

DER KOPF ENTSCHIEDET



Staatsverschuldung, Inflation und Wertpapiermärkte Stand und Perspektiven

Prof. Dr. Christof Helberger (Mai 2010)

Die letzten Handelstage (4. – 12. Mai) waren an den Börsen durch extreme Volatilität geprägt – nach unten wie nach oben. Wie ist die derzeitige Situation zu interpretieren? Welche Schlussfolgerungen ergeben sich für die Kapitalanlage?

Die Wertpapiermärkte werden derzeit von 2 gedanklichen Szenarien beherrscht: Das eine ist „business as usual“. Die Beobachtung der Konjunktur und der Unternehmensergebnisse einschließlich der von den Unternehmen geäußerten Ausblicke. Hier sieht es derzeit recht positiv aus. Die Frühindikatoren in Europa wie in den USA sind nach der schweren Wirtschaftskrise steil angestiegen und befinden sich inzwischen auf einem hohen Niveau, das eine kräftige Erholung der Konjunktur und der Unternehmensgewinne erwarten lässt. Da die Gewinnbewertung der Unternehmen, die sich aus dem Aktienkursniveau ergibt, aktuell deutlich unter dem historischen Durchschnitt liegt und die Dividendenrendite außerordentlich hoch ist (DAX: 3,7%) – bei weitem höher als die Rendite deutscher Staatsanleihen – sollten die Aktienkurse fundamental gut unterstützt sein und es sollte eine Fortsetzung des Aufwärtstrends zu erwarten sein.

Das zweite Denkszenario ist die Staatsverschuldung. Sie ist in Europa und den USA im Zuge der Wirtschaftskrise dramatisch gestiegen und hat in einzelnen Ländern inzwischen ein krisenhaftes Niveau erreicht. Die Risiken drohender massiver Verluste der Anleihegläubiger im Falle von Staatsinsolvenzen und der aus diesen Risiken resultierenden Rettungsmaßnahmen erfüllen die Anleger mit Angst. Das hat in den letzten Tagen zu panikartigen Verkaufswellen geführt.

Zwischen diesen beiden Szenarien oder Denklogiken schwanken die Märkte derzeit hin und her. Dabei ist es äußerst schwer voraus zu sehen, an welchem Tag welches Denkszenario dominiert und welches Szenario den mittelfristigen Trend bestimmen wird.

In der Wirtschaftskrise ist die Stützung des Bankensystems und der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch die westlichen Regierungen mittels tausender Milliarden US-\$, Euro oder Pfund sinnvoll und wirksam gewesen. Dabei hat die Staatsverschuldung allerdings dramatisch zugenommen und immer besorgniserregendere Niveaus erreicht.



H2Progressive

WKN: A0M574

ISIN: LU0327716709

H2Conservative

WKN: A0M575

ISIN: LU0327717004

**Kompetenzzentrum des
deutschen H2-Fondsvertriebs**

Röder & Partner

Beratungsgesellschaft für strategische
Finanz- und Vermögensplanung mbH

Karlsbader Straße 18

73527 Schwäbisch Gmünd

Tel: 07171 - 97790-0

Fax: 07171 - 97790-77

info@h2-fonds.com

www.h2-fonds.com

DER KOPF ENTSCHIEDET

Der aktuelle Fall Griechenland hat die Logik von Verschuldungskrisen wieder einmal eindrucksvoll vor Augen geführt. Solange die Gläubiger eines Staates in seine Schuldentrückzahlungsfähigkeit Vertrauen haben, ist das Zinsniveau niedrig. Auch eine Verschuldung von 130% des Sozialprodukts, wie aktuell im Fall Griechenlands, scheint finanzierbar. Bei 3,5% Zinsen führt sie zu einer Zinsbelastung von 4,6% des Sozialprodukts oder – bei einer Steuerquote von 30% wie in Griechenland – zu einem Anteil des Schuldendienstes am Staatshaushalt von 15%. Viel, aber tragbar. Verlieren die Gläubiger aber das Vertrauen und der Zins steigt z.B. auf 12% müssen 15,6% des Sozialprodukts für den Schuldendienst aufgebracht werden und 50% des Staatshaushalts. Eine solche Situation ist für keinen Staat durchhaltbar.



