



Marktanalyse 2010 – Update 4. Quartal

Dollar, Euro, Yen - Welche Währung wie tickt

2.000 Milliarden Dollar fließen täglich um die Welt. Größtenteils sind die Geschäfte spekulationsgetrieben. Welche Interessen verfolgen die Volkswirtschaften hinter den Währungen? Der "rote Faden" auf der Weltwährungskarte sind Dollar, Euro, Yen und als Anhängsel hinten dran der Yuan. Das sind die Big Three (plus One, wenn man so will), die Global Player, deren Devisenströme den Globus umspannen wie ein Gürtel. Die größten Volkswirtschaften der Welt stehen hinter diesen Währungen. Werden geldpolitische Hebel umgelegt, ist das ein volkswirtschaftliches Bekenntnis. So wie jüngst bei der japanischen Devisenintervention, die zumindest kurzfristig den Höhenflug des Yen bremste.

Die Zusammenhänge am Devisenmarkt sind einfach und kompliziert zugleich. Wird auf der einen Seite Luft abgelassen, blähen sich woanders Luftpösterchen auf. Eine Währung wird verkauft, eine andere gekauft. Die, die verkauft wird, verliert an Wert. Die andere steigt im Wert. Verloren geht an Gewicht oder Wert nichts. Was in dem globalen Devisenstrom versenkt wird, taucht in aller Regel wieder auf.

Die Chinesen machen kaum Schulden und haben hohe Handelsüberschüsse. Wieso sollte ihre Währung woanders als Reserve herumliegen? Der japanische Staat produziert massenweise Miese, aber die meisten Staatsanleihen landen bei den heimischen Sparern. In Europa verschulden sich die Staaten unterschiedlich stark, aber das meiste wird in Europa finanziert. Dazu kommt, dass die Handelsbilanz aller Euro-Länder zusammengerechnet recht ausgeglichen ist. Damit gibt es keinen Grund, dass sich irgendwo große Reserven aus Euro-Papieren ansammeln. Ganz anders in den USA: Dort verschuldet sich die Regierung stark im Ausland, und die Handelsbilanz war lange Zeit extrem negativ. Die Rolle des Dollars als Reservewährung kann abnehmen, weil der Staat die Verschuldung bremst (was noch nicht zu erkennen ist) oder weil die amerikanischen Bürger mehr sparen (was bereits passiert). Theoretisch könnten die Investoren die USA fallen lassen. Aber hier gilt wohl: Die USA sind "too big too fail", und es gibt gar nicht genug Ersatz für US-Papiere, in die man investieren könnte.

Was spricht gegen feste Wechselkurse?

Feste Wechselkurse führen zu wirtschaftlichen Ungleichgewichten. So hatten sich die asiatischen Länder im Vertrauen auf feste Wechselkurse Mitte der 90-er Jahre zu stark im Ausland verschuldet. Die Asienkrise ließ dieses Kartenhaus zusammenbrechen. Danach haben viele asiatische Länder ihren Wechselkurs freigegeben. Das ließ die Leistungsbilanzdefizite schrumpfen und ist ein Hauptgrund dafür, warum die Asiaten nur wenig unter der Finanzmarktkrise leiden. Um Finanzmarktkrisen in Zukunft zu vermeiden, braucht man flexible und keine festen Wechselkurse. Insofern kann man einen Eurokurs für viele wirtschaftlich doch sehr ungleich aufgestellte Euro-Länder infrage stellen.

Stärke durch Schwäche

Experten schätzen, dass heute mehr als die Hälfte des Welthandels von Ländern betrieben wird, die ihre Wechselkurse manipulieren. Nach Auffassung von Ökonomen ist der chinesische Yuan um bis 40 % unterbewertet. So sind zum Beispiel auch Währungen wie der koreanische



Won um 20 %, der brasilianische Real um bis zu 23 % und der argentinische Peso um bis zu 37 % unterbewertet. Der US-Dollar und der Euro sind demnach entsprechend überbewertet. Selbst Länder wie Brasilien kämpfen mit höheren Steuern auf ausländische Investitionen gegen die Aufwertung ihrer Währung. So wurde für den Kauf brasilianischer Anleihen der Steuersatz kürzlich überraschend von 2 auf 4 % verdoppelt.

