

Erstes Frühlingserwachen der deutschen Wirtschaft Auftragseingänge mit positivem Überraschungspotenzial

Deutsche Konjunktur im Fokus

Ohne Zweifel werden die Daten zur Industrieproduktion in Frankreich (Dienstag), Deutschland (Mittwoch) und in Italien (Mittwoch) aufgrund des Kälteeinbruchs im März deutlich zurückgegangen sein, was sogar noch die allgemeinen Markterwartungen enttäuscht haben dürfte.

Die Auftragseingänge (Dienstag) in Deutschland könnten dagegen positiv überraschen und damit eine baldige Verbesserung der Wirtschaftslage signalisieren. Der Hintergrund für die positive Einschätzung sind die VDMA-Auftragseingänge für den deutschen Maschinenbau, die unter Berücksichtigung von Saisoneffekten und der Anzahl an Arbeitstagen im März gegenüber dem Februar um 5,2 % zulegen konnten. Dabei stiegen die Auftragseingänge aus dem Ausland um 12,7 %, während die Auftragseingänge aus dem Inland um 9,6 % sanken.

Ansonsten wird noch der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor (Montag) für die Eurozone und die deutschen Exporte (Freitag) im März veröffentlicht.

In Großbritannien dürfte die Bank von England (Donnerstag) mit aller Wahrscheinlichkeit einen neuen monetären Stimulus beschließen.

Fortsetzung des Spezialthemas der Vorwoche: Bereinigung der Vermögenspreisblase

Die historische Erfahrung zeigt, dass eine Vermögenspreisblase früher oder später automatisch durch eine zu starke Expansion platzt. Auslöser dafür könnte einerseits sein, dass Kreditnehmer ihre Kredite nicht mehr bedienen können, oder dass andererseits einfach die Käufer ausgehen und ab diesem Zeitpunkt die Verkäufer den Markt dominieren.

Ein Beispiel für den letzteren Fall ist die Aktienmarktentwicklung bis zum Jahr 2000, als es starke Anzeichen dafür gab, dass die langjährige Aktienmarkthausse immer mehr Bevölkerungsschichten in den Aktienmarkt zog und es im Jahr 2000 kaum mehr neue Käufergruppen gab. Empirische Studien zeigten dabei insbesondere, dass die Ausbreitung von Epidemien und das Entstehen immer neuer Käufergruppen bei einer Vermögenspreisblase eine sehr ähnliche Dynamik aufweisen.

Ein Beispiel für den ersteren Fall ist die Finanzmarktkrise seit 2007, die durch große Verluste auf die Kreditportfolios bei der amerikanischen Investmentbank BearStearns und bei der deutschen IKB-Bank ihren Anfang nahm. Bei einem Kreditausfall verkauft in der Regel der Kreditgeber die für den Kredit gestellten Sicherheiten am Markt und löst damit eine Abwärtsspirale bei dem betroffenen Vermögenspreis aus, wie etwa der dramatische Einbruch der Preise am amerikanischen Immobilienmarkt gezeigt hat.

Dadurch entstehen immer größere Verluste bei immer mehr Kreditgebern, was unweigerlich einen Kollaps des Bankensystems zur Folge hat. Dementsprechend ist die Wirtschaftspolitik gezwungen, das Bankensystem mit fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen zu stützen, um die Kreditversorgung in die Realwirtschaft zu gewährleisten. Die fiskalpolitischen Maßnahmen wie die Rekapitalisierung des Bankensystems führen dazu, dass zuvor private Schulden in öffentliche Schulden umgewandelt werden.

Darüber hinaus verhindern die umfangreichen Liquiditätsschritte der Zentralbanken, dass die Banken Wertpapiere verkaufen oder Kredite zurückrufen müssen.

Kapitalmarktausblick KW 19

Freitag, 3. Mai 2013

Dementsprechend können dadurch das Bankensystem und die Realwirtschaft stabilisiert werden – jedoch zu dem Preis, dass die Schulden weiterhin existieren, ebenso wie die damit verbundene Überschussliquidität. Alles Geld in unserem Wirtschaftssystem wurde durch die Vergabe von Krediten geschaffen.

Wie schon in der Vorwoche hergeleitet, reflektiert der rasante Anstieg der Verschuldung in den vergangenen 30 Jahren eine Kreditaufnahme zur Finanzierung von Finanztransaktionen. Der kontinuierliche Anstieg der Verschuldung hatte immer größere Vermögenspreislampen und dementsprechend immer größere Finanzmarktkrisen zur Folge.

Grundsätzlich sind vier Szenarien denkbar, wie die exzessive Verschuldung abgebaut und damit im gleichen Zuge den Schulden zugrundeliegende Vermögen entwertet werden können. So scheint das derzeit von der Politik und den Zentralbanken bevorzugte Szenario das der finanziellen Repression zu sein. Die Verschuldung soll demnach durch künstlich niedrige Zinsen und eine kontrollierte Inflationsrate über einen langen Zeitraum abgebaut werden. Das Risiko bei dieser Strategie ist, dass die Inflation außer Kontrolle geraten könnte, da die Zentralbanken ihre Glaubwürdigkeit verlieren und die Inflationserwartungen als maßgeblicher Einflussfaktor für die Inflationsentwicklung deutlich steigen könnten. Die Gefahr des Glaubwürdigkeitsverlustes ist sicherlich dann am größten, wenn die Zentralbanken den Finanz-

märkten die Liquidität entziehen müssten, es jedoch aus politischen oder anderen Gründen nicht tun.

Darüber hinaus besteht jedoch auch das Risiko, dass die Geldpolitik zunehmend an Effektivität verliert, die Realwirtschaft zu stimulieren, was einer Liquiditätsfalle entsprechen würde. In diesem Fall würde es zu einer Abwärtsspirale der Konjunktur kommen, da die Fiskalpolitik derzeit in vielen Ländern nicht handlungsfähig ist. Die Verschuldung würde sich in diesem Fall durch umfassende Kreditausfälle abbauen. Zuletzt besteht natürlich auch das Risiko, dass die Verschuldung durch staatliche Zwangsmaßnahmen wie Kapitalverkehrskontrollen oder Sondersteuern abgebaut werden soll.

Derzeit erscheint das Szenario der kontrollierten Inflation am wahrscheinlichsten. In diesem Szenario ist mit einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld zu rechnen. So dürfte beispielsweise die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen je nach wirtschaftlichem Umfeld in einem Korridor zwischen 1,0 % und 3 % seitwärts tendieren. Jedoch bestehen nach wie vor große Risiken, dass die Inflation außer Kontrolle geraten könnte. Die amerikanische Fed dürfte als erste Zentralbank in die Verlegenheit kommen, den Finanzmärkten die Liquidität entziehen zu müssen. So dürfte die Arbeitslosenquote schon im Frühjahr 2014 die kritische Marke von 6,5 % erreichen. Es wird sich dann zeigen, wie gut die amerikanische Zentralbank die Inflationserwartungen verankern kann.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

