

Das G8 Treffen in L'Aquila hat die erwarteten Ergebnisse gebracht. Keine.

Eine zahnlose Klimavereinbarung mit einem von Indien und China nicht bestätigten Ziel für das Jahr 2050 und eine weitere Absichtserklärung zum Abschluss der Doha Runde bis Ende 2010 waren die beiden 'großen Durchbrüche'. George Clooney weihte einen Kinosaal für die Erdbebenopfer in L'Aquila ein und leistete zumindest praktische Hilfe vor Ort. Wenn denn nur der Doha Zeitplan halten würde, wäre dies kurzfristig tatsächlich eine massive Hilfe für den Welthandel. Wohlwollend zu sehen, dass im G8 Kreis über eine Modifizierung der Gipfelstruktur nachgedacht wird (siehe letzter Kommentar). Wäre eine G14 das Ergebnis (G8+G5 | G5 = China, Indien, Brasilien, Mexiko und Südafrika) würde zwar eine Verbesserung, aber noch immer keine homogene Repräsentanz gewährleistet sein. Diskussionsbedarf gegeben.

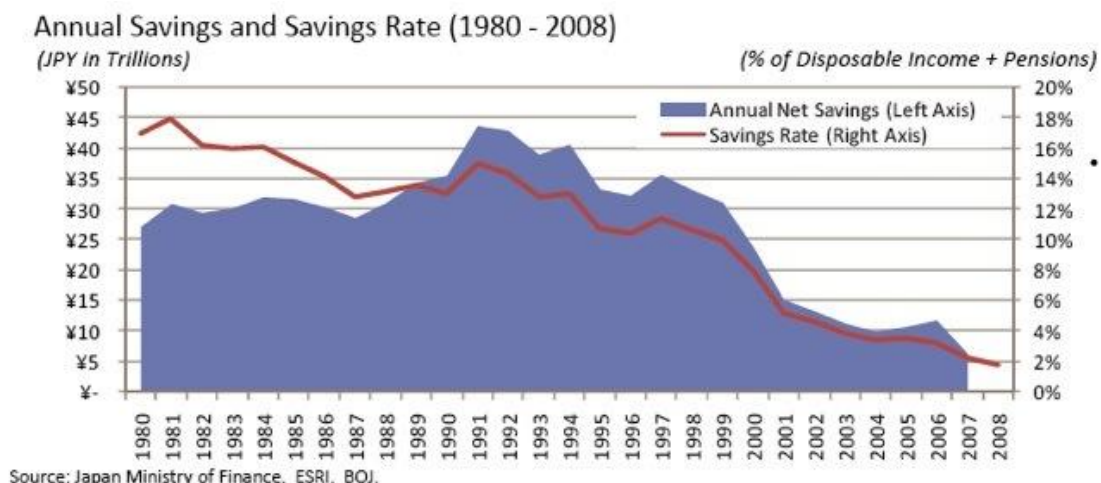
Die G8 Ergebnislosigkeit ist wohl ein Zeichen der weltwirtschaftlichen Schönwetterlage. Lassen Sie uns applaudieren und aufatmen: Die Rezession ist vorüber (FTD 13.07.). Kein Wunder, dass sich der klassische Journalismus zu einer Sternschnuppe entwickelt ...

Der Markt spricht derzeit über die USA, China, Europäische Banken, und wie ein Krisenverlauf a la Japan der 90er Jahre vermieden werden kann. Übersehen wird dabei Japans Gegenwart. Seine Instabilität als dritt-größte Volkswirtschaft der Welt (nach EU & USA) und sein potentieller Ausfall als wichtiger Absatzmarkt, speziell für die USA und China.