Japan und der Yen: Der Klassiker

Japan leidet bereits seit langem unter jenem Phänomen, das die US-Notenbank unter ihrem Vorsitzenden Ben Bernanke unbedingt vermeiden will: Deflation. Die Preise fallen nachhaltig und kräftig. Das bedeutet, die Zinspolitik kann nur noch begrenzt wirken, weil selbst bei einem Zins von null der Realzins noch deutlich positiv ist. Wenn in einer solchen Situation auch noch die Währung aufwertet, ist das besonders verhängnisvoll, weil dadurch die Deflationstendenz noch verstärkt wirkt. Mit fast 10 Prozent Verlust gehört der japanische Aktienmarkt in diesem Jahr denn auch zu den schwächsten der Industrieländer.

Die japanische Devisenintervention ist der klassische Fall: Als der Yen im September auf den höchsten Stand seit 15 Jahren stieg - der Dollar kostete nur noch 82 Yen -, riss der japanischen Regierung der Geduldsfaden. Die Bank of Japan bremst den Höhenflug des Yen dadurch, dass sie überraschend und im großen Stil Yen verkauft und Dollar kauft. Die Folge: Der Kurs des Yen fällt, der Wert des Dollar zum Yen steigt. Das Ziel, den Währungsdruck von den Schultern japanischer Exporteure zu nehmen, scheint zunächst erreicht. Doch prompt steigt der Yen wieder. Die nächste Intervention ist vorprogrammiert. Woran liegt's?

Eine Transaktion am Devisenmarkt findet nicht isoliert statt. Währungsverschiebungen über den gesamten Globus gibt es überall, zu jeder Zeit und aus völlig unterschiedlichen Gründen. Der Dollar lahmt zu allen großen Währungen, der Yuan krallt sich am Dollar fest, der Euro pendelt zum Dollar hin und her, der Yen galoppiert Dollar und Euro davon. Jede Volkswirtschaft hat ihr Päckchen zu tragen. Keiner ist „allein zu Haus“. China und die USA verfolgen ganz andere Interessen als Japan, die aber auf dem japanischen Kurszettel genauso Spuren hinterlassen.

China und der Yuan: Die Klette

China und die USA zoffen sich um die Anbindung des chinesischen Yuan an den Dollar. In der Handelsbilanz der USA klafft ein großes Loch. Amerika importiert mehr, als es exportiert. Das schwächt den Dollar. Eigentlich müssten andere Währungen an dieser Stelle aufwerten, so wie der Euro. Nicht so der Yuan. In China dürfen sich die Wechselkurse nicht frei bewegen. Um den Aufwertungsdruck vom Yuan zu nehmen, interveniert die chinesische Notenbank am Devisenmarkt. Sie kauft Dollar von den Geschäftsbanken auf und stellt ihnen Guthaben in der Landeswährung – die sie unbegrenzt drucken lassen kann - zur Verfügung. Die Amerikaner beschuldigen die Volksrepublik, den Kurs des Yuan künstlich niedrig zu halten, um damit die eigenen Exporte zulasten der US-Wirtschaft zu fördern. Die chinesische Währungsbehörde reagiert nur zögerlich auf die Vorwürfe. Seit Juni wird der Kurs des Yuan zwar maßvoll gelockert, zuletzt um so viel, dass der Yuan so hoch zum Dollar notiert wie seit Mitte der 90er-Jahre nicht mehr. Mit einem realen Wechselkursverhältnis zwischen Yuan/Dollar hat das aber wenig zu tun.

China ist geldpolitisch auch noch an anderer Stelle aktiv. Die Volksrepublik hält die größten Dollar-Devisenreserven der Welt: Insgesamt 2,5 Bill. (= 2.500 Mrd. Dollar). Die Bedeutung dieser Reserven ist für die Welt immens. Würde China seine Dollaranlagen auf den Markt



werfen, oder dies auch nur ankündigen, würde das eine "Flucht" aus dem Dollar auslösen. Da das Ansehen der US-Wirtschaft und des US-Dollar in der Krise an Vertrauen eingebüßt haben, versucht China diese Währungsreserven umzuschichten, um so das Währungsrisiko zu streuen. Umgerechnet 4,5 Mrd. Euro steckte China deshalb kürzlich in japanische Bonds mit kurzer Laufzeit. Die Luft, die aus dem Dollar entwich, sammelte sich auf der anderen Seite in dem für Japans Verhältnisse sowieso schon zu teuren Yen.

