

MAKROPERSPEKTIVEN

Nr. 3, April 2010

Von der privaten zur staatlichen Finanzkrise

Der Sturm der Finanzkrise ist vorüber, aber er hat eine Spur der Verwüstung hinterlassen. Allein die USA haben zur Bankenrettung \$ 1.300 Mrd. und für diverse Konjunkturprogramme \$ 800 Mrd. eingesetzt. Infolgedessen wird sich das Verhältnis der amerikanischen Staatsschulden zum Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr der Marke von 100% annähern. Die Ausgaben zur Stabilisierung der Konjunktur im Allgemeinen und des Finanzsektors im Speziellen haben in Deutschland zu einer Nettokreditaufnahme des Bundes von € 80 Mrd. geführt. Die Schuldenquote von 85% ist zwar noch niedriger als in den USA, nimmt aber auch noch nie dagewesene Ausmaße an, die den staatlichen Handelsspielraum massiv einschränken. Wie wird es nun weitergehen?

In ihrem 2009 erschienen Buch „This time is different: Eight centuries of financial folly“ geben die beiden amerikanischen Professoren Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff einen Ausblick auf die Zeit nach der Überwindung einer Finanzkrise. Aus einer Vielzahl historischer Beispiele folgern sie, dass Finanzkrisen innerhalb weniger Jahre typischerweise zu Staatsbankrotten führen. In mehreren Inter-

views betonte Rogoff jüngst, dass er auch in der aktuellen Situation mit einer solchen Entwicklung rechnet. Hierbei denkt man natürlich sofort an Griechenland und eventuell noch an andere schwache Mitglieder der Eurozone. Viel entscheidender ist allerdings, ob, wie beispielweise der amerikanische Wirtschaftshistoriker Niall Ferguson glaubt, auch die USA auf dem Weg in die „griechischen Verhältnisse“ sind.

„Griechische Verhältnisse“

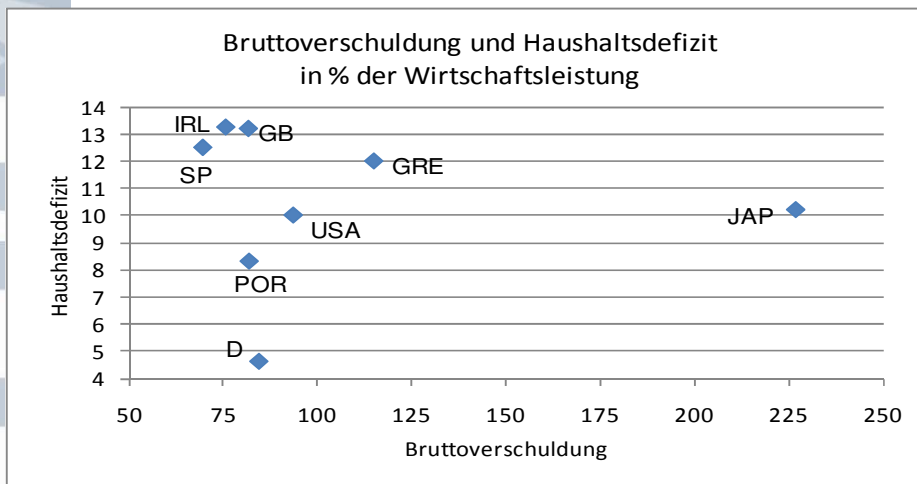
Seit dem Beitritt zur Eurozone im Jahre 2001 hat Griechenland in jedem Jahr die vom Maastrichter Vertrag vorgegebene Defizitgrenze von 3% des Bruttoinlandsprodukts überschritten (für 2009 liegt die Defizitquote bei 12,7% und soll angeblich 2010 auf unter 9% fallen) und weist mit 115% des Bruttoinlandsprodukts eine der höchsten Schuldenquoten innerhalb der Eurozone auf (vgl. Grafik 1).

Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis Griechenlands, also die Ersparnis der privaten Haushalte, der Unternehmen und des Staates,

ist so gering, dass nicht einmal ein Minimum an Investitionen aus heimischen Quellen finanziert werden kann. Das Wohl des Landes hängt vielmehr von Kapitalimporten aus dem Ausland ab, die ihren Niederschlag vor allem im Kauf griechischer Staatsanleihen durch Ausländer finden.

