



KOMMENTAR ZU WIRTSCHAFT UND POLITIK 18/5/2018

Risse im Konjunkturaufschwung

Der Konjunkturzug könnte entgleisen

von THOMAS MAYER

- An der weltweit hohen Verschuldung könnte der gegenwärtige Konjunkturaufschwung zerbrechen.
- Steigende Zinsen in den USA und ein stärkerer US Dollar bringen hoch verschuldete und schlecht regierte Schwellenländer unter Druck.
- Die Probleme der Schwellenländer könnten auf Europa übergreifen.

An der weltweit hohen Verschuldung könnte der gegenwärtige Konjunkturaufschwung zerbrechen. Steigen die Zinsen oder fallen die Einkommen, könnte die hohe Schuldenlast die nächste Finanzkrise auslösen, die in eine Wirtschafts- und schließlich Geldkrise führen könnte.

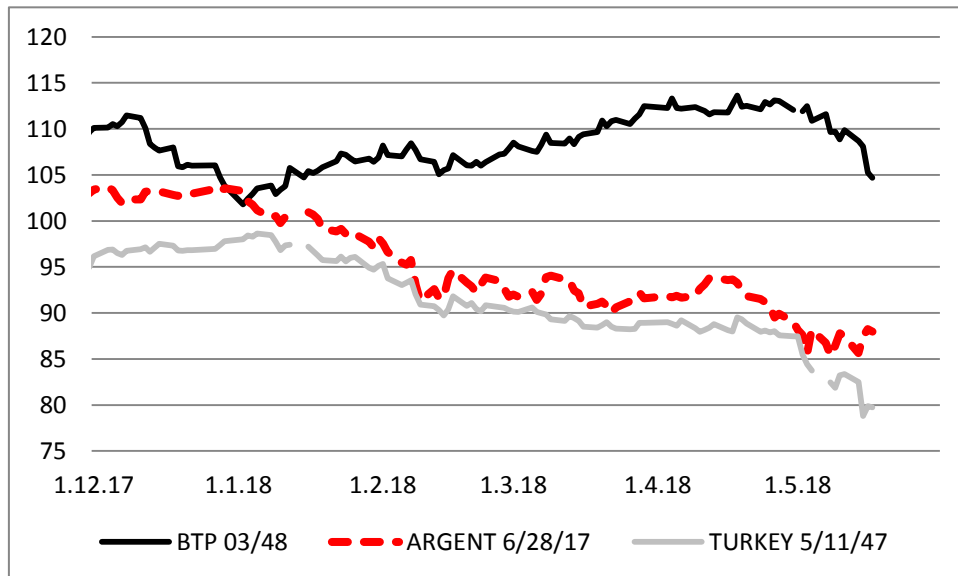
Solange dies nicht der Fall ist, scheint der Konjunkturaufschwung wie in einer Zeitschleife gefangen. Jedoch mehren sich die Blitze, die darauf hindeuten, dass die Zeitschleife reißen könnte. Solche Blitze waren jüngst der Kollaps des argentinischen Pesos, der das Land veranlasste, Unterstützung beim Internationalen Währungsfonds zu suchen und der Absturz der türkischen Lira. Probleme in den Schwellenländern könnten auf exponierte Länder der Europäischen Union übergreifen. Jüngste Beispiele dafür sind der Anstieg italienischer Rentenrenditen und die Schwäche des polnischen Zloty.

Argentinisches Gewitter

Seit seiner Wahl im Jahr 2015 versucht Präsident Mauricio Macri die argentinische Wirtschaft auf einen marktwirtschaftlichen Kurs zu bringen. Die internationalen Anleger schienen ihm dabei zunächst zu vertrauen und kauften vor einem Jahr willig eine Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 100 Jahren. Seit Anfang dieses Jahres laufen die Dinge jedoch aus dem Ruder. Der Preis der Staatsanleihe ist um gut 15 Prozent gefallen und der argentinische Peso abgestürzt, obwohl die Zentralbank ihren Leitzins zeitweilig auf 40 Prozent angehoben und am Devisenmarkt heftig interveniert hat. Was ist geschehen?