Das chinesische Exportwachstum ist infolge der globalen Finanzkrise 2009 gegenüber 2008 um 34 Prozent gefallen. Und in den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres betrug Chinas Handelsüberschuss 84 Milliarden Dollar, das sind 21,2 Prozent weniger als im selben Zeitraum des Vorjahres. Dieser große, stetige Rückgang des chinesischen Handelsüberschusses lässt die chinesische Regierung zögern, eine deutliche Aufwertung zuzulassen, aus Angst vor der Auswirkung auf die Handelsbilanz.

Das Dilemma, vor dem die Funktionäre dabei stehen, ist, dass die Auswirkungen eines Exportrückgangs infolge einer Yuan-Aufwertung sofort und heftig zu spüren wären, während die großen Wohlfahrtsverluste aufgrund der Wertminderung der chinesischen Devisenreserven von der Gesellschaft als Ganzes getragen würden, aber nicht sofort. Darüber hinaus hat der Anstieg des Lohn- und Preisniveaus zu einer stetigen realen Stärkung der chinesischen Währung geführt, die die Notwendigkeit einer nominalen Yuan-Aufwertung zu einem gewissen Grade verringert.

Chinas beherrschende Stellung wird nun durch äußere wie innere Faktoren gefährdet. Die drohende globale Konjunkturverlangsamung hat den protektionistischen Druck erhöht. Länder wie Japan, Südkorea und Brasilien intervenieren einseitig auf den Devisenmärkten. Sollten sie beginnen, China zu imitieren, und Beschränkungen auf Kapitaltransfers verhängen, wird China seinen Währungsvorteil zumindest teilweise einbüßen. Darüber hinaus würde dies zu einer Störung der globalen Devisenmärkte führen und die Weltwirtschaft würde leiden.

Der China-Experte Michael Pettis hat gezeigt, dass der Konsumanteil am chinesischen Bruttoinlandsprodukt von unter 46 Prozent im Jahre 2000 auf 35,6 Prozent im Jahr 2009 gefallen ist. Zusätzliche Investitionen in Anlagegüter bieten sehr niedrige Renditen. Von nun an muss der Konsum deutlich stärker wachsen als das BIP. Auch äußere Überlegungen verlangen dringend nach einer Aufwertung des Yuans. Doch müssen Währungsanpassungen Teil eines international koordinierten Plans zur Verringerung der globalen Ungleichgewichte sein.

Als die fünf größten Industrieländer 1985 das sogenannte Plaza-Abkommen schlossen, um den damals starken Dollar zu schwächen, führte das zu einem durchaus nicht gewünschten Absturz des Greenbacks um rund 50 %. Zwei Jahre später musste die US-Währung durch das "Louvre-Abkommen" vor allem auf Kosten des Yens wieder stabilisiert werden. Von dem anschließenden Höhenflug hat sich Japan bis heute nicht erholt. Es ist deshalb unwahrscheinlich, dass sich China zu einem ähnlichen Pakt drängen lassen würde.

USA: Noch sticht der Trumpf des schwachen Dollars

Die USA wollen ihre Exporte in den nächsten fünf Jahren verdoppeln und so zwei Millionen neue Jobs in Amerika schaffen. Dabei ist der Dollar-Verfall für die Exporte von unschätzbarem Wert. Das ist die eine Seite der Medaille. Auf der anderen Seite ist Amerika auf seine



ausländischen Gläubiger angewiesen. Einer längerfristigen, ausufernden Dollarentwertung ist somit von vornherein der Riegel vorgeschoben.

Die größte Gefahr für eine nachhaltige Rolle des Dollars ist die große und weiter wachsende Staatsverschuldung. Nachdem diese während des vergangenen halben Jahrhunderts meist zwischen 25 und 50 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) schwankte, hat sie nun 62 % erreicht. Das offizielle, politisch unabhängige Congressional Budget Office prognostiziert, dass die Politik, die derzeit am wahrscheinlichsten erscheint, die Staatsverschuldung bis Ende des Jahrzehnts auf 100 % hochtreiben dürfte.

Ausländische Investoren könnten daher befürchten, dass künftige US-Regierungen versucht sind, den realen Wert der Schulden zu verringern, indem sie eine höhere Inflationsrate zulassen. Dies ist allerdings unwahrscheinlich. Denn in der Notenbank gibt es einen antiinflationären Konsens. Außerdem ist die durchschnittliche Laufzeit der staatlichen Schuldtitel mit rund vier Jahren relativ kurz. Eine höhere Inflation würde daher dazu führen, dass die Zinsen rasch steigen und der Abbau der Schulden misslingt.