Grafik 1:

Verschuldung und Haushaltsdefizit sind in vielen Industrieländern unhaltbar



Um die Abhängigkeit von Kapitalimporten zu vermindern, muss aber die gesamtwirtschaftliche Ersparnis steigen. Dies kann über eine verstärkte Ersparnisbildung der privaten Haushalte (d.h. Konsumverzicht) oder eine Reduktion des Staatsdefizits (d.h. Steuererhöhungen und/oder Ausgabenkürzungen) erfolgen. Beides würde in der aktuellen Situation zu einer schweren Rezession mit entsprechenden sozialen Verwerfungen führen. Eine weitere Möglichkeit ist eine höhere Ersparnis der Unternehmen (d.h. Steigerung der Unternehmensgewinne). Hierfür stehen allerdings die Chancen ebenso schlecht.

Zum einen hat sich die Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands in den letzten Jahren gegenüber anderen EU-Ländern und vor allem gegenüber Deutschland deutlich verschlechtert (vgl. Grafik 2: im Vergleich zu Deutschland sind die Lohnstückkosten in Griechenland über die letzten 10 Jahre um 35% gestiegen). Zum anderen ist Griechenland Mitglied der Eurozone und kann deshalb nicht wie vor 2001 einfach abwerten, um die Wettbewerbsfähigkeit wieder zu verbessern. Der einzige Ausweg aus diesem Dilemma ist eine sogenannte reale Abwertung, d.h. geringere Lohn- und Preissteigerungen als die Nachbarländer über einen längeren Zeitraum. Angesichts der

massiven Probleme Griechenlands wären hierfür allerdings Lohnkürzungen im großen Stil erforderlich und damit politisch kaum durchsetzbar.

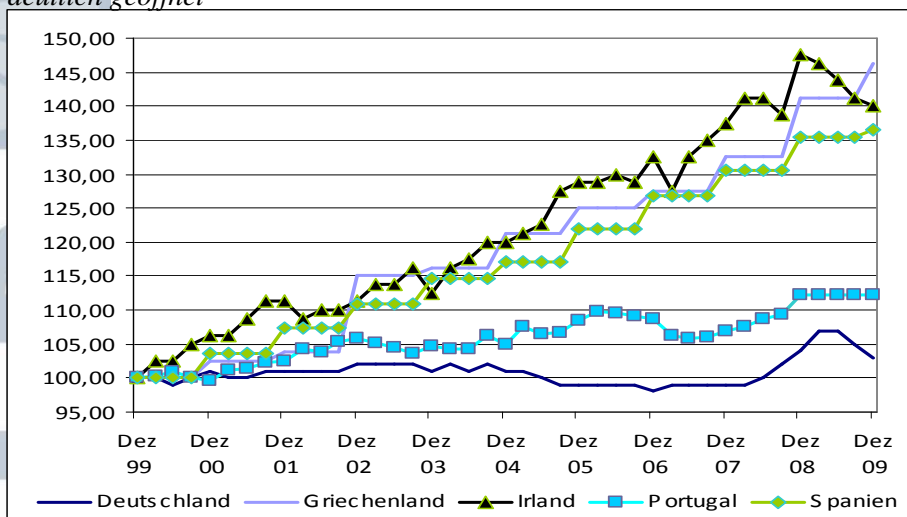
Vor diesem Hintergrund ist das Versprechen der griechischen Regierung, das Budgetdefizit bis 2013 auf unter 3% des Bruttoinlandsprodukts zu reduzieren, wenig glaubwürdig. Sollten die Konsolidierungsanstrengungen in den Augen der Finanzmärkte nicht ausreichen, werden die Finanzierungskosten so stark steigen, dass letztendlich ein Rettungspaket der EU und/oder des Internationalen Währungsfonds unvermeidlich sein wird. Der eigentliche Test, ob Griechenland tatsächlich auf fremde Hilfe angewiesen sein wird, wird in den nächsten Wochen kommen, wenn griechische Staatsanleihen im Volumen von € 20 Mrd. an den Kapitalmärkten platziert werden müssen.

...aber die Vereinigten Staaten sind nicht Griechenland

Der Harvard-Professor Niall Ferguson wirft der amerikanischen Regierung nichts weniger als die Zerrüttung der Staatsfinanzen und den drohenden Vertrauensverlust der Kapitalmärkte in die Schuldnerqualität der USA vor. Seiner Meinung nach werden auch in den Vereinigten Staaten bald die „griechischen Verhältnisse“ ausbrechen. Aber auch wenn das Staatsdefizit im nächsten Jahr nach Schätzungen des IWF bei 10% des Bruttoinlandsprodukts und damit in der Nähe des griechischen Niveaus liegen wird, gibt es doch erhebliche Unterschiede zwischen diesen beiden Ländern.

