



### Regierungen schachmatt? Königsweg gesucht.

Im letzten PS Commentary sprach ich von einem volatilen Bodenbildungsverlauf im Konjunktur-Sinus (bei unterschiedlichen Amplituden je Region), aufgrund der derzeit noch schwach greifenden Strukturreformen, und bestätigte damit meinen Mid-Case.

Eine valide Makro-Analyse zu besitzen ist nicht mehr als ein 'nice to have', wenn sie nicht dazu verwendet wird, über Steuerungselemente und -maßnahmen zur Trajektorie-Korrektur nachzudenken. Wie können Regierungen nun den gordischen Knoten aus Credit-Rating-Protection bei gleichzeitiger Unterstützung der konjunkturellen Erholung lösen?

Mein Interesse an dogmatischen Diskussionen über Ansätze a la Keynes ist stark begrenzt. Würden Politiker aller Couleur verstehen, dass sie konjunkturelle Hochphasen zur Haushaltskonsolidierung zu verwenden haben, wäre künftigen Generationen an Steuerzahlern geholfen. Hier sind Politiker, wie Wähler gleichermaßen in die Pflicht zu nehmen. Ich hörte noch keinen Steuerzahler über direkt erhaltene Wahlgeschenke klagen.

Dass ein stimulierendes Eingreifen des Staates in rezessiven Phasen ökonomisch sinnvoll ist, sollte akademisch, wie empirisch ausreichend erläutert worden sein – außer man zählt sich zur Spezies der US Tea Party Anhänger. Christina Romer, eine renommierte Professorin in Economics (Berkeley), von Obama zum 'Chair of the Economic Council' bestellt, genießt auch nach 1,5 Obama-Jahren einen intakten, unabhängigen Ruf (und einen guten Sinn für Humor, by the way). [In einer Rede Anfang 2009 nahm sie zu den Multiplikationseffekten von Stimuli Stellung](#). Ihre Studien ergaben, dass eine steuerliche Entlastung von 1% des BIPs, eben jenes um 2-3% in den drei Folgejahren steigert. Der quantifizierbare Multiplikator von 1,6 für staatliche Investitionsprogramme dürfe nach ihrer Schätzung tatsächlich höher sein, aber eben schwer zu messen, weil meist in wirtschaftlichen Stresssituationen zur Anwendung kommend. Wie im letzten PS Commentary gezeigt, bestätigt auch das CBO die Wirkung des nun auslaufenden ARRA's. Noch immer nicht überzeugt? Bitte nachlesen bei [Eggertson](#) und [Woodford](#). Kurz, ein temporärer staatlicher Stimulus in Ausnahmesituationen wirkt.

Doch wie geht es weiter?

Die Regierungen in Europa spielen mit dem Feuer. Sie wollen die Märkte mit kräftigen, kurzfristig umgesetzten Sparpaketen beruhigen und riskieren dabei die deflationäre Tendenz weiter zu verstärken. Deutschland's [aktuelle Kerninflation beträgt 0,3%, jene in den USA 0,9%](#). [Wie zuletzt ausgeführt](#), werden die Notenbanken zumindest bis Anfang 2011 nicht an der Zinsschraube drehen können.

Das [nun regierungsseitig verabschiedete Sparpaket in Deutschland verschärft die deflationäre Tendenz und vermindert die Chance, innereuropäische Imbalances abzubauen](#). Deutschland's [Exportstatistik für April](#) zeigt ein unter den Erwartungen liegendes Wachstumsniveau bei Ausfuhren in EU Länder. Die Schere zwischen Export in EU und nonEU (speziell Emerging Markets) öffnet sich weiter. Obwohl in beiden Fällen immer noch dynamisch entwickelnd, machen sich hier erstmals die EU-weiten Ausgabenreduktionen bemerkbar. Die ökonomische Relevanz des deutschen Konsumenten wird seit den Schröder-Reformen untergewichtet (derzeit trägt der Export 55% zum deutschen BIP bei). Die Reformagenda war unabdingbar, weil Deutschland kontinuierlich an Wettbewerbsfähigkeit verlor. Doch erreichte es 2006, 2007 ein ausreichend starkes Wettbewerbsniveau um sich via Stärkung der Konsumenten ggü Schwankungen der Weltwirtschaft hedgen zu können.