Doch könnten ausländische Investoren, die inzwischen fast die Hälfte der US-Staatsschuld halten, trotzdem Grund zur Sorge haben, dass die USA sie irgendwann indirekt zur Kasse bitten und die eigenen Bürger schonen. Das bräuchte kein offener Zahlungsverzug sein. Alternativen mit ähnlicher Wirkung wären: Die Rückzahlung von Kreditsumme und Zinsen mit niedrig verzinsten Wertpapieren statt mit Bargeld oder ein Abzug von Einkommensteuer auf Zinsen aus Staatsanleihen bei gleichzeitiger Anrechnung dieser Zinsen auf die Zahlungsverpflichtungen amerikanischer Steuerzahler.

Zwar ist eine derartige Politik extrem unwahrscheinlich, doch die Furcht davor könnte dazu führen, dass ausländische Investoren den Dollar meiden. Der beste Schutz der zukünftigen Rolle des Dollars - und der Gesundheit der US-Volkswirtschaft - ist eine Politik, die den Anstieg der Staatsverschuldung bremst.

Europa und der Euro

Auch die europäische Währung hat ihre Probleme. Nachdem die Bankenkrise in den Hintergrund gerückt ist, sind die Tiefststände des Euro zum Dollar wieder Geschichte. Die Schuldenkrise der europäischen Staaten lastet zwar immer noch auf der Währung. Trotzdem steht der Euro inzwischen wieder auf der Einkaufsliste. Auch China greift hin und wieder zu. Platzieren Spanien, Frankreich und Ungarn erfolgreich Staatsanleihen, kauft Peking Euro. Der Kurs steigt. Kaum, dass der Euro auf ein 5-Wochen-Hoch von 1,3159 geklettert ist, sorgt die irische Bankenkrise jedoch für eine Schlechtwetter-Front. Die Nachricht von einem bevorstehenden Hilfsersuchen an den IWF macht die Trennung vom Euro leicht. Der Kurs sinkt. Ob die Chinesen sich von Euro getrennt haben, ist nicht bekannt.

Globale Devisenströme sind nicht messbar. Statistiken über die Kapitalströme zwischen einzelnen Ländern gibt es nicht. Deshalb ist es in der Gemengelage des täglichen Devisenhandels schwierig, Ursache und Wirkung auseinander zu halten. Fest steht nur, Stillstand gibt es nicht. Dafür sind die Probleme der Volkswirtschaften zu groß. Geld wird überall gebraucht. Das richtige mit dem richtigen Wert, nicht zu viel und nicht zu wenig.

Es kann nur Eine geben?

Böse Zungen behaupten, das Währungsgefüge sei mittlerweile völlig aus den Fugen geraten. Die Frage, wer profitiert und wer verliert, ist schwierig zu beantworten. Dennoch: Wenn Zweifel an einer Währung laut werden, sind es welche an der Leitwährung Dollar. Durch die Finanzkrise ist der Dollar nicht mehr der ganz große Hafen großer Sicherheit, der er einst war. Viele Investoren flüchten sich derzeit gerne zur größeren Sicherheit in den Osten.

Den Ruf einer relativ stabilen "Fluchtwährung" genießt der japanische Yen. Mit wirtschaftlicher Potenz hat das nichts zu tun, denn der japanische Konjunkturmotor stottert. Gleichzeitig steigt die Bedeutung des chinesischen Yuan. Wegen der wichtigen Rolle Chinas im Welthandel sehen Experten hier langfristig großes Potenzial für eine neue Leitwährung. China hat in diesem Jahr Japan als zweitgrößte Volkswirtschaft (nach den USA) bereits abgelöst. Eine Rolle, die Peking zum Teil zumindest seiner Devisenpolitik zu verdanken hat. Bis China allerdings so weit ist, eine Führungsrolle zu übernehmen, dürfte aber noch viel Zeit vergehen. Denn zunächst müsste einmal der chinesische Finanzmarkt liberalisiert werden. Immer noch kann die Währung nicht ungehindert in andere Währungen umgetauscht werden. Bis zu einer Ablösung der Leitwährung Dollar wird also noch viel Wasser die Flüsse hinunter und viele Devisen durch die Handelssysteme strömen.

Zusammenfassung

Jedes Land scheint seine Währung abwerten zu wollen. Durch Interventionen am Devisenmarkt wie in Japan, die weitere Lockerung der Geldpolitik wie in Großbritannien und den USA oder die Abwehr von Kapitalzuflüssen, wie in den Schwellenländern. Nur der Euro widersteht dem Trend; die EZB hat einen Anstieg der Kurzfristzinsen erlaubt. Doch nicht einmal ihr kann das Risiko eines zu starken Euros egal sein, vor allem weil er die wirtschaftliche Anpassung in Spanien, Portugal und Irland erschweren würde.

