

01 Ausblick: Die Prognosen für 2012 sind düster. Doch was wissen wir wirklich über das nächste Jahr?

06 Strategie: Marktunabhängige Renditen soll die neue Alpha-Strategie erzielen. Sie setzt dabei auf fünf Faktoren.

09 Rentenmarkt: Auch in der Staatsschuldenkrise war der FT EuroRendite ertragsstark, das Modell hat sich bewährt.

11 Update: Die neue Serie zeigt, wie wichtige Strategien in der Praxis abgeschnitten haben und was verändert wird.

Schulden: die Dosis macht das Gift

Von Winfried Hutmann



Fernglas: Aus wissenschaftlichen Studien erfährt man viel über die Vergangenheit, aber nur wenig zur Bekämpfung der aktuellen Krise.

Die Finanzkrise brachte nicht nur in Europa das Gleichgewicht ins Wanken. Viele Experten stellen sogar das globale Währungssystem infrage. Doch ist es wirklich so schlimm um die Märkte bestellt? Nur wer der Krise auf den Grund geht, kann prognostizieren, wie sich das Jahr 2012 entwickeln wird.

Oft haben sich die Experten in den vergangenen Jahren geirrt, wenn es um die Prognose der Konjunktur oder gar der Kapitalmärkte ging, aber selten waren sie – und auch wir – so unsicher beim Zusammentragen des gesicherten Wissens über das kommende Jahr. Nichts weniger als das Währungssystem wird infrage gestellt. Mittlerweile gibt es eine Vielzahl (populär-)wissenschaftlicher Studien, die sich mit den Geld-, Fiskal-, Währungs- und Banken Krisen der vergangenen 200 Jahre beschäftigen. Ihr Ergebnis ist immer das Gleiche: Die Welt geht unter, und es dauert lange,

bis sie neu entsteht. Allerdings existiert keine Studie, die untersucht, wie oft es ähnliche Ansätze zu Krisen gab, die dann aber gar nicht eintraten. Wir wissen noch nicht einmal, ob es vergleichbare Situationen, die von genialen Politikern und Bankern gemeistert wurden, überhaupt jemals gab. Zudem liefern die vorgelegten Studien der historischen Krisen nur Beschreibungen der Abläufe. Es gelingt ihnen aber nicht, eine Theorie der Krise zu formulieren, so dass aus dem Negativen der Vergangenheit auch keine positiven Strategien zur Bekämpfung von Krisen abgeleitet ►

► Fortsetzung von Seite 1

werden können. Eigentlich ist auf dieser Basis die Prognose des nächsten Jahres ganz einfach: So ein Schlamassel wie heute ist früher immer schiefgegangen, also wird er auch jetzt wieder schiefgehen. Aber vielleicht ist das doch ein bisschen zu einfach; also lassen Sie uns einmal ein paar Fragen stellen, deren Beantwortung uns der Wahrheit über 2012 ein wenig näher bringen kann:

- Was ist eigentlich das Problem mit unserem Währungssystem?
- Wie viel Staatsschulden vertragen eine Wirtschaft und ihr Geldwesen?
- Entsteht aus einem Geldüberhang zwangsläufig Inflation?
- Wird der Euro überleben?
- Können die USA ihre Wirtschaft ankurbeln?
- Bleibt Chinas Expansionsrate über sieben Prozent und ist Japan restrukturierbar?
- Sind hohe und steigende Rohstoffpreise ein gutes Zeichen?

Die Sache mit dem Währungssystem

Um es gleich zu sagen: Das Währungssystem ist nicht der Kern der aktuellen Krise, es hat aber zu ihr beigetragen, und es wird von ihr in Mitleidenschaft gezogen. An Währungsmärkten werden Devisen gehandelt. Stimmen deren Preise mit ihren fundamentalen Hintergründen nicht überein, entstehen Fehlsignale, die sich auf andere volkswirtschaftliche Aggregate auswirken. Aus aktueller Sicht gibt es vor allem zwei die globale Nachfrage verzerrende Währungsvorgaben: die Bindung des Renminbi an den Dollar und die Europäische Währungsunion ohne lohn- und fiskalpolitische Absicherung. In beiden Fällen sind nationale Preisniveaus, Ersparnisse und Inves-

titionen, Löhne und Wirtschaftsstrukturen massiv beeinflusst worden. In beiden Fällen verschuldete sich die eine Seite (die USA und Südeuropa), während die andere einen Geldüberhang aufbaute (China kaufte Dollar, und Nordeuropa verbuchte Zentralbankgeldfor-

„Neue Schulden finanzieren lediglich die alten.“

derungen). In beiden Fällen lief die Verschuldung zunächst über den privaten Sektor und wurde infolge wirtschaftlicher Krisen dann auf den Staat übertragen. Diese überzogene Verschuldung wurde schließlich zum eigentlichen Kern der aktuellen Krise.

