



2008 – was kommt?

Description

Was erwartet uns im kommenden Jahr? J. Sanio, Chef der Bafin, meinte neulich: "Ich fürchte, es kann zu einer Welt-Finanzkrise wie 1931 kommen." Er ließ zwar offen, ob das seine Prognose für 2008 ist, aber rosig wären solche Aussichten allemal nicht.

Schieben wir eine Frage vor: Von wo aus startet das neue Jahr?

Seit etwa einer Dekade beschleunigt sich die Abkopplung der Finanz- von der Realwirtschaft. Dies führte im Jahr 2000 zum Platzen der Technologieblase an den Aktienmärkten und nachfolgend zu einer (milden) Rezession. 2003 begann ein weltwirtschaftlicher Aufschwung, begleitet von einer Hausse-Phase an den Aktienmärkten, die zwar zuletzt brüchiger geworden, aber bisher nicht gebrochen ist.

Während manch kritischer Beobachter an der Eigenschaft der Finanzmärkte, künftige Entwicklungen vorweg zu nehmen, (ver)zweifelt, nehmen die Bullen das als Beleg für deren Robustheit und das wiederum als Zeichen für weiterhin gute wirtschaftliche Perspektiven.

Nichts Neues also? Und damit: Auch 2008 – weiter wie bisher?

Alt ist: Auch 2007 ließ sich mit Blick auf den wachsenden Verschuldungsgrad der öffentlichen und privaten Haushalte, sowie der Unternehmen das hohe Lied des drohenden, flächendeckenden Bankrotts singen, wenn auch noch etwas schriller als zuvor. Zu den fast 9 Bill. Dollar an offiziell ausgewiesenen Schulden des US-Staates kommen 11 Bill. Dollar an Unternehmensschulden und gut 10 Bill. Dollar an privaten Hypotheken hinzu. Bis vor 10 Jahren waren die Schulden der privaten Haushalte noch durch Guthaben gedeckt, jetzt beträgt das Defizit 3,5 Mrd. Dollar. Damit entspricht der summierte Schuldenberg der privaten Haushalte nahezu der Höhe des amerikanischen Bruttosozialprodukts. Diese Quote lag im Jahr 2000 noch bei rund 65 Prozent.

Tatsache ist: Seit dem Jahr 2000 wurde die Finanzindustrie immer erfinderischer, wenn es um die Schaffung neuer Kreditstrukturen geht. Hierzu wurde sie direkt durch die amerikanische Zentralbank, damals noch unter Greenspan, ermuntert und begann in großem Stil, Kredite unterschiedlicher Bonität zu bündeln und Tranchen in u.a. "Asset backed Securities" genannten Finanzprodukten zu verbriefen. So wurde auch die klassische Unternehmensanleihe im Jahre 2004 bei einem Emissions-Niveau von jeweils über 600 Mrd. Dollar von den ABS-Papieren überholt. 2006 stieg deren Volumen auf insgesamt mehr als eine Bill. Dollar. Dass auch Europa kein Hort konservativen Wirtschaftens ist, zeigt sich neben den Krisen um IKB und Sachsen-LB daran, dass im vergangenen Jahr fast 550 Mrd. Euro in ABS-Konstruktionen investiert worden sind.

Tatsache ist: Das Volumen der Gesamtverschuldung in den USA ist heute mehr als zehnmals so hoch wie zu Zeiten der Internet-Blase zur Jahrtausendwende. Beobachter rechnen damit, dass dabei Kredite im Umfang zwischen einer und zwei Bill. Dollar von so geringer Qualität sind, wie das vor 2001 nicht vorstellbar war. Möglich wurde das durch gezielte Lockerungen der entsprechenden Vorschriften durch die Fed vor allem in Richtung privater Kredite. Goldman Sachs schätzt, dass 2005 nahezu 60 Prozent der variabel verzinsten US-Haus-Kredite ohne Eigenkapital vergeben wurden, in der Regel zu Lockzinsen und/oder mit einer Tilgungsaussetzung in den ersten beiden Jahren.

Hinzu kommt: Die Sparquote der amerikanischen Haushalte ist seit 2005 negativ. In 2000 betrug sie



immerhin zwei, 1990 vor der letzten größeren Rezession sogar noch sieben Prozent. Jeder weiß: Ein Schuldner ohne Eigenkapital wird selbst von kleinen wirtschaftlichen Gegenwinden umgeblasen.