Den Schätzungen des Währungsfonds nach wird die reale Wirtschaftsleistung der Industrieländer dieses Jahr immer noch unter dem Niveau von 2007 liegen, während sie in den Schwellenländern 16 Prozent darüber liegen wird. Die hochentwickelten Länder kämpfen weiterhin mit den Verwüstungen, die das Krisengeschehen von 2008 angerichtet hat. Das gilt vor allem für eine schwache Konsumneigung der Haushalte und hohe staatliche Schulden. Den Schwellenländern sind diese Probleme dagegen fremd.

In jeder vernünftigen wirtschaftlichen Analyse erfordert eine so starke Asymmetrie, dass die relativen Preise angepasst werden. Die relativen Preise der Güter aus den Industriestaaten (man kann auch sagen: der reale Wechselkurs) müssen im Vergleich zu den Schwellen- und Rohstoffländern sinken, um einen Ausgleich für die fehlende Binnennachfrage zu schaffen.

Das wird auch geschehen. Nur: Wenn die Währungsrelationen sich nicht ändern, werden die Industriestaaten eine lange Phase sehr niedriger Inflation oder sogar der Deflation durchmachen müssen. Ihre Last ist dann sehr viel schwerer zu tragen. Gleichzeitig werden die Schwellenländer Inflation erleiden, weil Kapital zu ihnen strömen wird, die Währungsreserven und die Geldmenge anschwellen werden und letzten Endes die Preise steigen. Für beide Seiten wäre es viel besser, wenn die Anpassung über die nominalen Wechselkurse geschähe. Dann könnten sowohl die Deflation im Norden, als auch die Inflation im Süden in Schach gehalten werden.



Das aber geschieht nicht. Im Vergleich zu Juli 2007, als die Krise ausbrach, haben sich die Wechselkurse zwischen Industrie- und Schwellenländern nur sehr wenig verändert. Die notwendige Anpassung wird blockiert. Das Warum, ist leicht zu verstehen. Für jeden Notenbanker ist die entscheidende Frage, welche Auswirkungen sich für die eigene Währung und für die eigene Zahlungsbilanz ergibt, nicht jedoch, wie sich Anpassungen auf die Gruppe der Schwellenländer auswirken. Brasilien will nicht gegenüber den anderen lateinamerikanischen Staaten aufwerten, Thailand will nicht gegenüber anderen asiatischen Staaten aufwerten, und niemand will gegenüber China aufwerten. China befürchtet, dass eine Höherbewertung des Yuans eine Abwanderung lohnintensiver Betriebe nach Bangladesch oder Vietnam zur Folge hat. Deshalb widersetzt sich jedes Land aus eigenen Gründen einer Aufwertung. Das ist ein typisches "Collective action"-Problem: Wandel, der im gemeinsamen Interesse liegt, wird durch einen Mangel an Koordination verhindert.

Diese Analyse wirft ein neues Licht auf die traditionelle Kontroverse über Chinas Wechselkurspolitik. Nicht die bilateralen Handelsstreitigkeiten zwischen China und den USA müssen zuerst gelöst werden, sondern die globalen makroökonomischen Probleme. Zum Zweiten muss das "Collective action"-Problem überwunden werden. Und drittens gibt es auch bei den Industriestaaten Abstimmungsprobleme. China spielt die Schlüsselrolle in einem globalen Abstimmungsprozess, der nicht nur die USA betrifft, sondern viele Entwicklungsländer. Das wird zunehmend erkannt und deswegen kritisieren einige Schwellenländer China auch immer heftiger.

"Wir leben in einer Welt, in der jeder eine schwächere Währung will. Aber es kann kein Gleichgewicht geben, wenn alle Währungen schwächer sind", sagt der bekannte Ökonom Nouriel Roubini. "Durch Interventionen ausgelöste Währungskriege können letztlich zu Handelskriegen führen." Handelskriege sind gleichzusetzen mit Protektionismus. Dies wäre besonders verheerend für Exportländer wie Deutschland, wenn die Globalisierung durch Strafzölle auf Produkte aus dem Ausland wieder zurückgedreht würde.