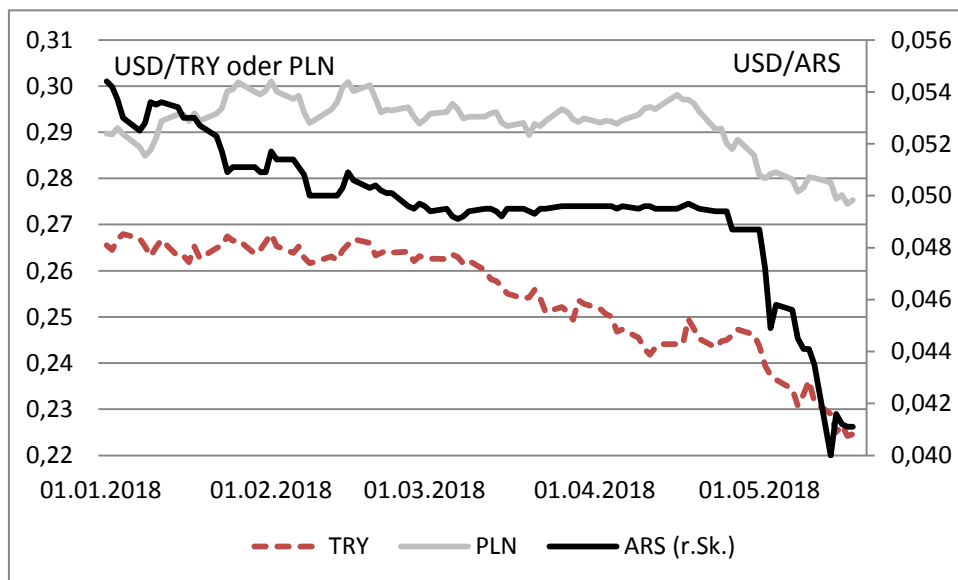
Grafik 1. Anleiherenditen in Argentinien, Türkei und Italien



BTP 03/48 ist eine 30-jährige Anleihe des italienischen Staats, ARGENT 6/28/17 ist eine 100-jährige US Dollar Anleihe des argentinischen Staats und TURKEY 5/11/47 ist eine 29-jährige US-Dollar Anleihe des türkischen Staats.

Quelle: Bloomberg

Grafik 2. Wechselkursentwicklung gegenüber dem US Dollar



Kurse der türkischen Lira (TRY), des polnischen Zloty (PLN) und des argentinischen Peso (ARS) gegenüber dem US Dollar.

Quelle: Bloomberg



Heimische Fehler spielten eine Rolle. Die Zentralbank senkte im Januar voreilig den Zins und das Parlament stellte sich gegen Macris Reformen. Wichtiger war aber vermutlich, dass die Erwartungen für Zinserhöhungen in den USA und damit der Wechselkurs des US Dollars angestiegen sind. Höhere Zinsen und ein stärkerer US Dollar sind Gift für Länder, die hoch international verschuldet sind und einen gewichtigen Teil dieser Schulden in US Dollar aufgenommen haben. Die Anleger fliehen aus der Währung und den Schuldnern wachsen die Dollar-Verbindlichkeiten über den Kopf.

Türkische Schwäche

Inzwischen ist Argentinien kein Einzelfall mehr. Seit dem Herbst fällt die Türkische Lira, besonders stark in der vergangenen Woche. Die türkische Regierung unter Präsident Erdogan hat die Konjunktur durch Anreize zur Kreditaufnahme aufgeheizt. Dabei stieg auch die Verschuldung gegenüber ausländischen Gläubigern auf zuletzt 53 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Ein erheblicher Teil davon ist in US Dollar denominated. Zwar hat die Türkei ein etwas geringeres Budgetdefizit als Argentinien (2,3 % des Bruttoinlandsprodukts gegenüber 6,5 % im vergangenen Jahr), dafür aber ein wesentlich höheres Außenhandelsdefizit (5,5 % gegenüber 4,8 %). Vor allem aber hat sie einen Präsidenten, der Anleger mit der Aussage verschreckt, dass er die Zentralbank an die Kandare nehmen und persönlich dafür sorgen will, dass die Zinsen niedrig bleiben.

Italienisches Gewitterleuchten

Seit sich die Lega Nord und Fünf-Sterne Partei auf dem Weg zur Bildung der nächsten Regierung Italiens befinden, ergreifen Anleger die Flucht aus italienischen Staatsanleihen. Der Kurs der dreißigjährigen Anleihe ist seit ihrem letzten

Hoch am 18. April dieses Jahres um 8 Prozent gefallen. Dementsprechend sind die Zinsen gestiegen. Angesichts der extrem hohen Staatsverschuldung von über 130 Prozent des BIP sind Zinserhöhungen für den italienischen Staat sehr schwer verdaulich.