Sie fällt jetzt auf das Währungssystem zurück. Die Anleihen überschuldeter Staaten werden gemieden und vermeintlich sichere Häfen gesucht. Auf die USA hatte dies bis jetzt kaum negative Auswirkungen – zum einen, da die einzig relevante Alternative zum Dollar, der Euro, selbst im Mittelpunkt des Überschuldungsproblems steht, zum anderen weil der Dollar als Weltreservewährung noch immer einen Sonderstatus genießt. Kleine Währungen sind zusammen mit dem Yen in diesem Prozess zu Aufwertungskandidaten geworden. Das hat Folgen für deren Exporte und damit für die Konjunktur. Alte Ungleichgewichte bedingen also neue, und eine Lösung des Konflikts ist nicht in Sicht. Dabei ist offensichtlich, worum es geht: China muss zu flexiblen Wechselkursen übergehen, und die EWU muss sich entweder auflösen oder sich zu einer fiskalisch-monetären Union weiterentwickeln. Für einen Big Bang taugen diese Lösungen nicht, da sie die etablierten Wirtschaftsstrukturen schlagartig zerstören und so die Welt in eine Rezession stoßen würden. Die Korrektur des Währungssystems kann entsprechend nicht am Anfang einer Heilung

von der Krise stehen, sondern muss sie behutsam begleiten und abschließen.

Die Grenze der Staatsverschuldung ...

... liegt bei 90 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Das jedenfalls haben verschiedene Experten ermittelt. Sie haben dabei den Einfluss der Staatsschulden auf das Wachstum zum Kriterium gemacht und statistisch festgestellt, dass ab dieser Größenordnung der BIP-Anstieg negativ beeinflusst wird. Natürlich stehen hinter dieser These einige implizite Annahmen. Dabei geht es im Wesentlichen um die Konkurrenz mit der Privatwirtschaft bezüglich der vorhandenen Ersparnis, um die oft unproduktive Verwendung staatlicher Mittel und um den Zwang, zukünftig die aufgebauten Schulden aus laufenden Einnahmen zu finanzieren. Nun könnte man behaupten, dass Europa zurzeit in Keynes' Liquiditätsfalle stecke, die Bürger aus Vorsicht oder Angst also mehr sparen, als die Unternehmen investieren wollen, so dass irgendjemand die Ersparnis nehmen müsse, um einen Kontraktionsprozess zu verhindern. Man könnte auch sagen, der Staat springe ein und baue mit dem Kredit mehr Schulen und Straßen, welche die Effizienz der Wirtschaft steigern und mittelfristig für Wachstum sorgen. Man kann aber nicht sagen, dass bei 90 Prozent Verschuldung der Staat die zusätzliche Belastung später locker werden bedienen können.

„Der Staat kann die Belastungen später nicht bedienen.“

Tatsächlich sind die Zinsen vor Risikoaufschlag oder vor Inflation aktuell extrem niedrig; auf Bundesanleihen werden nach Abzug der Preissteigerungsrate sogar negative Realzinsen gezahlt. Von Konkurrenz zur Privatwirtschaft um die verfügbare Ersparnis kann also keine Rede sein. Eine produktive Ver-

wendung ist dagegen nicht zu erkennen; die neuen Schulden finanzieren lediglich alte Schulden. Und unkritisch aus Sicht der aktuellen Budgets ist die Neuverschuldung auch nicht, obwohl das – zumindest für Deutschland – niedrige Zinsniveau den zukünftigen Schuldendienst billiger macht, was für die meisten anderen Euro-Länder aber nicht gilt. Theoretisch spricht also einiges dafür, dass die Ausweitung der Staatsverschuldung der Wirtschaft nicht hilft. Praktisch – und das ist das Entscheidende – sagen die Märkte, dass neue öffentliche Kredite schaden und dieser Prozess gestoppt werden muss. Sie verlangen entsprechende Risikoaufschläge und führen so die Regierungen an die Verschuldungsgrenze.