Neu ist: 2007 brachte eine Kreditkrise bisher nicht gekanntem Ausmaßes hervor. Viele, direkt oder indirekt in den Büchern der Banken, Hedge-Fonds und Kapitalanlagegesellschaften stehenden "Assets" stehen im Feuer. Im Markt für auf Hypothekendarlehen beruhenden ABS-Papieren findet kein Handel mehr statt, die letzten Preise lagen bis zu 80 Prozent unter den Ausgabekursen. ABS-Konstruktionen sind durch die hohen Kredit-Hebel per se riskant, viel schlimmer aber ist die Unsicherheit – niemand kennt die Höhe des tatsächlichen Risikos. Die großen Notenbanken pumpen in konzertierten Aktionen enorme Mengen an Liquidität in die Geldmärkte. Trotzdem ist die Kreditkrise bisher nicht beigelegt.

Tatsache ist: Die Geldentwertung hat sich in Europa längst vom EZB-Ziel bei rund zwei Prozent verabschiedet. Die auf Basis des Wachstums der Geldmenge berechnete Inflationsrate von rund 8 Prozent entspricht sehr viel besser der "gefühlten" Inflation. In den USA wird aktuell und offiziell eine Teuerung über 3 Prozent p.a. ausgewiesen. Legt man das Wachstum der Geldmenge zugrunde, wären etwa zehn Prozent zu veranschlagen. Auch das entspricht wesentlich mehr den Tatsachen als der Wert der offiziellen Statistik.

Neu ist: Der von den Preisen für Nahrungsmitteln und Energie getragene Preisauftrieb beginnt, sich vom Durchschnitt der Nachkriegs-Periode nach oben abzulösen. Hierfür gelten drei wesentliche Auslöser: Das Wachstum der Weltbevölkerung, der steigende Wohlstand in den Emerging Markets und die Verknappung der für Nahrungsmittel genutzten Anbaufläche durch den zunehmenden Anbau von Energiepflanzen.

Die in den vergangenen Jahren eingeschlagenen Entwicklungslinien spitzen sich zu und erreichen einen kritischen Punkt. Die Konsequenzen sind:

Kurzfristig: Die Schulden haben sich (nicht nur im privaten Bereich) inzwischen derart aufgetürmt, dass jede kleine Erschütterung eine Lawine auslösen kann. Das Prekäre ist, dass die amerikanische Wirtschaft mittlerweile zu gut 70 Prozent vom privaten Konsum abhängt. Wenn der amerikanische Verbraucher auch nur einen Schnupfen bekommt, wächst sich das in der Volkswirtschaft schnell zu einer Grippe aus. Windige ABS-Konstruktionen erhöhen dabei die Labilität noch – um im Bild zu bleiben, das Immunsystem (nicht nur) der US-Wirtschaft ist stark angeschlagen.

Nicht zu vergessen, die Private-Equity-Aktivitäten haben in vielen Fällen dazu geführt, dass Unternehmen ausgezehrt wurden, der hohe Anteil an Fremdfinanzierung erhöht das Pleiterisiko, auch dadurch wird die Stabilität des Systems beeinträchtigt.

Ich rechne mit einer Rezession der Weltwirtschaft, die etwa zur Jahresmitte 2008 beginnen und in Stärke und Länge die jüngsten beiden Rezession übertreffen dürfte. Siehe [Rezessionsindikator](#)

Mittelfristig: Der systemimmanente Weg ist, die skizzierte Situation durch Entwertung der Schulden über anhaltende Inflation in den Griff zu bekommen. Es sieht so aus, dass in der jüngeren Vergangenheit die durch die konsequente Notenbank-Politik des billigen Geldes angeheizte Asset-Inflation in die Gütermärkte übergesprungen ist, wobei inflationäre Tendenzen bei Nahrungsmitteln/Energie und deflationäre bei Industriegütern divergieren. Die Inflations-Erwartungen, wie sie sich aus dem entsprechenden Chart ergeben, laufen zwar noch auf hohem Niveau, ihre Tendenz ist jedoch seit Juli abwärts gerichtet. Eine Rezession dürfte für weiteren Abwärtsdruck bei den Preisen sorgen. Das dürfte den systemimmanenten Weg der Entschuldung erschweren.

Wenn der Verbraucher künftig und nachhaltig mit Verschuldungs-bedingten Belastungen seines Einkommens rechnen muss, wird er seine Nachfrage nach Industriegütern einschränken, erst recht bei hohen Nahrungsmittelpreisen. Dies wiederum führt dazu, dass die Produktion von Nahrungsmitteln und Energie eine größere Bedeutung erlangt. Hierdurch sinkt die Produktivität der Gesamtwirtschaft (ich hatte



mich mit diesem Zusammenhang u.a. in einem Artikel vom 6. Juli 2007 beschäftigt). Dadurch sinken die Wachstumsperspektiven, was insbesondere den Spielraum für den Schuldendienst einschränkt. Dies wäre in meinen Augen das worst-case-Szenario, insbesondere dann, wenn der Inflationierungsprozess, z.B. bedingt durch eine schwere Rezession, sich ins Gegenteil verkehrt.