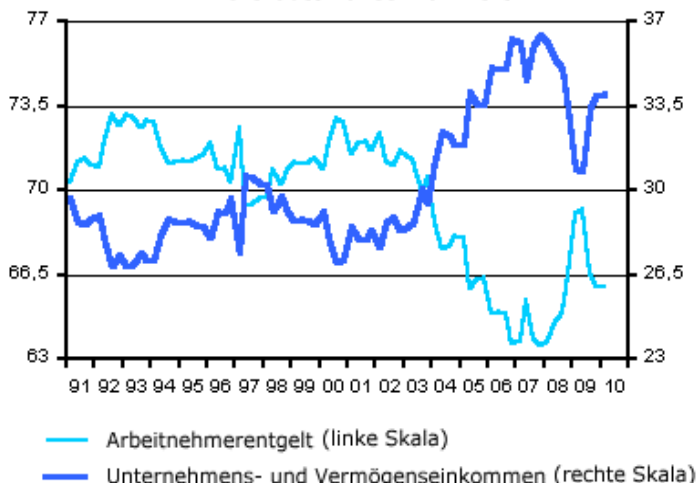
Diese Möglichkeit wurde verpasst. Zwar verhalf die Exportlastigkeit der deutschen Industrie zu einer dynamischen Recovery im letzten Halbjahr, die Volkswirtschaft hingegen verspürt, eben aufgrund einer schwachen Binnennachfrage, keinerlei Momentum. Das [BIP in Q4/09 und Q1/10 stieg in Deutschland um jeweils 0,2%](#) (nicht annualisiert). Eine volkswirtschaftliche Recovery sieht anders aus.

Der Chart zeigt den strukturellen Trend in der Einkommensverteilung zu Gunsten der Unternehmens- und Vermögenseinkommen. Merkel's Berater sind angehalten, die [Relevanz der Binnennachfrage zu verstehen](#).

Mit der defensiven Strategie Deutschlands werden die peripheren Mitgliedsländer der Eurozone ihre Sparanstrengungen nochmals verstärken müssen, um in Relation zumindest einen Teil des Wettbewerbsnachteils aufholen zu können. EU-weit führt dies zu einer „beggar-my-neighbour policy“, sprich, die EU hofft, sich mittels Exportsteigerungen in solventere Regionen aus der Drucksituation befreien zu können. Hochriskant.

## Funktionale Einkommensverteilung

in Prozent des Volkseinkommens



Quelle: Deutsche Bundesbank

©UR

Zum einen, weil die EU verstärkt die Vola der Weltwirtschaft importiert (speziell aber die stark elastische Vola der Emerging Markets), anstatt auf den eigenen, in PPP weltgrößten Binnenmarkt zu setzen. Zum anderen, weil diese Politik die weltweiten Imbalances wieder hochschnellen lässt, dh, eine Macro-Korrektur der Emerging Markets noch wahrscheinlicher werden lässt.

[Fred Bernstein in der FT](#) über den aktuellen OECD Economic Outlook Report:

*“Global imbalances are about to jump again. New estimates from the [Organisation for Economic Co-operation and Development](#) suggest that the sharp decline in the exchange rate of the euro, along with tepid European growth, will produce eurozone surpluses of at least \$300bn (€251bn, £208bn) annually within the next few years. The tightening of fiscal policies throughout [Europe](#) in response to the crisis, along with the new balanced budget amendment in [Germany](#), will both depress domestic demand and require easier monetary policy that will weaken the euro further.”*

Doch der Griechenland-Schock sitzt tief. Don't get me wrong, Ich wies begründet mehrmals auf die Rogoff Studie hin, die übrigens Bernanke gestern in seinem Hearing 'solide' und 'berücksichtigungswert' nannte. Die aktuellen und, vielmehr noch, die projizierten Verschuldungsniveaus der non-commodity based Industrienationen sind erdrückend, besorgniserregend, systemrelevant. Wir können aber nicht mit drei 'Mea Culpa' aus dieser Spirale ausbrechen. Dieser PS Commentary will sich einer Lösung für das Dilemma annähern.

Ausweg gesucht.

Ich bin kein Anhänger der fatalistischen Szenarien. Ich gehe nicht von einem Default der USA oder Frankreich (beispielhaft für ein relevantes EUR Land) aus. Auf mittlere Sicht wird sich jedoch durch die signifikante Differenz des Potenzialwachstums zwischen non-commodity based Industrienationen und Emerging Markets der Drift der tektonischen Machtverschiebung beschleunigen. Keine der supranationalen Institutionen ist darauf vorbereitet. Spannungen dürfen erwartet werden.



