unter dem schon niedrigen Niveau von 2008. **Solange aber das Zentralbankgeld nicht über die Kreditvergabe in die Realwirtschaft, sondern nur in die Kapitalmärkte fließt, entstehen allenfalls Spekulationsblasen, aber kein tragfähiger Konjunkturaufschwung.**

Ein möglicher Lichtblick: Emerging Markets

Während also die Wachstumsperspektiven für die entwickelten Märkte aus den genannten Gründen verhalten sind, haben die Emerging Markets zum ersten Mal die Möglichkeit, einen nachhaltigen Wachstumsimpuls auf die Weltwirtschaft auszuüben. Bereits jetzt befinden sich unter den G-20-Ländern 7

Schwellenländer (China, Russland, Brasilien, Indien, Mexiko, Korea, Türkei). **Gerade Volkswirtschaften wie China und Indien, die über riesige Binnenmärkte verfügen und die gegenüber den Industrieländern den Vorteil haben, dass die privaten und öffentlichen Haushalte nur gering verschuldet sind, sind dazu prädestiniert, einen wesentlichen Beitrag zur globalen Nachfrage zu leisten.**

Wie Berechnungen des IWF zeigen, haben die Schwellenländer Asiens und mit Abstrichen auch Lateinamerikas die Finanzkrise weitaus besser überstanden als die entwickelte Welt. Das Ausmaß des „Financial Stress“ hat sich dort schon auf das Niveau von Mitte 2007 zurückgebildet, während die Verwerfungen in den Industrieländern noch deutlich größer sind. Folgerichtig haben sich auch die privaten Kapitalzuflüsse in die Emerging Markets seit dem Frühjahr wieder belebt. Für 2009 rechnen Experten zwar nur mit einem Volumen von 140 Mrd. US-\$ (nach 392 Mrd. US-\$ im Jahr 2008), aber für 2010 wird bereits ein Anstieg auf 373 Mrd. US-\$ prognostiziert, was etwa 2,5% des Bruttoinlandsprodukts aller Schwellenländer entspricht.

Da die Schwellenländer mittlerweile mehr als 60% der weltweiten Währungsreserven (die größtenteils in US-\$ fakturiert sind) halten, machen sie sich zunehmend Sorgen über die expansive amerikanische Geldpolitik, die den US-\$ unter Druck bringen und damit den Wert ihrer Währungsreserven schmälern könnte. Sollte sich der US-\$ weiter abschwächen und die Konjunkturerholung in den USA schwächer als erwartet ausfallen, ist mit einer weiteren Beschleunigung der Kapitalflüsse in die Schwellenländer zu rechnen, wodurch sich dort das Wachstumspotenzial weiter verbessern wird. Vor diesem Hintergrund sind die Wachstumsperspektiven in den Schwellenländern im allgemeinen und in Asien im besonderen deutlich besser als in den Industrieländern.

Implikationen für die Investmentstrategie

Aus dem dargestellten Szenario lassen sich folgende Schlussfolgerungen für die Investmentstrategie ableiten:

- Im Zuge der schleppenden Konjunkturerholung in den Industrieländern verharren die Renditen wenig riskanter Vermögensklassen (Geldmarkt, Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit) weiter auf sehr niedrigem Niveau.
- Die größte Gefahr für langlaufende Staatsanleihen lauert in einem zu späten Anziehen der geldpolitischen Zügel durch die Notenbanken. In diesem Fall wird es zu einem deutlichen Renditeanstieg und einer Versteilerung der Zinsstrukturkurve kommen. Staatsanleihen mit langen Laufzeiten stellen auf absehbare Zeit kein lohnendes Investment dar.
- Die Risikoprämien für riskante Vermögensklassen (Aktien, Unternehmensanleihen) werden sich nicht auf das Vorkrisenniveau zurückbilden, d.h. die „fairen“ Bewertungsniveaus liegen unter dem Niveau von 2007.
- Da Wirtschaftswachstum mittlerweile ein knappes Gut geworden ist, verdienen Anlagen in den Emerging Markets eine Prämie, d.h. sowohl an den Aktien- wie auch an den Rentenmärkten sind höhere Bewertungen als in den meisten Industrieländern gerechtfertigt.
- Die Währungen der meisten Schwellenländer haben Aufwertungspotential vor allem gegenüber dem US-\$, aber auch in schwächerer Form gegenüber dem Euro. Diese Entwicklung wird um so schneller eintreten, je eher die Schwellenländer (und allen voran China) bereit sind, von festen zu flexiblen Wechselkursen überzugehen.

Dr. Ernst Konrad

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.