Grafik 2:

Die Schere bei den Lohnstückkosten hat sich über die letzten 10 Jahre deutlich geöffnet



Die Vereinigten Staaten haben vor allem drei Vorteile: Erstens besitzen sie eine eigene Währung, die sie beliebig vermehren und dadurch abwerten können. Zweitens sind alle Verbindlichkeiten der USA in Dollar fakturiert, so dass im Falle einer Abwertung der Wert der Verbindlichkeiten nicht zunehmen wird. Und drittens ist die Nachfrage nach amerikanischen Assets trotz gegenteiliger Beteuerungen Chinas gerade aus dem asiatischen Raum nach wie vor so hoch, dass sich das US-Leistungsbilanzdefizit problemlos finanzieren lässt (Zumindest kaufen asiatische Zentralbanken lieber US-Staatsanleihen als ihre eigenen Währungen aufzuwerten).

Trotz mancher Parallelen ist die Situation der USA also ungleich komfortabler als die Griechenlands. Interessant ist in diesem Zusammenhang auch die Begründung der Ratingagentur Moody's für eine mögliche Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA: Nicht so sehr die wachsende Verschuldung, sondern ein schwächeres Wirtschaftswachstum wird als Auslöser für einen derartigen Schritt genannt. Dies wäre aber dann nicht mehr nur ein Problem der USA, sondern der gesamten westlichen Welt.

Exkurs:

Europäischer Währungsfonds und Maßnahmen gegen die Finanzspekulation

In den letzten Wochen wurde auf der europäischen Bühne verstärkt über die Einrichtung eines Europäischen Währungsfonds (EWF) diskutiert. Im Gegensatz zum Internationalen Währungsfonds (IWF), dessen Hilfsprogramme auf Länder mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten ausgerichtet sind, soll die Aufgabe des EWF darin bestehen, europäischen Staaten mit zu hohen Budgetdefiziten oder Staatsschulden aus der Klemme helfen. Während Deutschland eine solche Institution vor allem als Instrument zur Durchsetzung der Stabilitätskriterien des Maastrichter Vertrags sieht

(wozu die EU-Kommission bislang nicht imstande oder willens war), wünscht sich Frankreich schon seit langem ein konjunkturpolitisch ausgerichtetes Gegengewicht zur Europäischen Zentralbank. Da sich der EWF nach dem Vorbild des IWF wahrscheinlich nicht aus Mitgliedsbeiträgen, sondern über Geldschöpfung finanzieren wird (also wie eine Notenbank), ist die ablehnende Haltung der EZB verständlich, da sie dann nicht mehr allein Herrin über die Geldmenge wäre.

Auf den ersten Blick scheint gerade für Länder wie Deutschland die Errichtung des EWF günstiger als die Alternative der direkten Transferzahlungen an die schwächeren Mitglieder der Eurozone. Auf den zweiten Blick können die Kosten aber deutlich höher sein, und zwar in Form höherer Inflation (aufgrund der Geldschöpfung des EWF) und/oder in Form einer deutlich restriktiveren Geldpolitik der EZB, die versuchen wird, einen übermäßigen Anstieg der Geldmenge zu unterbinden. In diesem Falle blieben dann wieder nur die direkten Finanzhilfen übrig, die Deutschland ja gerade vermeiden will.

Das zweite aktuelle Lieblingsthema der Politik ist die Eindämmung der Finanzspekulation. Besonders sogenannte Credit Default Swaps (CDS), also Versicherungspolicen gegen den Konkurs eines Emittenten, sind den Politikern der Eurozone ein Dorn im Auge. Sie beschuldigen Spekulanten, die Probleme Griechenlands erst durch den Kauf solcher Policen herbeigeführt zu haben, wodurch deren Preis stark anstieg und damit der Risikoaufschlag für griechische Staatsanleihen deutlich größer wurde. Dieser Vorwurf verwechselt allerdings Ursache und Wirkung: Nicht die Käufer der Versicherungspolicen sind schuld, dass die Refinanzierungskosten Griechenlands massiv gestiegen sind, sondern die griechischen Regierungen, die über die letzten 10 Jahre eine ruinöse Finanzpolitik betrieben haben. Spekulanten haben lediglich die krasse Fehlbewertung griechischer Staatsan-