In Griechenland ist der Schuldenanstieg allerdings nur zum geringsten Teil auf die jüngste Wirtschaftskrise zurückzuführen. Das eigentliche Problem resultiert daraus, dass Griechenland seit seiner Wiedergewinnung der Demokratie und seinem Eintritt in die EU sowie verführt durch das ungewohnt niedrige Zinsniveau für Kredite nach dem Beitritt zum Euro kontinuierlich einen defizitären Haushalt hatte und die Verschuldung immer weiter anwuchs – bis die Märkte schließlich das Vertrauen in den Schuldner verloren und ihn mit stark steigenden Zinsen sanktionierten.

Welche Lösungen für die inzwischen eingetretene krisenhafte Situation stehen zur Verfügung und wie sind die beschlossenen Maßnahmen der Europäischen Gemeinschaft zu beurteilen?

Es ist wichtig, sich darüber im Klaren zu sein, dass Griechenland de facto 2 Probleme hat: die hohe Staatsverschuldung und das hohe Leistungsbilanzdefizit. Letzteres beträgt derzeit 13% des Sozialprodukts. Dies bedeutet, dass Griechenland – selbst wenn es die Staatsverschuldung völlig abgebaut hätte – jedes Jahr 27 Milliarden Euro durch Kreditaufnahme oder den Verkauf von Vermögenswerten an das Ausland finanzieren muss, um seine Importe zu bezahlen. Die drakonischen Maßnahmen und IWF-Auflagen zur Reduktion der Staatsverschuldung lösen Griechenlands Probleme somit noch in keiner Weise nachhaltig. Für das Problem des Leistungsbilanzdefizits gibt es nur 3 Lösungen:

1. Griechenland senkt das Niveau seiner Preise und Löhne so stark, dass es seine internationale Wettbewerbsfähigkeit wieder gewinnt. Dies ist nur durch den Druck einer schweren Rezession, die über etliche Jahre hinweg anhält, realistischerweise erreichbar. Experten gehen von einem Abwertungsbedarf von 20 – 30% aus. Angesichts des niedrigen Inflationsniveaus der übrigen

DER KOPF ENTSCHIEDET

europäischen Staaten als Haupthandelspartner ist das Erreichen einer negativen Inflationsdifferenz in diesem Umfang schwer und langwierig.

2. Griechenland erhält von den übrigen Euroländern die Mittel zur Abdeckung des Leistungsbilanzdefizits als Transferleistungen – im Zweifelsfall auf Dauer.
3. Griechenland scheidet aus dem Euro-Währungsverbund aus und wertet ab.

Das Problem der Bewältigung des Zahlungsbilanzdefizits ist in der öffentlichen Diskussion über erforderliche (Hilfs-) Maßnahmen fast gänzlich unberücksichtigt geblieben. Diskutiert wurde nur das Staatsdefizit. Für die Bewältigung des Staatsdefizits gibt es nur 2 Lösungen:

1. Griechenland saniert seinen Staatshaushalt durch energische Senkungen der Staatsausgaben und ebenso energische Erhöhung der Staatseinnahmen.
2. Griechenland erklärt sich für insolvent und beginnt mit den Gläubigern Verhandlungen über einen teilweisen Forderungsverzicht (haircut). Eine Sanierung des Staatshaushalts ist auch in diesem Fall unabdingbar, denn nach einer Staatsinsolvenz wird Griechenland für neue Schulden keine Käufer mehr finden.

In dieser Situation hat sich die Europäische Gemeinschaft dazu entschlossen, Griechenland einen zinsgünstigen Kredit im Umfang von 110 Mrd. Euro zur Verfügung zu stellen. Dadurch soll Griechenland Zeit verschafft werden, den Staatshaushalt zu sanieren. Durch diese Maßnahme wird die Kontrolle des Prozesses des Abbaus des Staatsdefizits dem Marktmechanismus entzogen und zu einer Aufgabe der Politik gemacht. Ob diese Aufgabe durch politische und bürokratische Kontrolle erfolgreich durchgesetzt werden kann, wird sich zeigen, ist in keiner Weise sicher und kann durchaus bezweifelt werden. Hätte man Griechenland in die Insolvenz gehen lassen, hätte Griechenland den Zugang zum Kapitalmarkt verloren und die Sanierung wäre vom Markt erzwungen worden. Gleichzeitig hätte dies den Vorzug gehabt, dass nicht die europäischen – und insbesondere deutschen – Steuerzahler für die Defizitsünden aufkommen müssten, sondern – neben Griechenland als Schuldner – auch die Anleihegläubiger, die wegen eines gewissen Zinsvorteils unvorsichtig genug waren, griechische Staatsanleihen zu kaufen. Die Hilfe für Griechenland – und derartige Hilfen generell – schädigen daher auch den marktmäßigen Anreizmechanismus, bei der Bereitstellung von Kredit auf das Rückzahlungsrisiko achten zu müssen. Die Schuldner und ihre unvorsichtigen Gläubiger werden belohnt.