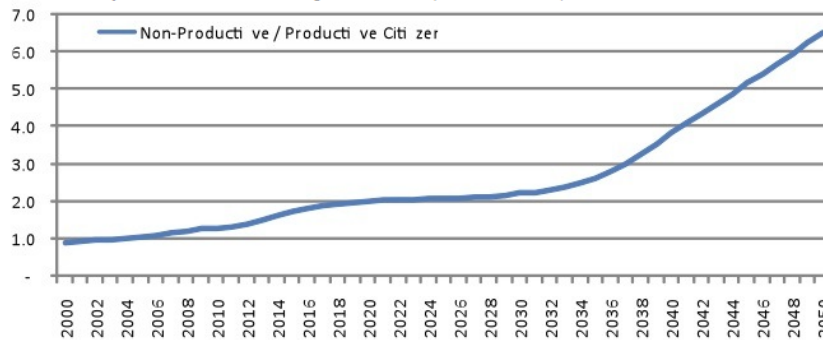
Japans Dilemma

Japans Unternehmensgewinne sind auf einem besorgniserregenden Niveau, die Industrieproduktion verzeichnete ein Minus von 27,5% im Jahresabstand. Die ersten Schätzungen zum GDP im 2. Quartal indizieren ein Minus von 8,2% y/y. Selbst bei fallenden Nominallohnen ergibt dies stark steigende Lohnstückkosten. Produzentenpreise waren im Mai -5,4% y/y tiefer (geht einher mit Eurozone). Seine Exportpreise sanken im Mai um -11,6% y/y um international wettbewerbsfähig zu bleiben. All in all, hat sich Deflation in Japan gut eingenistet.

Bisher konnte der japanische Konsument gut auf Kosten staatlicher Interventionen leben. In den letzten 10 Jahren stieg das debt-to-GDP ratio von 99% auf über 170%, mit dem Ziel, die verlorene Generation der 90er Jahre vergessen zu machen. Vor zehn Jahren lag die Sparrate der Japaner (incl Pensionsvorsorge = Annual Net Savings) bei 12%, nach einem Höchststand von 16 % Anfang der 90er. Investiert wurde dieses Überschusskapital vorwiegend in japanische Staatsanleihen. Dieser Kreislauf erlaubte der japanischen Regierung, sich bei niedrigen 1% weiter zu verschulden. Heute liegt die Rendite der 10-jährigen bei 1,3%.

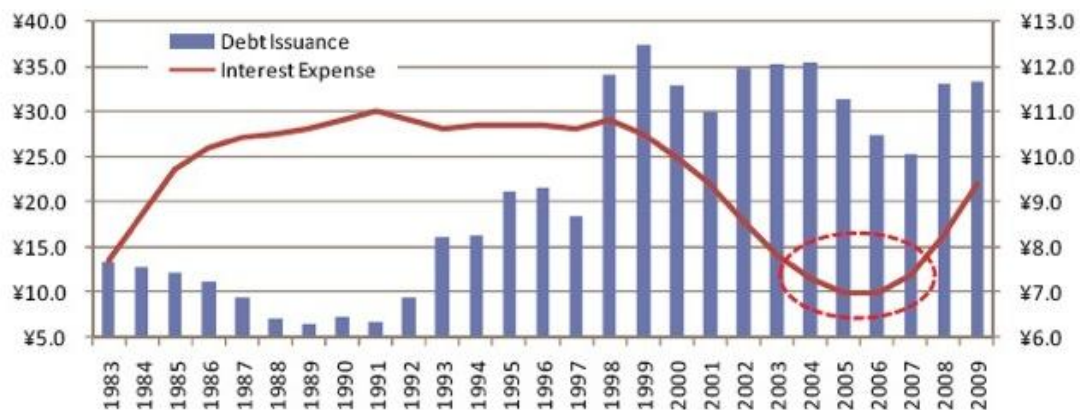


Bisher belastete die üppig anwachsende Staatsschuldenquote den Staatshaushalt nicht maßgeblich. Doch der signifikante demographische Wandel in Japan verändert die Rahmenbedingungen. Mit einer der niedrigsten Geburtenraten weltweit, beschleunigt sich die Alterung des Demographiebaumes. 2009 beträgt das Verhältnis von non-produktivem (unter 15 Jahren und über 64 Jahren) zu produktivem Bürger 1,2. Der nachstehende Chart signalisiert einen Anstieg auf 2 bis 2020, bei weiter steigendem Verlauf.