leihen ausgenutzt: 2007 lag der Risikoaufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen noch bei unter 0,5%, obwohl bereits damals deutliche Hinweise auf die Haushaltsprobleme Griechenlands vorlagen. Das aktuelle Niveau des Aufschlags von über 3% spiegelt hingegen eine realistischere Einschätzung der Probleme wider. Die Finanzmärkte haben mittlerweile die Oberaufsicht über die Haushaltskonsolidierung Griechenlands und anderer Länder übernommen – eine Funktion, die eigentlich die EU-Kommission ausüben sollte. Die Politik sollte den Finanzmärkten für diese Rolle dankbar sein.

Konjunkturelle Erholung und Exit-Strategien

Nach Schätzungen des IWF wird das Wachstum der Weltwirtschaft in diesem Jahr +4% betragen. Ein Blick auf die Prognosen für die Industrie- und Schwellenländer macht deutlich, dass die Erholung seit der Jahresmitte 2009 in zwei unterschiedlichen Geschwindigkeit erfolgt: Während die Industrieländer nur mit 2% wachsen werden – einer im historischen Vergleich sehr niedrigen Rate nach einer so schweren Krise – erwartet der IWF für die Schwellenländer ein Wachstum von 6%. Die Wirtschaftsleistung der Industrieländer wird vermutlich erst Ende 2011 wieder das

Niveau von 2007 erreichen. Zwar haben die staatlichen Ausgabenprogramme und die niedrigen Notenbankzinsen für eine Stabilisierung gesorgt, trotzdem deutet bislang wenig auf einen selbsttragenden Wirtschaftsaufschwung hin. Ganz im Gegensatz zu den Schwellenländern: Dort haben staatliche Konjunkturprogramme zu einer Belebung der privaten Nachfrage und der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland geführt.

In den Industrieländern ist die Entschuldung des Privatsektors (Haushalte und Unternehmen) das große Thema. So schätzt die OECD, dass der Überschuss des Privatsektors (d.h. Einkommen minus Ausgaben) in der Gruppe der Industrieländer bei 7,4% der Wirtschaftsleistung liegt. Berücksichtigt man außerdem, dass die Zunahme dieses Überschusses zwischen 2007 und 2010 im Durchschnitt bei etwa 7%, in den USA bei 10% und in den Problemkindern der Eurozone (Griechenland, Spanien, Irland) zwischen 10% und 15% beträgt, wird deutlich, warum die Industrieländer mit staatlichen Konjunkturpaketen noch nie gekanntes Ausmaßes auf das Wegbrechen der privaten Nachfrage reagiert haben. Die öffentliche Hand hat sich verschuldet, damit sich der Privatsektor entschulden kann.

Grafik 3:
Risikoaufschlag für 10-jährige griechische Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen in Prozent



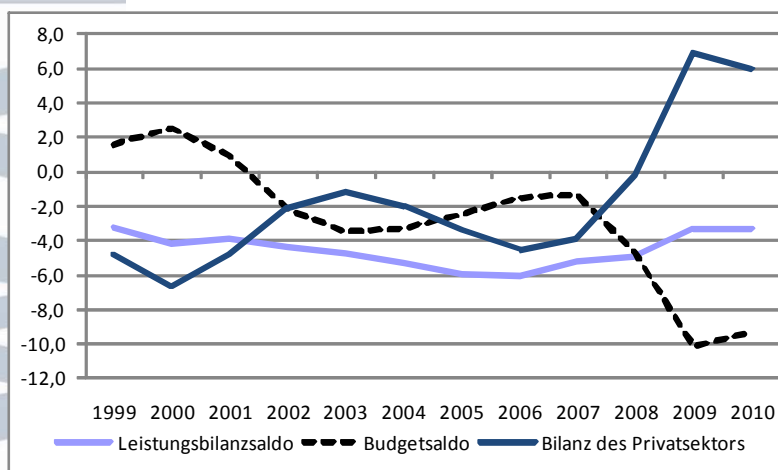
Fiskalpolitische Exitstrategie

Diese Situation kann aber nicht ewig anhalten, da es sonst unweigerlich zu den eingangs geschilderten Staatsbankrotten kommen würde. „Exit-Strategie“ ist das Zauberwort, und zwar sowohl in der Fiskal- wie auch der Geldpolitik. Alle Maßnahmen haben folgendem volkswirtschaftlichen Zusammenhang zu genügen: der Überschuss des Privatsektors entspricht der Summe aus Staatsdefizit und Leistungsbilanzüberschuss gegenüber dem Ausland (vgl. Grafik 4).

