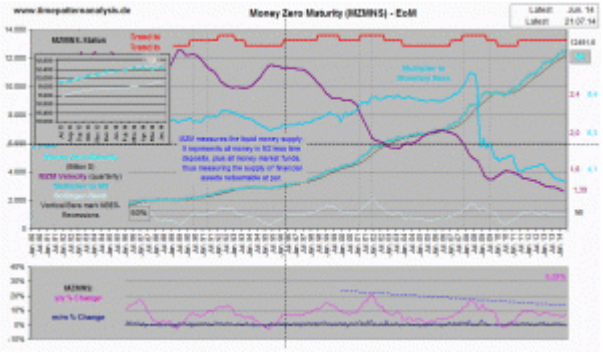
Wachstum – Geldmenge, Sparquote, Verschuldung

Description

Was folgt aus der Entwicklung von Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes für die wirtschaftlichen Wachstumsaussichten? Untermauert eine Untersuchung des Verlaufs von Spar- und Schuldenquote die Ergebnisse?

Irving Fisher (1867-1947) postulierte in seinem Buch “The Purchasing Power of Money” 1911, dass das nominale BIP dem Produkt aus Geldmenge und Geldumlaufgeschwindigkeit entspricht. Analoges gilt für die Summe der Veränderungsraten. Vor einem Jahr expandierte die Geldmenge in den USA im Jahresvergleich mit rund 7%, die Geldumlaufgeschwindigkeit nahm um 4% ab. Das ergab die Erwartung, dass das BIP in den folgenden 12 Monaten um rund 3% wachsen würde, was auch so eintrat. Ende Juni betrug die Ausdehnung der Geldmenge im Jahresvergleich gut 6%, die Umlaufgeschwindigkeit hat um rund 3% abgenommen. Das lässt erneut eine BIP-Ausdehnung von 3% auf Sicht eines Jahres erwarten. Legt man die Inflationserwartung von 1,5% bis 2% zugrunde, sollte das reale BIP in 2014 um 1% bis 1,5% anwachsen gegenüber dem gemittelten Vorjahreswert.



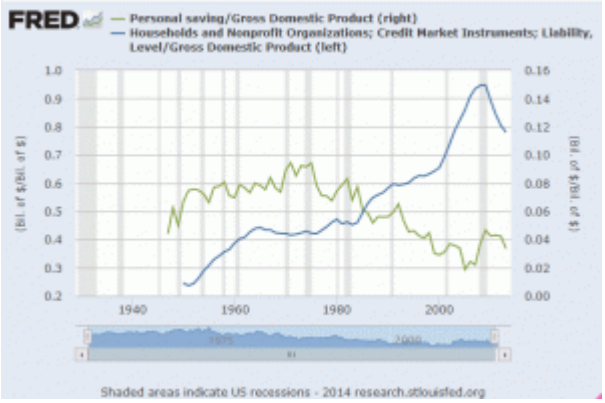
Der anemischen Wachstumsrate steht ein Anwachsen der Schuldenquote und eine drastische Ausweitung der Fed-Bilanz (QE) gegenüber. Die zusätzlichen Geldmittel haben keinen nachhaltigen Boom bewirkt, die übermäßige, v.a. auch die nicht-produktive Verschuldung bremst die Wachstumskräfte aus. Die US-Wirtschaft hat ihre gesamte Verschuldung im ersten Quartal auf fast 350% des BIP gesteigert, nach fast 344% in Q3/2013.

Eine Volkswirtschaft kann von einem Anstieg der Verschuldung in der Tat temporär angeschoben werden. Die Wirtschaftssubjekte steigern damit ihre laufenden Ausgaben, höhere Kredite bewirken ein Vorziehen von künftigen Ausgaben und damit eine Expansion des BIP. Wenn die kreditfinanzierten Ausgaben jedoch keinen Einkommensstrom generieren, der den Schuldendienst finanziert, ist die Konsequenz, dass die Ausgaben in der Zukunft zurückgehen müssen, das BIP dann also wieder schrumpft. Solch ein Strohfeuer verlosch Anfang 2012, als die BIP-Zuwachsrate 5% erreichte.

Stellt man die private Schuldenquote (es ist relativ unbedeutend, welches Schuldenaggregat man nimmt) und die Sparquote gegenüber, würde man intuitiv eine negative Beziehung erwarten: Steigt die Sparquote, haben die Verbraucher die Möglichkeit, ihre Verschuldung zu reduzieren. Umgekehrt, wenn die Verbraucher wenig sparen, müssen sie zusätzliche Ausgaben per Kredit finanzieren.

In diese Beziehung gehen jedoch noch (mindestens) zwei Rahmenbedingungen ein, einerseits die Entwicklung der verfügbaren Einkommen und andererseits die Höhe der Zinsen.

Wenn die Einkommen nachhaltig steigen, kann es dazu kommen, dass die Verbraucher mehr sparen und gleichzeitig ihre Verschuldung ausweiten. Dies war nach Ende des Zweiten Weltkiegs bis in die zweite Hälfte der 1960er Jahre der Fall. Die Zinsentwicklung blieb verhalten, gleichzeitig stiegen die Einkommen deutlich an. Im Chart klar zu sehen, wie in dieser Zeit sowohl Spar- als auch Verschuldungsqote des privaten Sektors „kontra-intuitiv“ synchron stiegen.