Auswirkungen auf das weltweite Wirtschaftswachstum

Die wirtschaftliche Lage in Großbritannien, dem größten Teil Westeuropas und den USA, zwingt alle Verantwortlichen noch zu großen Anstrengungen. Die Geldpolitik hat dabei eine wichtige Rolle zu spielen, auch wenn sie alleine keinen Aufschwung herbeizaubern kann. Wenn die Geldpolitik nicht genügend wachstumsfreundlich ist, läuft sie Gefahr, im Zusammenspiel mit einer strikten Sparpolitik niedriges Wachstum und möglicherweise Deflation zu provozieren. Genau das ist in Japan in den 90er-Jahren und in den USA sowie Europa in den 30er-Jahren geschehen. Ich erwarte keine Depression. Wir stehen jedoch vor dem Risiko einer langfristigen Stagnation, die mit der Zeit unsere Wirtschaftskraft und sogar die soziale Stabilität untergräbt.

Das kurzfristige Auf und Ab der Wirtschaft sagt uns nichts über die Gefahr eines gefährlich niedrigen Wachstums. Ähnliche Bewegungen haben wir während der großen Depression und Japans verlorenem Jahrzehnt erlebt. Gäbe es einen starken Aufschwung, müssten wir inflationären Druck und steigende Zinsen aufgrund hoher Investitionen sehen. Doch nichts davon ist der Fall.

Der Lohnanstieg im privaten Sektor liegt deutlich unter dem Produktivitätswachstum und die Löhne sowie die Beschäftigung im öffentlichen Sektor werden, aufgrund der vielseitigen



Sparprogramme, in den nächsten Jahren deutlich gekürzt. Unter diesen Umständen scheint eine Lohn-Preis-Spirale unmöglich.

Gegen die in den Medien kursierenden Inflationsszenarien sprechen ein paar weitere, ganz wesentliche Fakten: Dass sich die Staaten mittels Inflation ihrer Staatsschulden entledigen können, ist aufgrund ihrer viel zu kurzfristigen Refinanzierungszeit nicht praktikabel. Im Durchschnitt müssen die Staatsschulden in den USA alle vier Jahre und in Deutschland alle sechs Jahre umgeschuldet werden (Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank 02/2010). Die vom Staat erzeugte Inflation muss der Staat bei seiner Neuverschuldung dem Abnehmer seiner Staatsanleihen wieder oben drauf legen. Damit wäre die Entschuldung mittels Inflation torpediert.

Der nächste Denkfehler der Inflationspropagandisten: Wie passen die beiden Aussagen - Geldschwämme und Kreditklemme - zusammen. Die Banken verschulden sich nach wie vor lieber direkt bei den Notenbanken, als untereinander. Der Grund ist mangelndes Vertrauen untereinander. Die viel beschriebene Geldschwämme, die die Notenbanken verursachen, wird durch die Banken nicht an die Wirtschaft und in den Konsum weitergeleitet. Die Banken nutzen die Gelder lieber für Eigengeschäfte. Das ist profitabler. Die Notenbanken selbst vergeben die Kredite hauptsächlich nur kurzfristig an die Banken (durchschnittliche Restlaufzeit 3 Monate). Damit können die Notenbanken ihre verliehenen Gelder relativ kurzfristig wieder aufsaugen, was einem ausufernden Inflationsszenario wiederum den Boden entzieht.

Aufgrund der in den USA noch nicht ausgestandenen Immobilienblase und der damit verbrieften Immobilienkredite, deren Papiere weltweit verteilt wurden, ist noch nicht abschließend erkennbar, welche Banken welche Abschreibungen vornehmen und damit verbundene Verluste realisieren müssen. Soeben gibt es zudem im amerikanischen Kongress Bestrebungen, den überschuldeten Hausbesitzern, zu Lasten der Banken, ihre Schulden teilweise zu erlassen. Das wäre die nächste Schockwelle, die die international vernetzten Banken treffen und womöglich die Pleite LehmanBrothers in den Schatten stellen würde.

Wir wissen, dass Bäume nicht unendlich in den Himmel wachsen können, ebenso Staatsschulden nicht. Ich sage hier argentinische Verhältnisse voraus, den Staatsbankrott. Die Alternative zum Staatsbankrott wäre nicht Inflation, sondern Konsolidierung und Sparen. Beides ist jedoch politisch nicht sonderlich sexy. Wie weit Bevölkerung und Politik vom Realismus entfernt sind, zeigen aktuell wieder zwei geführte Debatten: In Frankreich bestreiken Millionen Menschen die Anhebung des Ruhestandsalters von 60 auf 62 Jahren, obwohl die Franzosen ihre Staatsverschuldung in der Zeit seit der deutschen Wiedervereinigung vervierfacht haben (in Deutschland verdreifachte sich der Wert trotz Wiedervereinigungskosten nur).