Übergeordnet: Die Wirtschaft befindet sich bezogen auf die langen Wirtschaftszyklen von Kondratieff bereits in der Phase des Winters, die dadurch gekennzeichnet ist, dass die den gesamten Zyklus tragende Technologie der Elektronik keine neuen, revolutionären Innovationen mehr hervorbringt. In einer solchen Situation steigt die Fehlallokation an Produktionsmitteln und Ressourcen besonders deutlich an, Produktivität und Wachstumsaussichten nehmen stetig ab.

"Seitensprung" (1): Die Anschläge auf das World-Trade-Center im September 2001 hat die Politik zumindest in allen entwickelten Industrieländern zum Anlass genommen, die Bürgerrechte weitgehend einzuschränken und Kontrollmechanismen beispiellosen Ausmaßes einzurichten. Wegen der Gefahr terroristischer Abschlüge? Oder als Vorbereitung gegen mögliche Unruhen als Antwort auf die insbesondere seit der Jahrtausendwende immer weiter aufgehende Schere zwischen arm und reich? Nouriel Roubini, kritischer Volkswirtschaftsprofessor, warnt neben den wirtschaftlichen zugleich vor den sozialen Folgen, wenn "Massen von Menschen tatsächlich obdachlos werden".

"Seitensprung" (2): Die Diskussion um eine mögliche Klimakatastrophe nimmt einen viel zu breiten Raum ein. Ich denke, dass hat seinen Grund auch darin, von den wirklichen Problemen abzulenken, so nach der Devise "wir sitzen alle in einem Boot". Zudem spricht manches gegen die einseitige Fokussierung auf den Treibhauseffekt. Und wenn sich Tausende von Bürokraten in CO₂-spendende Flugzeuge setzen und an irgendwelchen schönen Touristenstränden Luftblasen zum Klimaschutz produzieren, kann es so schlimm nicht sein...

"Seitensprung" (3): Die Nationalstaaten haben sich im Rahmen der Globalisierung selbst kastriert, sich ihrer Möglichkeiten beschnitten. In Europa wurde hierzu eigens ein bürokratischer Moloch namens EU geschaffen. Je unbeweglicher die Nationalstaaten, je mehr hat das Finanzkapital freie Hand. Eine zeitlang mag es durch die Globalisierung zu einer optimaleren Allokation von Produktionsmitteln und Ressourcen gekommen sein. Dieser Punkt ist jedoch seit einer Dekade überschritten.

Damit ist aus meiner Sicht auch klar, dass vor uns eine längere Zeitspanne nicht nur wirtschaftlicher, sondern zunehmend auch sozialer Spannungen liegt. Wie immer aber: Der Weg wird nicht gerade sein, sondern extrem "zackig".

Hinsichtlich der Perspektive für 2008 ist das vermutete Szenario der Preisentwicklung von besonderer Bedeutung: Ich unterstelle, dass die Inflationserwartungen (Gesamtrate) nicht nach oben ausbrechen und in der zweiten Jahreshälfte eher abwärts tendieren.

Eine Anmerkung zur Prognosetechnik. Technische Methoden sind gute Mittel, wenn es um Vorhersagen im Zeitbereich von bis zu sechs Monaten geht. Jenseits davon treten fundamentale Aspekte immer stärker in den Vordergrund. Basierend auf Wochen- oder sogar Monatsschlusskursen lässt sich zwar rechnerisch die Reichweite technischer Methoden strecken, das macht ihren Einsatz als Prognosemittel für längere Zeiträume aber nicht sinnvoller.

Aktien: Kurzfristig dürften die großen Aktienindices ihre jüngsten Hochs angehen und erreichen. Ob sie sie nachhaltig überwinden, halte ich für wenig wahrscheinlich. Vieles spricht aus meiner Sicht dafür, dass wir noch einige Monate sehr volatiler Gipfelbildung sehen werden. Durchaus möglich, dass Anfang des neuen Jahres eine zeitweilige Entspannung auf dem ABS-Sektor die Bullen zusätzlich beflügelt. Momentan wird die Szene noch von Befürchtungen beherrscht, zur Jahresbilanzerstellung könnte es durch Neubewertungen von "Assets" zu erhöhtem Rückstellungs- und Liquiditätsbedarf kommen, weshalb die



Notenbanken im Vorfeld in erheblichem Umfang tätig geworden sind. Spätestens zur Jahresmitte hin sehe ich den Einsatz eine Baisse-Szenarios.