Mit dem angespannten Demographiebild geht einher, dass sich der Spielraum, die Sparrate hoch zu halten, verringert, weil japanische Pensionisten auf ihre Ersparnisse zurückgreifen müssen. Im ersten Chart ist ein Abfall der Sparrate von 18% (1981) auf 1,8% (2008) zu erkennen. Zudem sind die Annual Net Savings auf 5 Billionen Yen gesunken, gegenüber 40+ Billionen Anfang der 90er. Hier die Sorgenfalten: **2009 will Japan 33 Billionen Yen an Staatsanleihen emittieren!** Die Japanische Pensionskasse wird heuer erstmals zum Nettokreditnehmer. Im Chart below ist klar die negative Korrelation zwischen Staatsschuldenexpansion und Zinsbelastung zu erkennen, geleitet von der steten Senkung der Leitzinsen auf das heutige Niveau von 0,1%. Doch die Firepower der Japanischen Notenbank ist aufgebraucht, weil auch Quantitative Easing lediglich die Verschuldungssituation verschärfen würde. Folglich beginnen die Zinsen, beginnt die Zinsbelastung seit 2006 zu steigen. Total government debt in Japan beträgt zur Zeit 900 Billionen Yen.

Japanese Net JGB Issuance and Interest Expense (FY 1983 – 2009E)
(JPY in Trillions)



Die Zinsbelastung für den veranschlagten japanischen [Staatshaushalt beträgt 2009 bereits rund 24%](#). Die japanische Regierung finanziert weiterhin 30-40% ihres Budgets mit Krediten. Für das Fiskaljahr [2008/2009 sind 35,5% vorgesehen](#) – noch nicht eingerechnet die [13,93 Billionen Yen für den Ende Mai 2009 beschlossenen Nachtragshaushalt](#).

Gretchenfrage: Was passiert, wenn das Zinsniveau weiter steigt, weil die japanischen Sparer zwangsläufig nicht ausreichend als Käufer für die Staatspapiere auftreten und sich Japan nun teurer am internationalen Markt verschulden muss? Die Antwort ist eindeutig. Bei einer Verdopplung der Zinsbelastung ([zz wird im Budget mit 2% auf 10-jährige gerechnet](#)) müssen 50% des Budgets für Zinsen und Tilgung der Staatsschulden aufgebracht werden. Dabei ist eine Verdoppelung ein moderates Szenario. Denn die zu erwartende Nettokreditaufnahme der kommenden Jahre wird Japan auf über 200% Staatsschuldenquote führen. Damit wird der Druck, sich international Käufer finden zu müssen via attraktiver Verzinsung, weiter erhöht. Der japanische Konsument fällt zudem nicht nur als Käufer der eigenen Staatsanleihen aus, sondern auch, wie eingangs erwähnt, als Stütze für den Welthandel. Hier schließt sich der (Teufels-)kreis.

Auswege? Budgetkürzungen oder/ und Steuererhöhungen in Zeiten deflationärer Tendenzen? Wohl kaum. Bleibt die gute, alte 'Pasta' Methode, die Italien vor Eintritt in den Euro-Klub mit Bravour beherrschte: Währungsabwertung, auch wenn der Yen derzeit noch Stärke ggü zB dem USD zeigt. Gemäß dem Motto "If something can't continue, then it won't." wird sich die Weltwirtschaft auf eine Phase ohne Japan als tatkräftigen Konsumenten einstellen und die Tigerstaaten+China einen alternativen Finanzier ihrer Wirtschaftsentwicklung suchen müssen.