Bisher konnten weitgehend protektionistische Alleingänge innerhalb der G20 vermieden werden. Doch Griechenland ließ den Puls der EU Mitgliedsländer (auch den Herzschlag der neuen UK Regierung) hochschnellen. Wie ausgeführt, wurde zu Recht die Aufmerksamkeit auf die galoppierende Verschuldung gelenkt. Nun ist die Verschuldung aber nur Ausdruck struktureller Defizite der Volkswirtschaft und Disziplinlosigkeit der Politiker. Es reicht also nicht, lediglich Sparpakete aufzulegen. Symptombehandlung ist in dieser kritischen Phase unzureichend.

Die EU hat sich in den letzten zwei Jahren stets dann von ihrer starken Seite gezeigt, wenn es Brandherde zu löschen galt (siehe koordinierte Liquiditäts & Stimuli Aktionen 2008 oder das EUR 750 Mrd Auffangnetz für EUR Länder). Doch in der Ausarbeitung einer gemeinsamen EU Strategie zum Abbau der Strukturdefizite (ie Imbalances) und Vermeidung künftiger Brandherde, sprich zur Reform der Maastricht Kriterien oder zur jener der weltweiten Finanzmarktregulierung, zeigen sich die Schwächen des Staatenbundes. Dieser fehlende politische Wille zur Reform geht einher mit großen Opportunitätskosten.

Ausweg gefunden?

Es gibt keine elegante Lösung. Die non-commodity based Industrienationen manövrierten sich sehenden Auges in dieses Dilemma. Nun zahlen sie den Preis dafür. Mein präferierter Ausweg:

- ❖ deflationären Kräften entgegenstellen, indem jene Länder mit guten Refinanzierungsmöglichkeiten via weiterer Stimuli die Binnennachfrage stabilisieren (USA), respektive anregen (Deutschland). Höhere Verschuldung für diese Länder ist die Konsequenz. Doch die gewonnene Stabilität gibt ihnen Zeit ihre jeweiligen Strukturreformen umzusetzen. Von Peripherregionen a la Griechenland kann kein weiterer Stimulus erwartet werden. Hier müssen Sparpakete, wie Strukturreformen (Sozialsysteme, Subventionen, ...) ebenso strikt umgesetzt werden.
- ❖ in Summe kaufen sich die non-commodity based Industrienationen damit Zeit und Stabilität, um ihre Wettbewerbsposition zu verbessern. Rückenwind sollten sie in den kommenden 1-2 Jahren noch von haussierenden Emerging Markets erhalten (die durchwegs ernstzunehmende Anzeichen einer Überhitzung aufweisen).
- ❖ sobald dann die Emerging Markets in eine Konsolidierungsphase eintreten, könnten die Industrienationen wieder als weltwirtschaftliche Wachstumsstützen fungieren.

Zusammengefasst, sollte dieser Weg der Weltwirtschaft eine stabilere Wachstumstrajektorie ermöglichen.

**Eine gute Lösung?**

Nein. Es ist für mich die best-mögliche Lösung.

**Wie wahrscheinlich ist ihre Umsetzung?**

Ich habe meine Bedenken. Das Individuum fürchtet sich vor dem Unbekannten. Regierungen fürchten sich vor dem Markt und geben zZ klein bei (siehe Merkel). Ein Armutszeugnis, dass die Umsetzung der genannten Lösung unwahrscheinlich werden lässt.

--

In der kommenden Woche gibt es eine Analyse zu den wachstumshemmenden Kräften in den USA und der wachsenden Instabilität des chinesischen Wirtschaftsaufschwungs.

"I have now lost faith in the view that giving the markets what we think they may want in future – even though they show little sign of insisting on it now – should be the ruling idea in policy."  
Martin Wolf, FT

**Panthera Solutions. Ihr Partner für**

- + Alternative Portfolio Consulting
- + Hedge Fonds Access & Selektion & Monitoring
- + Makro & Themenanalysen
- + Alternative Investment Deal Brokerage & Strukturierung
- + Alternative Investment Vorträgen & Seminaren



written by ©

Markus Schuller

www.panthera.mc