Währungen: Euro/Dollar dürfte zunächst einen neuen Versuch unternehmen, sein zuletzt markiertes Hoch zu "knacken". Insofern wird das Währungspaar, wie in den wesentlichen Phasen der Aktien-Hausse seit 2003 seiner Rolle als Inflationsindikator für Aktien gerecht. Vermutlich wird im Bereich von 1,48/1,49 erneut die Angst vor einem Dollar-Kollaps aufkommen. Je stärker sich die rezessiven Tendenzen der amerikanischen (und der Welt-)Wirtschaft manifestieren, je mehr dürfte sich der Dollar gegen Euro befestigen. Kurzzeitig ist eine überschießende Dollarschwäche denkbar, aber im großen Rahmen sehe ich die Zone um 1,50 gegen Euro als Obergrenze. Auf Sicht einiger Jahre scheint mir sogar die Rückkehr zur Parität möglich. Ich hatte mich mit diesem Thema am 4. und 5. Oktober 2007 in zwei Artikeln beschäftigt.

Dollar/Yen dürfte in Maßen, Euro/Yen hierzu überproportional hoch laufen – zunächst zusammen mit dem Fortschritt der Gipfelbildung bei Aktien. Die so angezeigten, vermehrten Carry-Trade-Aktivitäten offenbaren die Risikobereitschaft der großen Akteure. Im weiteren Verlauf werden die Carry-Trades ihren dominierenden Einfluss auf den Außenwert des Yen Zug um Zug einbüßen, dementsprechend dürfte der Yen stärker tendieren. Da aber anzunehmen ist, dass die japanische Volkswirtschaft sich nicht besser als die Weltwirtschaft entwickeln wird, vermutlich wegen ihrer Altlasten sogar eher schlechter, steht dann eine erneute nachhaltige Abwertung des Yen auf der Agenda. Siehe Chart "[Carry-Trades?](#)".

Rohstoffe: Rohstoffe kommen von zwei Seiten unter Druck. Der alle Rohstoffe belastende Faktor dürfte der übergeordnet erstarkende Dollar sein. Gleichzeitig werden rezessive Tendenzen die Nachfrageentwicklung insbesondere nach Industrierohstoffen bremsen. Der Frühindikator Kupfer ist in diesem Sinne schon vorgelaufen, andere werden folgen. Rohöl dürfte kurzfristig auf 100 bis 110 Dollar hoch gehen, im weiteren Jahresverlauf aber unter Druck kommen, wobei das knapper werdende Angebot das Abwärtspotenzial begrenzt – bei knapp 80, darunter bei 67 Dollar verlaufen wichtige Marken. Im großen zeitlichen Rahmen sollte Rohöl wieder nach oben tendieren, dabei dürfte die Marken von 100, bzw. 110 Dollar jedoch sehr harte Begrenzungen darstellen.

Landwirtschaftliche Rohwaren: Kurzfristig ist mit weiteren Aufschlägen zu rechnen, im weiteren Jahresverlauf dürften die Preise eher seitwärts laufen. Auf Sicht einiger Jahre ist mit einer sehr volatilen Aufwärtsbewegung zu rechnen. Entscheidend wird sein, ob die Aufschläge hier überproportional zu den Abschlägen bei Industriegütern ausfallen, weil dies entscheidenden Einfluss auf die Inflationserwartungen hat ([Chart](#)).

Edelmetalle: Im großen und ganzen dürfte die Synchronität zum Währungspaar Euro/Dollar erhalten bleiben. Vermutlich verhält sich insbesondere Gold aber durch seine Krisenschutzfunktion nach unten weniger elastisch als nach oben. Im Zuge der kurzfristig erwarteten Bewegung von Euro/Dollar gegen 1,49/1,50 dürfte Gold die Region von 870 bis 900 Dollar anpeilen. Nach unten scheint es bei 650 Dollar recht gut abgesichert. Entsprechend hat Silber kurzfristig Potenzial bis gut 16 Dollar.

TBonds: Von der Seite der Zentralbanken, die ihre Dollarreserven zu einem großen Teil in amerikanischen Staatsanleihen angelegt haben, dürfte übergeordnet Verkaufsdruck bestehen bleiben. Die hierdurch steigenden Zinsen dürften jedoch schließlich neue Käufe (möglicherweise von privaten Institutionen) initiieren, insbesondere wenn das Dollar-Kollaps-Szenario abgehakt ist. Ein Teil der TBond-bezogenen offiziellen Währungsreserven dürften in andere "Assets" getauscht werden, was den Dollar stützt. Die "Staatsfonds" dürften versuchen, ihre direkte Einflussnahme über Beteiligungen auszubauen, und zwar insbesondere bei großen Finanzadressen. Insofern ist ihnen deren aktuelle Schwächeperiode in Zusammenhang mit einem zunächst schwach tendierenden Dollar gerade recht. Ich rechne im größeren zeitlichen Rahmen eher weiter mit einer volatilen Seitwärtsbewegung der TBond-Kurse. Ob diese sich im Kontext von einigen Jahren als Gipfelbildung (beim Kurs), bzw. Bodenbildung bei der Rendite erweist, muss sich noch zeigen.