Danach verlief die Schuldenquote gut eine Dekade seitwärts, die Sparquote stieg zunächst noch an, bis sie 1975 bei 9,4% ihr langfristiges Topp ausbildete. Mitte der 1980er Jahre leitete die Schuldenquote, parallel zu deutlich sinkenden Zinsen, von einem Niveau bei 46% aus ihren langfristigen Anstieg ein, der bis auf fast 95% in 2009 führte.

Die negative Korrelation zwischen beiden Zeitreihen mit steigender Schulden- und sinkender Sparquote begann Ende der 1970er Jahre und hielt bis 2007 an. Danach kam es im Zuge der Finanzkrise zu Verwerfungen, aktuell ist die Korrelation positiv, Schulden- und Sparquote nehmen gleichzeitig ab. Das kann gut mit dem Zwang zur Entschuldung erklärt werden – Banken müssen einen Teil ihrer Kreditforderungen abschreiben, Verbraucher müssen Sparguthaben auflösen, um Schulden bedienen zu können.

Spar- und Schuldenquote müssen zusammen betrachtet werden, um Aussagen über die künftige Entwicklung der Verbraucherausgaben (und damit der Wachstumsaussichten) machen zu können. Steigen beide gleichzeitig, indiziert das eine Phase nachhaltiger Expansion des BIP, der Effekt, dass vorgezogene Ausgaben zu Kontraktion in der Zukunft führen, ist nicht zu beobachten. Sinken beide (wie aktuell), weist das auf untragbare Verschuldung hin. Laufen beide seitwärts, wie zeitweilig zwischen Mitte 1960 und Mitte 1970, so ist die Aussagekraft hinsichtlich BIP-Entwicklung gering. Laufen sie gegeneinander wie zwischen 1985 und 2007, so zeigt das, dass laufend Ausgaben vorgezogen werden.

Beschleunigt sich der Verlauf der Schuldenquote dann auch noch wie Ende der 1990er Jahre zu beobachten, deutet das darauf hin, dass die Kreditvergabe nach der Terminologie von Minsky zumindest in die zweite Phase (“securitised“) eingetreten ist, in der der ursprüngliche Kredit gewöhnlich durch einen neuen abgelöst wird, so lange die Kreditzinsen gezahlt werden. Erleichtert wird das Spiel durch immer niedrigere Zinsen, wie seit den frühen 1980er Jahre zu beobachten. Um den Kredit-Zirkus am Laufen zu halten, wurden schließlich in der dritten, der „Ponzi“-Phase von Minsky, immer mehr Kredite sogar für fällige Zinsen vergeben. Irgendwann musste dieses permanente Vorziehen von Ausgaben sein Ende finden – 2008 kam es zum sogenannten Misky-Moment.

Keynes hatte richtig argumentiert, dass die Große Depression in den 1930er Jahren durch Unter-Konsum,

bzw. Über-Sparen verschärft wurde. Die Ursache hierfür lag aber im Kredit-finanzierten Über-Konsum der zweiten Hälfte der 1920er Jahre. In den frühen 1930er Jahren war die private Schuldenquote auf rund 250% angewachsen, die Sparquote wurde kurzzeitig negativ. Es dauerte bis in die Jahre des Zweiten Weltkriegs, die übermäßige Verschuldung abzubauen und im Gegenzug eine Sparquote von über 20% aufzubauen. Das legte zusammen mit anderen Faktoren den Grundstein für den in den 1950er Jahren einsetzenden Boom.

Verallgemeinert lässt sich sagen, dass ein nachhaltiger Über-Konsum eine lange Periode wirtschaftlicher Schwäche nach sich zieht. Dabei ist der Über-Konsum die Wirkung, die hierzu eingegangene Über-Verschuldung die eigentliche Ursache. Diese Diagnose gilt auch für den heutigen Zustand der Wirtschaft.

Die größten Volkswirtschaften der Erde haben aktuell in Relation zum BIP eine höhere Gesamtverschuldung als in der Großen Rezession 2008. Die Sparquoten vieler Länder zeigen, dass ihre Haushalte stärker über ihren Verhältnissen leben als vor sechs Jahren. Die OECD erwartet Japans Sparquote für 2014 bei 0,6% – so viel wie 2008. Das ist möglicherweise noch zu hoch gegriffen, weil die Effekte aus der Erhöhung der Verbrauchssteuern im April nicht genügend berücksichtigt sind. Japans Sparquote kommt von über 20% in 1989 her. In der Eurozone wird die Sparquote insgesamt auf 7,9% veranschlagt, 1,5% weniger als 2008. Nimmt man die USA, Japan und Europa zusammen, so wird überall versucht, das Problem des Unter-Sparens durch noch mehr Unter-Sparen zu bekämpfen.

In den USA liegt das Niveau der Treasury-Renditen höher als in vielen anderen industrialisierten Ländern, insbesondere in der Eurozone und in Japan. Das spiegelt das dort im Vergleich momentan stärkere Wirtschaftwachstum wider. Die höheren Renditen geben Anlegern ein zusätzliches Argument, in das lange Ende des Treasury-Marktes zu investieren, wodurch die Renditen auf Sicht einiger Jahre in den Bereich von 1,7% bis 2,3% für 30-jährige Bonds gedrückt werden, wie Hoisington erwartet. Das spiegelt gemäß dem Zusammenhang zwischen BIP-Wachstum und Zinsen eine aufgrund übermäßiger Verschuldung (und geringer Sparneigung) nachlassende wirtschaftliche Dynamik wider und signalisiert, dass sich die Verhältnisse in den USA langfristig an die in der Eurozone und Japan angleichen dürften.

[Unter Verwendung von Material von Hoisington Investment Management]