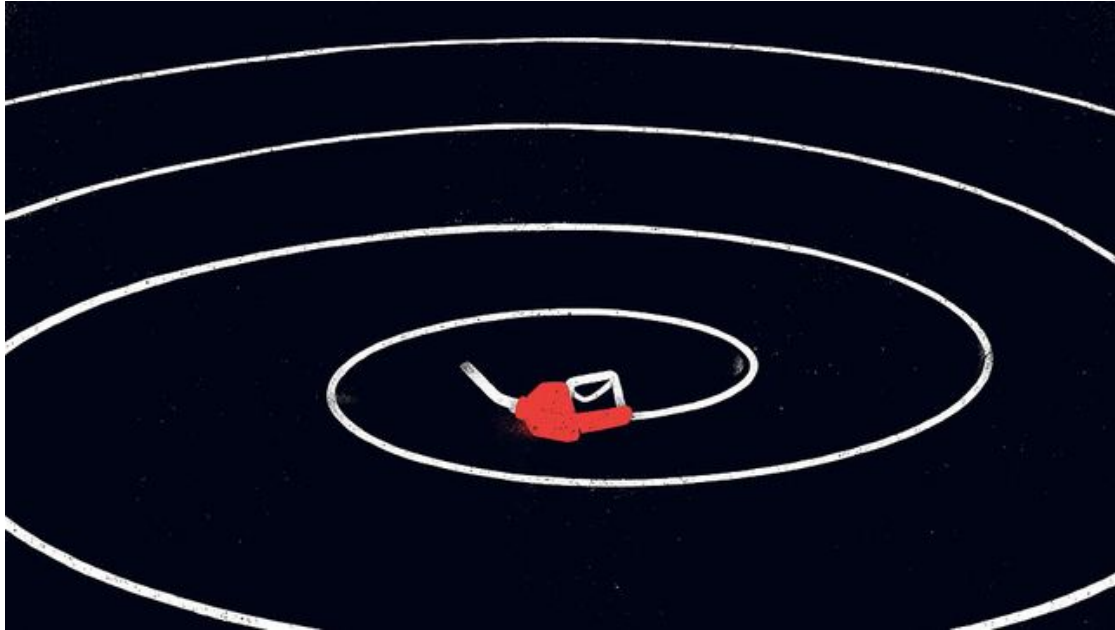


Finanzwelt aus den Fugen

Schuldendeflation – das wahre Monster

Christof Leisinger 16.2.2015



Der Preis für Erdöl war bis vor kurzem in einer Abwärtsspirale gefangen. (Bild: Illustration Sébastien Thibault)

Tiefe Konsumentenpreisindizes haben in den vergangenen Monaten zwar für Schlagzeilen gesorgt. Richtig brenzlig würde es jedoch erst dann, wenn die Vermögenspreise stark zurückgingen.

Die Finanzwelt ist völlig aus den Fugen geraten. War Sparen früher eine Tugend, so wird es heute mit negativen Zinsen bestraft. War einst der säumige Schuldner der Böse, so gelten heute die Bewohner überschuldeter Staaten als unschuldige Opfer gieriger Geldgeber. Verbindlichkeiten sind kein Makel mehr, sondern sogar erwünscht. Nur ein munter laufendes Kreditkarussell Sorge nämlich für mehr Konsum und Investitionen als Voraussetzung für steuerbares Wirtschaftswachstum, so die Logik nachfrageorientierter Ökonomen und ausgabefreudiger Politiker.

Aktivistische Notenbanken

Harze es dagegen, so genüge eine Leitzinssenkung oder eine «Infusion» monetärer Mittel, und bald sei die Wende zum Besseren erreicht. Hatte sich diese Denkweise in den letzten Jahrzehnten etabliert, so schien sie in den vergangenen Wochen angesichts beinahe weltweit fallender Inflationsraten in den Augen der Proponenten immer akuter zu werden. Ihr notorisches Gezeter sorgte für Schlagzeilen und dafür, dass wegen der aufgetretenen «Deflationshysterie» eine Notenbank nach der anderen aktivistisch wurde.

Nachdem die Europäische Zentralbank ein geldpolitisches Stimulierungsprogramm angekündigt hatte, welches im Umfang und auch vom Tempo her die aggressivsten Markterwartungen übertraf, liessen die Reaktionen nicht lange auf sich warten. So leiteten die Notenbanken Kanadas, Australiens, Singapurs, Chinas, Dänemarks, Schwedens, Russlands, Norwegens, der Türkei und nicht zuletzt auch der Schweiz ebenfalls monetäre Massnahmen ein, die noch kurz zuvor undenkbar waren. Weitere mögen folgen.

Die extreme Geldpolitik sprengt langsam alle Grenzen

Enorme Spekulation auf Kredit an der Wall Street



Hohe Vermögenspreise, langsamer Geldumlauf in der Schweiz



Sie alle handeln unter der Prämisse, sinkende Konsumentenpreise seien eine Gefahr, der man geldpolitisch aggressiv begegnen müsse. Am besten sei es, die eigene Währung zu schwächen, um der heimischen Wirtschaft im internationalen Wettbewerb einen Vorteil zu verschaffen und um die Importe zu verteuern, so die Annahme. Allerdings sind solche Strategien aus mehreren Gründen kurzfristig. So ist es fraglich, ob die Rechnung gesamtwirtschaftlich aufgeht, wenn jedes Land gleichzeitig in den Wettbewerb um die Erlangung von Währungsvorteilen einsteigt. Darüber hinaus ist längst nicht sicher, ob Konsumenten aufgrund tiefer Zinsen und hoher Geldmengen alleine automatisch mehr konsumieren und die Unternehmen stärker investieren.