Für die Rückführung der expansiven Fiskalpolitik gibt es zwei Alternativszenarien: Im ersten Szenario springt die Kreditgewährung an den Privatsektor wieder an, Konsum und Investitionstätigkeit nehmen zu, Staatsdefizite und –verschuldung nehmen ab und die Wirtschaft befindet sich wieder auf ihrem bisherigen Wachstumspfad. Alternativ könnte sich aber auch die private Nachfrage nicht beleben und die Staatsdefizite würden immer größer, also eine Situation wie in Japan in den letzten 20 Jahren, wobei diesmal allerdings alle Industrieländer betroffen wären.

Grafik 4:

Entwicklung von Leistungsbilanzsaldo, Budgetsaldo und Bilanz des Privatsektors in % der Wirtschaftsleistung für die USA



Unabhängig davon, welches Szenario eintreten wird, besteht die Gefahr, dass sich nur eine Schaukelbewegung zwischen öffentlichen und privaten Defiziten entwickelt. Um diesem Dilemma zu entkommen, muss sich zum einen innerhalb der Industrieländer die Nachfrage vom öffentlichen Sektor in den Privatsektor verlagern und außerdem die private Investitionstätigkeit anspringen. Über ein dann hoffentlich höheres Wirtschaftswachstum könnten öffentliche und private Haushalte aus ihrer Schuldenlast „herauswachsen“. Zum anderen müssen die Impulse für die Weltwirtschaft in Zukunft verstärkt aus dem Bereich der Schwellenländer kommen, die hohe Exportüberschüsse

aufweisen. Hierzu ist eine Stärkung der Binnennachfrage, v.a. in Ländern wie China nötig, damit die Leistungsbilanzdefizite der Industrieländer zurückgehen.

Solange diese Maßnahmen aber noch nicht eingeleitet sind, wird die Erholung in den Industrieländern eher schwach bleiben. Nach einer aktuellen Studie des McKinsey Global Institute erstreckt sich die Entschuldungsphase nach einer Finanzkrise typischerweise über 6 bis 7 Jahre. Diesmal könnte sie aber deutlich länger dauern: solange die hohen Exportüberschüsse Chinas und anderer asiatischer Länder gegenüber den Industriestaaten nicht abnehmen, kann es passieren, dass die prognostizierte Erhöhung der Staatsverschuldung, z.B. in den Vereinigten Staaten, Großbritannien oder Spanien die Entschuldung des Privatsektors überkompensieren wird. Daraus ergibt sich das Risiko, dass das Wachstum in den nächsten Jahren niedriger sein wird, als wenn die Entschuldungsphase nach dem historischen Muster verlaufen würde.

Geldpolitische Exitstrategie

Nachdem die amerikanische Notenbank zwischen 2007 und 2009 die FED Funds von 5,25% auf nahe 0% gesenkt hat und in noch nie dagewesener Größenordnung im Rahmen des „Quantitative Easing“ Staatsanleihen und Hypothekenscheine gekauft hat, steht sie nun vor der Aufgabe, ihre stark expansive Geldpolitik allmählich wieder zu neutralisieren. Die jüngste Erhöhung des Diskontsatzes und das Auslaufen des Kaufprogramms für Hypothekenscheine im März sind die ersten Schritte auf diesem Weg. Aber die Rückkehr zur geldpolitischen Normalität ist nicht nur ein weiter, sondern auch ein sehr beschwerlicher Weg.

Erstens birgt eine zu zögerliche Abkehr von der Nullzinspolitik die Gefahr einer erneuten Vermögensblase mit sich, eine zu schnelle Abkehr dagegen die Gefahr eines erneuten Rückfalls in die Rezession. Zweitens ist fraglich, ob das Finanzsystem bereits schon wieder so stabil ist, dass es ohne Unterstützung der Notenbanken auskommen kann. Drittens werden nicht alle Notenbanken gleichzeitig ihre Geldpolitik verschärfen: während die chinesische Notenbank bereits deutlich „behind the curve“, d.h. nicht mehr in der Lage scheint, die massive Kreditexpansion zu kontrollieren, werden sich FED, EZB und die Bank von England mehr Zeit lassen. Viertens ist eine Abstimmung der geldpolitischen Normalisierung mit der fiskalpolitischen Exitstrategie nötig. Wird auf eine derartige Abstimmung verzichtet, droht eine Situation wie in den USA in den 80er Jahren. Damals war die Fiskalpolitik infolge der Steuersenkungen stark expansiv, während die FED die anziehenden Inflationserwartungen mit Zinserhöhungen zu bekämpfen versuchte. Aufgrund des unglücklichen Timings kam es zu dem Finanzmarkcrash von 1987.