DER KOPF ENTSCHIEDET

Wegen der Schwierigkeiten des Abbaus der Staatsverschuldung und des Leistungsbilanzdefizits ist davon auszugehen, dass – trotz der erfolgten Rettungsmaßnahmen – Griechenland als Krisenherd die Kapitalmärkte noch längere Zeit beschäftigen wird. Dies um so mehr als auch andere Länder eine hohe und massiv steigende Verschuldung sowie Leistungsbilanzdefizite haben, die die Gefahr provozieren, dass sie von den Kreditmärkten in dieselbe Schuldenfalle steigender Marktzinsen getrieben werden. Zu diesen Ländern gehören die bekannten PIIGS-Staaten (außer Griechenland auch Portugal, Italien, Irland, Spanien). Aber auch in einzelnen Bundesstaaten der USA (Kalifornien, Florida, New York) hat die Staatsverschuldung bedrohliche Ausmaße angenommen – zu schweigen von der US-Bundesregierung und Großbritannien. Am gefährlichsten ist die Situation im Grunde in Japan mit einem Staatsschuldenniveau von 200% des Sozialprodukts, das immer noch schnell weiter ansteigt.



In dieser Situation haben die Euro-Länder am 9.5. einen „Rettungsschirm“ beschlossen, aus dem auch alle anderen bedrohten Mitgliedsstaaten des Euro Mittel erhalten sollen. Für diesen Rettungsschirm sind – unter Beteiligung des IWF – 750 Mrd. Euro vorgesehen – mit der Perspektive aufgestockt zu werden, wenn die Mittel nicht ausreichen sollten, die Finanzmärkte zu beruhigen. Außerdem hat sich die Europäische Zentralbank unter dem Druck der Regierungen bereit erklärt, Staatsanleihen der hoch verschuldeten Länder aufzukaufen, um deren Zinsniveau zu stabilisieren.

Damit sind zwei zentrale Elemente der Euro-Währungsunion fallen gelassen worden:

- Die Vorschrift, dass kein Euroland für die Schulden anderer Euroländer haften muss (no bail out-Klausel).
- Die Vorschrift, dass die EZB die Defizite in den Staatshaushalten von Mitgliedsländern nicht durch Geld drucken finanzieren darf.

Beide Maßnahmen werden als befristet hingestellt. Aber wenn das Prinzip erst einmal gefallen ist, besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass es nicht wieder etabliert wird, zumal wenn die nutznießenden Länder den Beschluss mit tragen müssten.

Leider hat die deutsche Bundesregierung diesem Systemwandel zugestimmt. Ohne ihre Zustimmung wären die Beschlüsse nicht möglich gewesen. Die Rechtfertigung der Maßnahmen gegenüber der deutschen Öffentlichkeit kann mit Recht als demagogisch bezeichnet werden. Das zentrale Argument hat Angela Merkel so formuliert „Wir schützen das Geld der Menschen in Deutschland“.