Billiges Geld wirkt nur bedingt

Wenn das Geld trotz den äusserst unattraktiven Konditionen in den Sparstrümpfen stecken bleibt, sinkt die «Geld-Umlaufgeschwindigkeit», und die in den Elfenbeintürmen der Theorie erträumten realwirtschaftlichen Impulse bleiben weitgehend aus. Tatsächlich scheint das in vielen Ländern der Fall zu sein – auch in der Schweiz, wie entsprechende Indikatoren zeigen (Grafik).

Statt zu konsumieren oder in solide Wachstumsinitiativen in Form von Forschung und Entwicklung zu investieren, nutzen Anleger, Konsumenten und Firmen die unerhört günstigen Konditionen an den Kapitalmärkten und erwerben Vermögenswerte, kaufen eigene Aktien zurück, schütten «fremdfinanzierte» Dividenden aus, oder sie kommen für gewagte Übernahmen und den Ausbau von Kapazitäten in scheinbar vielversprechenden Branchen auf.

Inflation der Vermögenspreise

In solchen Phasen nehmen regelmässig die Verbindlichkeiten stark zu, während die Kurse von Aktien und Anleihen von Schuldnern guter Bonität trotz hoher Bewertung massiv steigen und Immobilien schneller teurer werden, als die Einkommen potenzieller Mieter und Käufer zunehmen. Auch nach der jüngsten Krise ist zwar viel über Austerität und angeblich «wachstumsschädliches Totsparen» geredet und geschrieben worden, tatsächlich aber zeigt eine Analyse des McKinsey-Global-Instituts, wie die Verbindlichkeiten von privaten Haushalten, Firmen, Finanzunternehmen und Regierungen beinahe weltweit weiter zugenommen haben. Diese seien zwischen den Jahren 2007 und 2014 um gut 40% auf zuletzt etwa 200 000 Mrd. \$ oder 286% des Welt-Bruttoinlandprodukts gestiegen, heisst es.

Während manche argumentieren, den Schulden stünden Vermögenswerte gegenüber, und während Nachfragebesessene wie etwa der Nobelpreisträger Paul Krugman anhand ihrer primitiven Modelle behaupten, Schulden seien gesamtwirtschaftlich gesehen irrelevant, beweisen Arbeiten von Atif Mian, Amir Sufi, Reuven Glick, Kevin Lansing, Òscar Jordà, Moritz Schularick, Alan Taylor oder Steve Keen das Gegenteil.

Sie konnten unabhängig voneinander eindeutige Zusammenhänge zwischen der Überschuldung privater und öffentlicher Schuldner sowie der Intensität konjunktureller Flaute im Rahmen von Rezessionen und Finanzkrisen herstellen. Würde das Wachstum vor einer Krise jeweils durch die leichte Verfügbarkeit von Krediten künstlich geschürt, würden diese später sogar zur Last, zeigen ihre Analysen.

In der McKinsey-Studie wird sogar ausdrücklich vor den negativen Folgen gewarnt, die die Überschuldung der Konsumenten in den Niederlanden, Südkorea, Kanada, Schweden, Australien und Malaysia haben können.

Schulden als Problem

Problematisch sind in den meisten Fällen nicht die niedrigen Konsumentenpreisindizes, die bei der Herstellung von Konsumgütern aufgrund technischen Fortschritts normal erscheinen, sondern hohe Vermögenspreise. Das zeigt sich am Beispiel von mit Wertpapieren besicherten Schulden, wie sie an der New York Stock Exchange für Wetten auf steigende Notierungen angehäuft werden. Sie gelten als ungefährlich, solange die Preise steigen. Das ändert sich aber abrupt, sobald diese an den Börsen oder Immobilienmärkten nach unten drehen und die Verbindlichkeiten grösser zu werden drohen als der Wert der hinterlegten Sicherheiten. Plötzlich werden Schuldner gezwungen, Aktien, Immobilien und sonstige Vermögenswerte zu liquidieren, um solvent zu bleiben. Folglich geben die Preise und Notierungen weiter nach, das allgemeine Preisniveau beginnt zu sinken, Unternehmen schwächeln, das Vertrauen geht zurück, und die Haushalte horten ihre Mittel.

Negativspirale am Ölmarkt

Am Erdölmarkt zeigte sich in den letzten Monaten, welche Dynamik eine solche Spirale nach unten annehmen kann. Mit fallenden Preisen wurden die hochverschuldeten Erdölfirmen und vor allem auch ihre Gläubiger nach und nach zur Absicherung ihrer Risiken gezwungen – was die Notierung für ein Fass Erdöl der Sorte WTI von 106 \$ vorübergehend auf bis zu 44 \$ fallen liess.

Insgesamt betrachten Marktbeobachter viele der auf hohem Niveau steigenden Aktien- und Vermögenspreise kritisch. Die Zentralbanken hätten ihre Mittel verschossen und könnten im Krisenfall nicht mehr beruhigend eingreifen, fürchten sie. Deswegen tendieren sie dazu, sich bei der Geldanlage auf möglichst sichere und einträgliche Produkte zu konzentrieren. Dazu zählen sie angesichts der positiven Renditen und des relativ starken Dollars amerikanische Staatsanleihen, Bonds solider Unternehmen und Dividendenwerte mit solider Historie. Dagegen raten sie von Rohstoff- und Schwellenländer-Investments sowie von Hochzinsanleihen ab.