In Deutschland führte der Fernsehsender n-tv in der letzten Woche eine Umfrage zum Thema, ob Deutschland seine Zuwanderung stoppen sollte, durch. Eine überwältigende Mehrheit von 94% der Anrufer sprach sich für einen Zuwanderungsstopp aus. Horst Seehofer und Angela Merkel nahmen dies zum Anlass, ihre Politik entsprechend darauf auszurichten, um Wählerstimmen zu gewinnen. Tatsächlich ist Deutschland jedoch inzwischen ein Auswanderungs- und kein Einwanderungsland mehr. Im letzten Jahr war der Saldo negativ. Aus Deutschland wanderten mehr Menschen aus als ein und das, obwohl der deutschen Wirtschaft schon mehr als 400.000 Fachkräfte fehlen. Damit gehen Deutschland jährlich 25 Milliarden Euro Wertschöpfung bzw. ein Prozent Wirtschaftswachstum verloren. Allein bis 2030 gehen dem Arbeitsmarkt altersbedingt 6 Mio. Arbeitskräfte verloren. Das heißt auch, sechs Millionen Beitragszahler für Steuern und Sozialversicherungen gehen dem Land verloren. In Deutschland



angesprochen zum weltweiten Wettbewerb um die klügsten Köpfe, sagte der Arbeitsminister Indiens kürzlich: „Wir brauchen unsere Fachkräfte selbst im eigenen Land!“ Die Politik in Deutschland zu Fremden zu diesem Thema: Geht weg, geht nach Hause, bleibt wo ihr seid. In Australien sagen sie: Kommt her, macht mit! In den Köpfen unserer Politiker wird sich erst etwas ändern, wenn das Kind endgültig in den Brunnen gefallen ist, man das Land vor die Wand gefahren hat. Man wird wie Argentinien, mit einem Staatsbankrott den Wiederaufbau beginnen. Im Gegensatz zu Argentinien haben wir dann jedoch keine Rohstoffe und kaum Kinder.

Die Zurückhaltung, was weitere Kurssteigerungen des Euros anbelangt, liegt vor allem an den schwächeren Aussichten für den Euro-Raum im kommenden Jahr. Trotz aller Unterschiede dürfte die wirtschaftliche Dynamik aller Euro-Länder nach Ansicht der DZ Bank 2011 sichtbar unter den Konsolidierungsmaßnahmen der Staatshaushalte leiden. Insbesondere dürfte der Export unter der Last des starken Euros an Fahrt verlieren.

Wenn eine Währung den Währungskrieg verlieren sollte, dann ist es der Euro. Die Euro-Länder haben kein einheitliches Finanzministerium und werden sich somit kaum auf eine Stimme einigen können. Das sollte Europa vorübergehend einen starken Euro und in der Folge daraus eine schwächere Wirtschaft bescheren. Ob die EU diese Belastungsprobe überstehen wird, bleibt abzuwarten. Als Anleger hält man sich aus diesem Krieg am besten heraus, indem man auf Währungen setzt, die nicht unmittelbar involviert sind. So konnte beispielsweise der Australische Dollar seinen Abstand in den letzten Wochen zum Euro konstant halten, während der US-Dollar im Verhältnis zum Euro wie Butter in der Sonne dahin schmolz.

Die Mehrheit der Marktteilnehmer hat ihre Anlagestrategie auf Inflation ausgerichtet, was insbesondere an der Entwicklung des Goldpreises abzulesen ist. 80 Prozent der Goldpreisentwicklung unterliegen der Spekulation auf eine weiter steigende Inflation. Wird die Mehrheit der Spekulanten das Risiko der Deflation auf ihr Radar bekommen, wird das auch unmittelbare Auswirkungen auf den Goldpreis haben. Wie schnell dann aus dem Gold die Luft entweichen kann, ist anhand historischer Daten aus dem Anfang der achtziger Jahre zu erkennen. Innerhalb kürzester Zeit brach der Goldkurs um mehr als 50 Prozent ein.