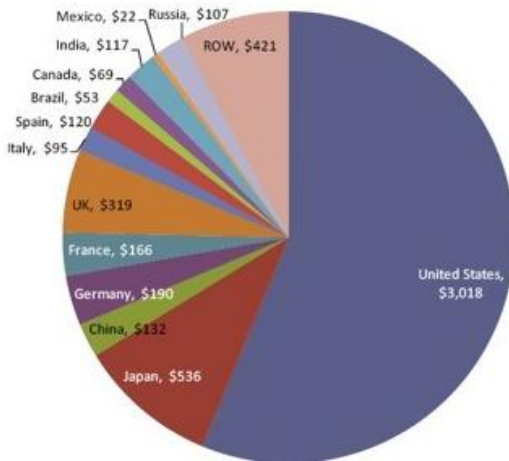
The world is not enough

Wie in meinem Kommentar vom 15.06.2009 erläutert, ist die Frage des Deleveraging der Volkswirtschaften im Allgemeinen, der Banken im Speziellen, nicht gelöst. Zwar wurde durch massive staatliche Interventionen damit begonnen, private Schulden in Staatsschulden umzuwandeln, doch konnte damit Zeit, aber keine Lösung erkauf werden. Nun stehen die Regierungen weltweit vor dem Problem, woher sie denn nur Käufer für ihre Staatsanleihen finden sollen. Für 2009 ist ein Emissionsvolumen an Staatsanleihen in der Höhe von *Achtung!* [5,3 Billionen USD zu erwarten](#).

2009 Global Sovereign Debt Issuance

- New sovereign debt issuance is projected to be \$5.3 trillion globally. Where will it come from?

2009 Projected Sovereign Debt Issuance
(\$ in Billions)



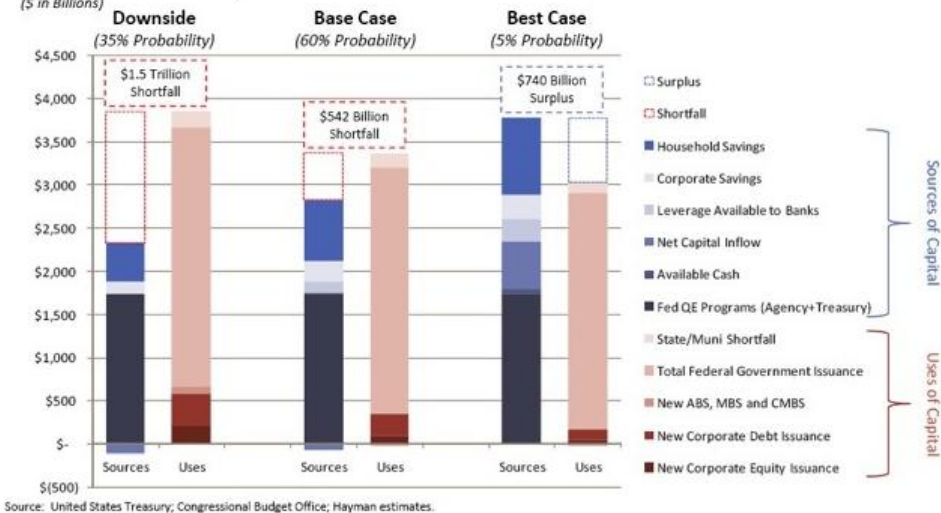
G7	\$ 4,394
EMU	\$ 708
EU-27	\$ 1,063
OECD	\$ 4,822
World	\$ 5,365
5-Yr. Avg. of Mature Economies	\$ 1,429

Die USA alleine meldete Finanzierungsbedarf von USD 3 Billionen rein für staatliche Zwecke an. Nicht eingerechnet der Corporate Sektor. Nachstehend eine Situationsanalyse des US Finanzministeriums für die Finanzierungswahrscheinlichkeit der US Bedarfe (sovereign + corporate):

Potential Shortage of Capital to Fund Treasuries

- The potential for a capital shortfall appears to be a very real danger
- How do the Treasury and the Fed expect to fund the trillions of new debt issuance to come in the following years?

Sources and Uses of US Capital
(\$ in Billions)



Selbst im Base Case gibt es eine Unterfinanzierung der US Neuschulden. Noch nicht eingerechnet die lauter werdenden Stimmen für ein zweites US Stimulus Paket. Laut Berechnungen der Weltbank betrug das [GDP der Weltwirtschaft im Jahr 2008 ca 60 Billionen USD](#). Demgemäß nehmen die Volkswirtschaften 2009 umgerechnet 9 % neue Staatsschulden auf. Für 2010 und 2011 ist nicht mit einer deutlichen Abnahme der Verschuldungsbedarfe zu rechnen, da die Kosten für Sozialsysteme nachlaufend sind. Wollten die G8 oder G20 ein heißes Eisen angreifen, wüsste ich eines ...