Wie wird sich die FED also in der aktuellen Situation verhalten? Legt man die Historie zugrunde, wird sie sich auch diesmal an der Entwicklung der Arbeitslosenquote orientie-

ren. Wenn diese tatsächlich im vierten Quartal 2009 ihren Höhepunkt erreicht hat, wird die FED im zweiten Quartal 2010 mit den ersten Zinserhöhungen beginnen. Allerdings hat sie in den letzten beiden Rezessionen (1990/91 und 2000/01) erst auf einen deutlicheren Rückgang der Arbeitslosigkeit gewartet, bevor sie tatsächlich die FED Funds angehoben hat (vgl. Grafik 5). Es spricht einiges dafür, dass sie sich auch diesmal so verhalten wird, d.h. wir werden die ersten Zinserhöhungen erst gegen Jahresende sehen.

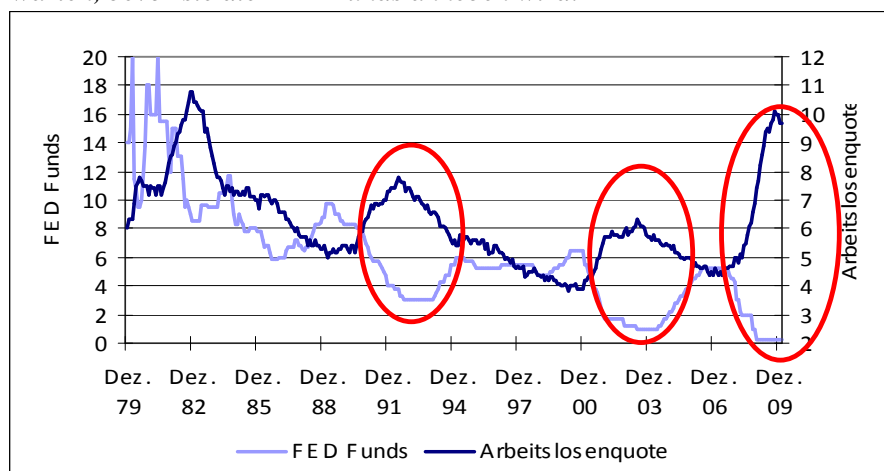
Implikationen für die Investmentstrategie

Aus den bisherigen Diskussionen lassen sich folgende Schlussfolgerungen für die Investmentstrategie ableiten:

- Im Zuge einer im Vergleich zu früheren Krisen eher schleppenden Konjunkturerholung in den Industrieländern verharren die Renditen weniger riskanter Vermögensklassen (Geldmarkt, Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit) weiter auf niedrigem Niveau.
- Mit dem Auslaufen des „Quantitative Easing“ und der allmählichen Neutralisierung der Geldpolitik wird sich der

Grafik 5:

Die FED wird auf einen deutlichen Rückgang der Arbeitslosigkeit warten, bevor sie die FED Funds anheben wird.



Fokus im Bereich der Staatsanleihen wieder auf die Kreditwürdigkeit des jeweiligen Emittenten verlagern. Bei Anleihen der schwächeren Länder der Eurozone und Großbritanniens drohen noch höhere Risikoaufschläge und damit Kursverluste.

- Aktienmärkte haben traditionell Probleme, wenn die Notenbanken ihre Politik verschärfen. Vor diesem Hintergrund gewinnt die Ertragsentwicklung der Unternehmen an Bedeutung. Die optimistischen Ertragsschätzungen von +20%-30% passen aber nicht zu den verhaltenen Konjunkturaussichten, weshalb die Aktienmärkte anfällig für Rückschläge sind.
- Die Währungen der meisten Schwellenländer haben nach wie vor Aufwertungspotential gegenüber dem US-\$ und dem Euro. Diese Entwicklung wird umso 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.