„Die Idee, das Drucken von Geld könne das Sparen ersetzen, ist Unsinn.“

Wer drucken kann, muss nicht sparen

Im Studium der Volkswirtschaft gibt es zwei einfache Gleichungen, die der Student im ersten Semester lernt:

- $I + (Ex-Im) = S$ und
- $Y * P = M * T$

Die erste Gleichung besagt: Die volkswirtschaftliche Investition im Inland (I) und im Ausland (Ex-Im, das ist der Leistungsbilanzüberschuss) entspricht ihrer gesamten Ersparnis (S). Aus der zweiten geht hervor, dass das reale BIP (Y) mal seinem Preisniveau (P) der Geldmenge (M), multipliziert mit der Umschlaghäufigkeit des Geldes (T), gleicht. Eine Erhöhung der Geldmenge M kann zu einem höheren realen BIP oder zu einem höheren Preisniveau führen, oder sie kann durch eine Senkung der Umlaufgeschwindigkeit T kom-



Banknoten: Währungen sind nur so stark wie das Vertrauen in sie.

pensiert werden. Da die Ersparnis S ein Teil des BIP ist – der Teil, der nicht konsumiert wird –, hat M keinen unmittelbaren Effekt auf S (vielleicht immerhin einen mittelbaren).

Mit den Wertpapierkäufen der EZB schöpft die Notenbank aktuell Geld (das sie allerdings zu einem großen Teil über entgegengesetzte Transaktionen mit den Banken wieder sterilisiert). Zusätzliches Geld von der Notenbank ersetzt nicht die Ersparnisbildung; es finanziert nichts in dem Sinne, dass in dem Umfang, in dem der Staat kreditfinanziert auf Leistungen der Volkswirtschaft zugreift, ein anderer auf Konsum in entsprechender Höhe verzichten – also sparen - muss. Im günstigsten Fall fördert es die Wertschöpfung, indem es Zinsimpulse gibt oder über Portfolioeffekte zusätzliche Nachfrage auslöst, und beeinflusst gleichzeitig die Konsumenten in Richtung stärkeren Sparens. Dass in der gegebenen unsicheren Situation beides gleichzeitig geschieht, ist extrem unwahrscheinlich. Eher ist entweder mit einem Anstieg des Preisniveaus oder mit einem Sinken der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu rechnen. Dann drängt die EZB private Kreditnachfrage zurück, denn deren Preis steigt entweder absolut aufgrund der erwarteten Inflation oder relativ zu Regierungsanleihen, weil die bestehende Ersparnis in staatliche Papiere umgeleitet wird. Mit hoher Wahrscheinlichkeit wird das reale BIP

langfristig durch die Politik der Monetisierung der Staatsschuld reduziert, da sie den Aufbau produktiven Vermögens behindert. Die Idee, dass das Drucken von Geld das Sparen (am besten des Staates selbst) ersetzt, ist Unsinn.

Ein Schaden für den Euro

Eine Währung ist nur so stark wie das Vertrauen in sie. Für die Wahrung des Vertrauens ist vor allem die Notenbank verantwortlich. Mit dem Aufkauf von Staatspapieren hat sie den Sündenfall begangen. Die Reaktion der Märkte wurde besonders deutlich im Falle des Schweizer Franken, der um rund ein Drittel bis fast auf die Parität aufwertete, bevor die Schweizer Nationalbank einschritt und den Kurs durch Euro-Käufe bei über 1,20 Euro pro Franken stabilisierte. Das Vergehen der einen Notenbank hat das der anderen nach sich gezogen. Der Dollar hat dagegen nur wenig an Stärke gegenüber dem Euro gewonnen, da die Vereinigten Staaten in einer ähnlichen Verschuldungssituation sind wie der Euro-Raum und zudem die Fed sich noch schlimmer als die EZB aufführt. Dennoch besteht am globalen Devisenmarkt die Gefahr der Destabilisierung durch den Euro. Bisher ist Kapitalflucht vor allem innerhalb des Euro-Raums zu beobachten. Geld fließt nicht mehr nur aufgrund der Leistungsbilanzdefizite von Süd nach Nord, sondern auch, weil Griechen, Italiener, Spanier etc. ►

► Fortsetzung von Seite 3



Schanghai: Noch finanziert China die Verschuldung der USA.

lieber Bunds als südeuropäische Anleihen kaufen. Das führt zu wachsenden Spreads an den Anleihemärkten, gefährdet die Haushalte der mediterranen Staaten zusätzlich und steigert den Druck auf die EZB, die Papiere der Südländer weiter aufzukaufen. Wird der Druck innerhalb des Systems zu groß, kann es zu einer Flucht in die andere Hauptwährung der Welt, den Dollar, kommen. Dann verschieben sich aber auch die Wettbewerbspositionen. Paradoxiere Weise würde das die Situation selbst innerhalb der Euro-Gruppe verschlimmern, denn die Profiteure wären über den Exportimpuls erneut die Nordstaaten – vor allem Deutschland. Dagegen würden China und die USA im Außenhandel leiden; die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession würde zunehmen. Die Rückabwicklung des Euro wäre ein gewaltiger Schaden für die Weltwirtschaft und wird deshalb nicht kommen.