Polnische Bedenken

Für geraume Zeit waren Rentenanlagen in Polen bei internationalen Anlegern recht beliebt, da sie dort deutlich höhere Zinsen als in den meisten anderen Ländern der Europäischen Union bekamen. Seit sich die polnische Regierung auf einem Kollisionskurs mit der Europäischen Union befindet, wachsen jedoch die Bedenken. Die polnischen Staatsfinanzen könnten sich erheblich verschlechtern, wenn die EU-Kommission wegen der Schwächung des Rechtsstaats durch die Justizreform die Strukturhilfen kürzt. Aufgrund dieser Bedenken—und vor dem Hintergrund attraktiverer Zinsen in den USA—ist der Wechselkurs des polnischen Zloty seit seinem letzten Hoch Anfang Februar 2018 um rund 8 % gefallen.

Höhere Ölpreise – höhere Inflation

Mit der Aufkündigung des Iranabkommens durch US Präsident Trump haben sich die Aussichten der Schuldnerländer verschlechtert. Die dadurch ausgelösten Ölpreiserhöhungen verschärfen den Kostendruck auf die Transportindustrie in den USA, die schon jetzt an einem Mangel an LKW-Fahrern leidet. Steigende Transportkosten werden die Internethändler veranlassen, ihre Preise zu erhöhen. Dadurch könnte ein breit wirkender Auftrieb für die Konsumentenpreise entstehen. Bei einer Arbeitslosigkeit auf Rekordtief und Stimulierung der Nachfrage durch die Steuerreform könnte die Federal Reserve ihren eingeschlagenen Kurs der Zinserhöhungen verschärfen. Der aus den USA



kommende Zinsdruck könnte nach Argentinien und der Türkei weitere im Ausland verschuldete Schwellenländer in Schwierigkeiten bringen und die Eurozone erschüttern.

Denn steigt die Risikoaversion der internationalen Anleger, springt der Funke auf die Industrieländer über. Besonders bedroht sind Länder an der Peripherie der Europäischen Währungsunion, die in einer Währung hoch verschuldet sind, welche sie nicht selbst kontrollieren. Sie befinden sich daher in einer ähnlichen Lage wie die in Fremdwährung verschuldeten Schwellenländer. Wie im Fall der Türkei würde die Anfälligkeit der Eurozone weiter erhöht, wenn populistische Regierungen die Verschuldung des Staates rücksichtslos nach oben treiben. Hoch gefährdet ist Italien, wo sich gerade eine Koalitionsregierung der Fünf-Sterne-Partei und der Lega bildet. Beide Parteien haben ihren Wählern eine Politik versprochen, die zu einer erheblichen Ausweitung der Staatsverschuldung führen dürfte (durch Steuersenkungen der Lega und Ausgabenerhöhungen der Fünf Sterne). Eine neue Regierung dieser Parteien dürfte zu einer ähnlichen Konfrontation mit den Institutionen der EU

führen, wie sie die griechische Syriza Regierung provoziert hat. Allerdings ist das Drohpotenzial Italiens erheblich größer als dies bei Griechenland der Fall war.

Konjunkturzug könnte entgleisen

Natürlich würden am Ende auch die USA leiden, wenn die Schwellenländer und mit ihnen die Eurozone vom Anstieg der Zinsen auf Dollaranlagen in die Krise gezogen würden. Aber es könnte eine Weile dauern, bis die USA davon so betroffen wären, dass die Federal Reserve eine Wende in ihrer Zinspolitik einleiten würde. Bis dahin könnte die Weltwirtschaft auf dem Weg in die nächste Rezession sein.

Wie schon des Öfteren erklärt sehe ich am Ende dieser Entwicklung eine breit angelegte Politik der Reflation durch die Zentralbanken, um durch monetäre Finanzierung den vollständigen Kollaps des globalen Schuldengebirges zu verhindern. Bis die Zentralbanken jedoch in die Gänge kommen, könnten aber noch erhebliche Gerölllawinen abgehen.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Prof. Dr. Thomas Mayer; *Redaktionsschluss* 18. Mai 2018