DER KOPF ENTSCHEIDET

Es wurde der Eindruck erweckt, dass der Wert des Geldes bedroht sei und der Euro gerettet werden musste. Der Wert des Euro ist bedroht, wenn Inflation herrscht, d.h. bei einem allgemeinen und anhaltenden Steigen des inländischen Preisniveaus. Davon kann augenblicklich und für die nähere Zukunft definitiv keine Rede sein. Die Inflationsrate liegt nahe Null und keine der in Frage kommenden Inflationsursachen ist in der derzeitigen Situation gegeben. Allerdings hat der Euro gegenüber dem US-\$ und einigen anderen Währungen abgewertet, d.h. der Außenwert des Euro ist gefallen. Schwankungen des Wechselkurses sind aber keine Bedrohung des Euro. Sie sind ein normaler marktmäßiger Ausgleichsmechanismus. Die EZB hatte nie die Aufgabe, einen bestimmten Wechselkurs zu erreichen, und hatte sich dies auch nie zum Ziel gesetzt. Dies ist kein sinnvolles und auch kein realisierbares Ziel der Geldpolitik. Kurz nach Einführung des Euro ist der Wechselkurs von 1,20 US-\$/Euro auf 0,85 gefallen. Damals hat es keinerlei Diskussion darüber gegeben, dass „unser Geld bedroht“ sei. Hohe und niedrige Wechselkurse haben Vor- und Nachteile. Ein niedriger Wechselkurs hat den Nachteil, dass importierte Güter und Dienstleistungen teurer sind, gleichzeitig hat er aber den Vorteil, dass die Nachfrage des Auslands nach Exportgütern und –dienstleistungen steigt. Gerade für die exportorientierte Volkswirtschaft Deutschlands ist dies von großer Bedeutung.



Wie ist die Inflationsgefahr zu beurteilen? Ist die in der Bevölkerung aktuell weit verbreitete Inflationsfurcht berechtigt?

Die Volkswirtschaftslehre hat im Wesentlichen 4 potentielle Inflationsursachen identifiziert:

1. Starke Lohnsteigerungen (über den realen Produktivitätsanstieg hinaus)
2. Starker gesamtwirtschaftliche Nachfrageüberschuss (z.B. im Zuge eines Wirtschaftsbooms, der es den Anbietern von Gütern und Dienstleistungen erlaubt, hohe Preissteigerungen am Markt durchzusetzen)
3. Eine starke Ausweitung des Geldangebots durch die Zentralbank
4. Ein starker Anstieg der Preise importierter Güter (z.B. Rohstoffpreisanstieg).

Die vierte Inflationsursache kann allerdings nicht zu einer anhaltenden Inflationsspirale führen. Sie hat den Charakter von einmaligen (oder mehrfachen) Schocks. Rohstoffpreise steigen nicht fortwährend weiter. Nur dies würde die Inflation in Gang halten. Nur wenn Importpreisschocks zu einer Lohn-Preis-Spirale im Inland führen (den Ursachen 1 und 2), bewirken sie nachhaltige Inflation. Angesichts der Wirtschaftskrise und sehr hoher Arbeitslosigkeit sind inflationäre Lohnsteigerungen für die Arbeitnehmer nicht durchsetzbar. Dasselbe gilt für starke Preis-

DER KOPF ENTSCHIEDET

steigerungen von Seiten der Produzenten. Bei hohen Überkapazitäten haben sie nicht die erforderliche Marktmacht. Beides kann sich ändern, wenn die Wirtschaft wieder boomt. Aber davon sind wir aktuell definitiv weit entfernt.

Somit verbleibt die dritte Inflationsursache: übermäßiges „Geld drucken“ durch die Zentralbank. In der Tat hat die EZB das Geldangebot extrem erhöht. Bedeutet dies Inflation?

Generell gilt: Ohne inflationäres Geldangebot ist keine Inflation möglich. Die Umkehrung dieses Satzes gilt aber nicht ohne weiteres. Stark steigendes Geldangebot führt nicht immer und nicht notwendigerweise zu Inflation. Nur wenn die Banken, denen das Geld von der Zentralbank zur Verfügung gestellt wird, dieses Geld in Form von Krediten an Unternehmen und private Haushalte weiter geben und wenn es dort zu inflationstreibenden Lohnsteigerungen und Güterkäufen führt, führt hohes Geldangebotswachstum zu Inflation. Mit anderen Worten: nur wenn der Kreditschöpfungsmultiplikator ausreichend hoch ist, erzeugt hohes Geldangebot Inflation. Bestes Beispiel hierfür ist Japan: Seit 20 Jahren befindet sich Japan in oder nahe einer Wirtschaftskrise und leidet eher an Deflation als an Inflation – obwohl die japanische Zentralbank das Geldangebot stark erhöht hat. Die Kreditvergabe der Banken an Private ist in Europa derzeit immer noch besorgniserregend niedrig.