Oh Lord won't you buy me ...

Janis Joplin hat wohl das Gefühl von Generationen von Amerikanern ausgedrückt, die stets nach dem Porsche des Nachbarn strebten und darauf vertrauten, dass irgendjemand die Rechnung später schon bezahlen würde. Nach Lehman hat dieses Vertrauen in die Zukunft

deutlich nachgelassen. China, die Gottheit in diesem Spiel, wird sicher nicht Amerikas Konsum für immer kreditieren. Die USA müssen wieder selbst etwas produzieren. Dazu müssen sie – ganz im Sinne der oben dargestellten

„China wird sicher nicht Amerikas Konsum für immer kreditieren.“

Gleichung – investieren und sparen, statt zu konsumieren. Sie sind dabei in einer ähnlichen Situation wie die Länder Südeuropas, die sich auch einen hohen Lebensstandard mit der Hilfe von außen gegönnt haben: Oh Lord won't you buy me a Mercedes Benz?

Ein klein wenig hat Amerika mit der Korrektur angefangen: Die private Sparquote ist nicht mehr bei null, und die Unternehmen erwirtschaften noch immer hohe Gewinne. Der böse Bube ist aber auch in den USA der Staat, der glaubt, die Wirtschaft mit zusätzlichen Ausgaben unter Dampf halten zu müssen. Dieses rein konjunkturelle Denken erschwert die not-

wendige strukturelle Anpassung eher, als es sie unterstützt. Der Erholungsprozess wird vielleicht etwas geglättet, er wird aber mit Sicherheit in die Länge gezogen. Wenn Europas Schuldenkrise unter Kontrolle gehalten werden kann, dann vermeidet Amerika 2012 möglicherweise die Rezession, das Wachstum wird aber zu gering ausfallen, um den Arbeitsmarkt zu beleben. Und dieses Damoklesschwert bleibt uns dann auch 2013 erhalten.

Im Osten geht die Sonne auf

Fast möchte man „geht“ durch „ging“ ersetzen. In Japan jedenfalls ist der letzte Sonnenaufgang schon über 20 Jahre her. Noch immer lebt das Land vom Export und mit gigantischen Staatsschulden. Jetzt muss es seinen Energiesektor neu strukturieren, und die demografischen Probleme des Landes werden immer deutlicher. Schwächelt die Weltwirtschaft und verlangsamt sich der Aufbau in China, wächst das japanische Problem. Es wird zudem noch durch die schwer zu erklärende Stärke des Yen angeheizt. Aus eigener Kraft kann Japan die konjunkturelle Erholung nicht schaffen. China dagegen hat ein riesiges Potenzial im Inneren. Es muss allerdings die begonnene Wende von der Außenwirtschaft zur Binnenwirtschaft 2012 vollenden. Ein überteuerter Immobilienmarkt und ein wackeliges Bankensystem stehen dabei im Weg. Außenwirtschaftlich ist die Aufwertung des Renminbi notwendig, aber ohne Friktionen in der Exportwirtschaft schwer zu managen. Zudem sind auch in China (regional-)staatliche Schulden ein großes Problem. Letztendlich gilt selbst für das Reich der Mitte: Ohne eine Stabilisierung in Europa wird es schwer, ein für den Arbeitsmarkt notwendiges Wachstumsniveau aufrechtzuerhalten.

Mit Inflation geht alles leichter

Wie bekämpft man die Gefahr einer Deflation? Antwort: Die Notenbanken drucken Geld, und die Regierungen bringen es unter die Leute. Das ist das Rezept, dem die Welt offenbar folgt. Wie sagte schon Helmut

Schmidt: Besser fünf Prozent Inflation als fünf Prozent Arbeitslosigkeit. Ganz so einfach ist das aber nicht. Zwar haben sich die Preissteigerungen auf der Konsumebene weltweit erhöht, gemessen an den monetären Impulsen aber nur wenig – und offenbar zu wenig, um Käufe zur Vermeidung zukünftiger Teuerungen vorzuziehen. Dennoch gibt es anziehende Preise. So ist der Goldpreis auf bisher unbekannte Höhen gestiegen, und auch der Preis des Öls (WTI) hat die 100-Dollar-Marke wieder durchstoßen. An den Rohstoffmärkten wird immer weniger die Angst vor einer weiteren konjunkturellen Abkühlung gehandelt und immer mehr die Sorge um den Wert des Geldes. Ähnliche Signale geben die Immobilienmärkte – zumindest in den stabilen Ländern. Sachwert schlägt offenbar Geldwert.