Sie sehen, es stehen uns auch weiterhin äußerst turbulente Zeiten ins Haus. Inzwischen muss sich selbst der Kleinanleger Sorgen machen. Zumindest sind es hauptsächlich die Kleinanleger, die den Versicherern die Taschen füllen. Und Versicherer sind wiederum diejenigen, die hauptsächlich in ausfallgefährdete Staatspapiere (siehe Staatsbankrott) investieren. Mit aktiver Unterstützung des deutschen Staates und seiner Gesetzgebung: Per Gesetz (Solvency II) müssen die Versicherer nur bei Investitionen in Staatsanleihen kein zusätzliches Eigenkapital binden. Damit werden ausfallgefährdete Staatsanleihen gegenüber allen anderen Anlagemöglichkeiten besser gestellt. Die Folge daraus ist, dass die Versicherer weiterhin vorrangig in Staatsanleihen investieren und der Staat sich immer wieder Dumme sichert, die seine Misswirtschaft finanzieren.

Sie sehen, im Ernstfall sind selbst bisher sicher geglaubte Sparbücher durch den Verfall des Euros, Festgelder und Lebensversicherungen durch Bank- und Staatspleiten und sogar Goldanlagen durch zu viel Spekulanten nicht mehr sicher. Da hilft nur eins: Als Anleger muss man sich möglichst bereit aufstellen. Heutzutage steht man besser auf vier als auf zwei Beinen. Bricht ein Tischbein weg, bleibt der Tisch immer noch stehen.



Machen Sie es so, wie es die Staaten selber tun: Die Staaten kaufen nicht nur Gold, sie kaufen vor allem Produktivkapital, Immobilien, Ländereien, Aktien, Unternehmensbeteiligungen etc.

Zum Abschluss noch ein Hinweis zum Aktienmarkt. Der Deutsche Aktienindex ist aus seiner mehrmonatigen Seitwärtsbewegung nach oben ausgebrochen und der ifo-Konjunkturindex notiert im obersten Bereich seiner historischen Bandbreite. Entsprechend groß sind schon wieder, die mediale Aufregung und der Börsen- und Wirtschaftsoptimismus. Dabei wird beflissentlich übersehen, dass der ifo-Konjunkturindex kein Frühindikator für den DAX ist, sondern ein gleichlaufender Indikator. Die beiden Indizes erreichen also ungefähr gleichzeitig ihre zyklischen Höchststände.

Auch in den USA richtet sich das öffentliche Augenmerk nicht etwa auf die weiterhin schlechten Frühindikatoren, sondern auf diverse gleichlaufende Indikatoren. Neben den mit plus 0,6 % im Monatsvergleich besser als erwartet ausgefallenen Einzelhandelsumsätzen sorgte in der abgelaufenen Woche der New York Empire Index für gute Stimmung. Er misst die Wirtschaftsaktivität im Technologiesektor und stieg auf ein Viermonatshoch von 15,73 Punkten. Im Oktober 2007 stand der New York Empire Index bei 26,03 und die Einzelhandelsumsätze legten im Monatsvergleich um 0,5 % zu. Nur zwei Monate später begann die längste und schlimmste Rezession seit der Weltwirtschaftskrise. Vor diesem Hintergrund verstehen Sie sicherlich, warum mich die aktuellen Zahlen dieser gleichlaufenden Indikatoren herzlich wenig beeindrucken. Solange die Frühindikatoren keine Entwarnung geben, muss ich bei meiner sehr vorsichtigen und für die Aktienmärkte zurückhaltenden Erwartung bleiben.

Bäume können nicht in den Himmel wachsen. Nach jahrelangem Leben über die eigenen Verhältnisse, ist erst einmal Katerstimmung, also Sparen angesagt. Dies ist zumindest den europäischen Kernmärkten und den USA zugeschrieben und solange Volkswirtschaften wie Indien und China im Weltmaßstab noch recht klein und unterentwickelt sind, die Schwellenländer noch in erheblichen Umfang von den Absatzmärkten in den USA und Europa abhängig sind, ihre Sparquoten noch zu hoch und ihr Konsum zu schwach ist, ist das nicht der beste Zeitpunkt, um jetzt verstärkt in Aktien zu investieren. Das Rückschlagspotenzial an den Aktienmärkten ist deutlich größer als die kurzfristig zu erwartenden Gewinne. Womöglich laufen die Gewinne noch eine Zeit weiter, womöglich bis zum Jahresende. Das reinigende Gewitter dürfte dann jedoch umso heftiger ausfallen.

Aber danach werden wir auch wieder zum Angriff auf höhere Aktienkurse, insbesondere in den Schwellenländern blasen.

Einen schönen Start in die Woche wünsche ich Ihnen!

Heiko Kolodzik