Freilich gilt: Wenn sich die Wirtschaft (in Europa) wieder erholt und sich der Vollauslastung der Produktionskapazitäten und des Arbeitskräftepotentials wieder nähert und wenn die Zentralbank das ausgeweitete Geldangebot in dieser Situation nicht wieder reduziert, wäre Inflation zu erwarten. Es kommt somit darauf an, wie sich die EZB in dieser Situation verhalten wird. Eines kann man definitiv sagen: Die EZB wäre technisch ohne Weiteres in der Lage, das Geldangebot schnell und in beliebigem Umfang zu reduzieren. Zwei Wege stehen ihr dafür zur Verfügung:

1. Das Geldangebot stellt die Zentralbank den Geschäftsbanken überwiegend nur leihweise und befristet zur Verfügung (gegen die Hinterlegung von Wertpapieren). Die Zentralbank kann jederzeit diese – überwiegend sehr kurzfristigen – Leihgeschäfte auslaufen lassen oder reduzieren.
2. Die EZB kann Wertpapiere aus ihrem Besitz am Kapitalmarkt verkaufen. Sie erhält dafür Bargeld. Die Summe des Geldes, das sich in Umlauf befindet, wird dadurch entsprechend reduziert.

Somit stellt sich als entscheidende Frage: Wie wird sich die EZB verhalten, wenn die Inflationsursachen 1 und 2 wieder virulent werden?



DER KOPF ENTSCHIEDET



Bei der Deutschen Bundesbank konnte man sich auf ihre Stabilitätsorientierung verlassen. In den ersten 10 Jahren hat die EZB die Tradition der Deutschen Bundesbank erfolgreich fortgesetzt. Aber wird sie dies auch in den nächsten Jahren tun? Wird sie dem Druck der europäischen Regierungen stand halten, wenn diese, um ihre hohe Verschuldung real zu reduzieren, eine höhere Inflationsrate wünschen? Diese Frage lässt sich derzeit nicht mit Sicherheit beantworten. Mit ihrer Bereitschaft, Staatsanleihen von Staaten mit besonders hoher Verschuldung aufzukaufen, hat sie sich Zweifeln ausgesetzt. Diese Zweifel müssen sich aber nicht als berechtigt erweisen. Mit dieser Unsicherheit wird man in den nächsten Jahren leben müssen. Die Besorgnis – sowohl bei den Bürgern wie bei außereuropäischen Geldanlegern – ist gewachsen.



Die Funktion des Euro als Reservewährung wird sich deshalb reduzieren. Dies wird den Wechselkurs weiter belasten. Die Nachfrage nach Gold – als dem nicht beliebig vermehrbaren und manipulierbaren Wertaufbewahrungsmittel dürfte wachsen. Die Anleihemärkte, die als nominal fixierte Schuldverschreibungen am meisten unter einem Inflationsanstieg zu leiden hätten, werden nervös und volatil bleiben. Aktien als Sachwerte werden nicht unmittelbar bedroht bleiben.

Ein anderer Zusammenhang zwischen Schuldenkrise und Aktienkursentwicklung wird in den nächsten Jahren relevant bleiben: Nur die Rückführung der Staatsverschuldung beseitigt die Krisenanfälligkeit der Anleihemärkte. Die Rückführung der Staatsverschuldung bedeutet aber Sparen, d.h. Reduktion der Staatsausgaben und Reduktion der Einkommen von Konsumenten und Unternehmen aufgrund von Steuererhöhungen. Dies bewirkt eine Schwächung der konjunkturellen Entwicklung. Die Länder mit einer sehr hohen Verschuldung können auf ihre konjunkturelle Situation keine Rücksicht nehmen. Sie müssen eine Rezession in Kauf nehmen. Dies wird auch die übrigen Länder belasten. Allerdings ist der z.B. von Griechenland, Portugal und Irland ausgelöste Bremseffekt aufgrund ihrer geringen Größe nicht sehr stark. Die Länder, die relativ weniger verschuldet sind, müssen versuchen, zwischen Schuldeneindämmung und Konjunkturbelastung einen optimalen Kompromiss zu finden. Aber auch dies wird die konjunkturelle Erholung bremsen. Nicht angesprochen wurde bisher die Situation in den Schwellenländern. In deutlichem Unterschied zu früheren Jahrzehnten ist dort die Situation sehr viel besser: die Staatsverschuldung wie die der Bevölkerung und der Unternehmen ist im Durchschnitt sehr viel niedriger als in Europa und den USA. Gleichzeitig ist das Wirtschaftswachstum um ein Vielfaches höher. Auf positive Nachfrageimpulse aus diesen Teilen der Welt wird man sich in den nächsten Jahren verlassen können.