Die Frage ist, wie diese Preisveränderungen und die damit verbundenen Verschiebungen der relativen Preise die Nachfrage beeinflussen. Steigende Immobilienpreise können die Bauproduktion anregen, und teurere Rohstoffe können für neue Fördertechniken und für die Entwicklung von Substituten sorgen. Sie können aber auch einfach nur Kosten darstellen, die die Kaufkraft einschränken, oder sie binden Kapital, das für andere Zwecke nicht mehr bereitsteht. Bis jetzt ist eine Anregung der Produktion nicht zu erkennen. Bleibt das Überspringen in die Realwirtschaft aus, muss sogar mit einer Umkehr der Sachwertverteuerung gerechnet werden. Dann war es nichts mit der Inflation, und die Deflationsgefahr ist nicht gebannt.

Und jetzt?

Konjunkturell sieht 2012 nicht gut aus. Global schlagen zu viele strukturelle Probleme auf einmal zu, um ein befriedigendes Wachstum darstellen zu können. Ganz vorn steht das Problem der Verschuldung – und insbesondere der Staatsverschuldung. Griechenland ist (fast) überall. Zwar können die Staaten bei sehr niedrigen Zinsen ihre Kre-

ditlasten tragen, aber die Anleger zweifeln an der Nachhaltigkeit der Schuldenstrategien. Der europäische Plan, Schulden mit Schulden abzusichern, ist kontraproduktiv. Ohne Schuldenabbau – und das heißt ohne Vermögensverluste – ist die Krise nicht zu

„Wir haben die Wahl: eine ungeordnete globale Rezession oder eine geordnete Kürzung der Ausgaben.“

überwinden. Wir dürfen uns aussuchen, wie der (Schulden- und) Vermögensabbau erfolgen soll: ungeordnet oder geordnet. Ein ungeordneter Vermögensabbau heißt Konkurs auf breiter Front, und er wird in eine globale Rezession führen, die tief und lange sein wird. Ein geordneter Rückbau geht über Ausgabenkürzungen, zusätzliche Abgaben und Gläubigerverzicht. Auch das ist kein angenehmer Weg. Er schafft aber Vertrauen und erlaubt zumindest einigen Volkswirtschaften, auf etwas niedrigerem Niveau weiterzuwachsen und damit den Rest der Welt zu unterstützen.

Dass die Regierungen aus den Erfahrungen der vergangenen Jahrhunderte gelernt haben, ist bisher nicht zu erkennen. Die Gefahr einer großen Krise ist deshalb nicht gebannt. Dennoch muss der schlimmste Fall nicht eintreten. Es gilt vor allem, Vertrauen zu schaffen – und genau das werden die Regierungen leisten, weil sie es leisten müssen. Das heißt: Notenbanken dem Geldwert verpflichten, uneinbringbare Schulden abschreiben, neue Schulden vermeiden und Ersparnis der Privatwirtschaft zugänglich machen. Letzteres ist die Chance auf eine kurze Rezession mit anschließendem Wachstum. Für die Kapitalmärkte bedeutete das: höhere Zinsen mit deutlichen Qualitätsabstufungen und zunächst fallende Aktienkurse; die Rohstoffe würden deutlich billiger werden. Auf mittlere

Sicht wäre das ein immerhin leicht positives Szenario für die Kapitalanlage, denn es hieße angemessene Erträge auf Nominalkapital und weniger Volatilität an den Aktienmärkten. Wir gehen davon aus, dass es in den nächsten Monaten zu einer Neuorien-

tierung in Europa kommen wird. Damit bleibt es zunächst unruhig, aber der Euro überlebt, und es wird danach wieder aufwärtsgehen.

In diesem Fall bleibt uns die Unruhe an den Kapitalmärkten zunächst erhalten. Ein Dax von unter 5.000 Punkten in der ersten Hälfte 2012 ist ebenso wenig auszuschließen wie ein Euro-Kurs zu US-Dollar von 1,25 und eine Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 1,5 Prozent. Kommt es aber zur Stabilisierung, werden diese Marken Kaufpreise für Aktien und den Euro darstellen – und für Peripherie-Anleihen. Das Wachstum des laufenden Jahrzehnts wird aufgrund der Schuldenabbau-Problematik dennoch deutlich schwächer als das der vorangegangenen Dekade ausfallen, und die Vermögenseinkommen werden den Rückenwind der Liberalisierung und Globalisierung verlieren. Entsprechend wird auch der Ertrag der Kapitalanlagen mittelfristig geringer als in der Vergangenheit sein.

Winfried Hutmann,
Geschäftsführer

