

Die W&P-Perspektive

Kollaps der Anleihenmärkte als Risiko

Noch ist der Blick hauptsächlich auf die Bewältigung der aktuellen Corona-Krise gerichtet. Die Explosion der Staatsverschuldung aufgrund der Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen bringt uns aber auch einem Ereignis näher, von dem schon länger die Rede ist, kaum jemand aber daran denken mag, welche Auswirkungen dies haben wird: dem Kollaps der Anleihenmärkte. // Adriel Jost

Weltweit überbieten sich die Regierungen und Zentralbanken zurzeit mit Hilfsprogrammen als Reaktion auf die Corona-Krise. Je mehr, desto besser. Es ist die einzige Möglichkeit, die Wirtschaft am Laufen zu halten. Dies zeigt, wie fragil Volkswirtschaften sind. Ein Stillstand der Wirtschaft für einige Wochen hat unmittelbare und massive Auswirkungen. Nur wenige Unternehmen haben Reserven, um einem solchen Stopp standhalten zu können. Und auch für viele Haushalte stellt sich schon bald die Frage, wie sie ihre Rechnungen zahlen können.

Noch können die staatlichen Massnahmen die Not lindern. Zentralbanken stellen Liquidität zur Verfügung und stärken damit die Banken, die Banken schaffen Geld, indem sie zusätzliche Kredite vergeben und die Regierungen verteilen Geld, nachdem sie selber Kredite aufgenommen haben. Diese Reaktion entspricht dem Vorgehen in vergangenen Krisen. Da global betrachtet nur wenige Haushalte, Unternehmen und Staaten die guten Jahre genutzt haben, um Reserven zu bilden, müssen die Massnahmen aber immer extremer werden, um das Wachstum zu stützen.

Insbesondere die USA haben jüngst alle Register gezogen, um die Wirtschaft vor dem Kollaps zu bewahren. Obwohl die USA bereits bei guter Konjunktur weit über den Verhältnissen gelebt haben, gleisten sie ein massives Fiskalpaket auf. Für das laufende Jahr muss mit einer Neuverschuldung von mehr als 20 Prozent der Wirtschaftsleistung gerechnet werden. Die Verschuldung erreicht damit eine Höhe, welche diejenige während des 2. Weltkriegs in den Schatten stellt (vgl. Abbildung).

Auch die USA gehen an die Grenzen

Die USA können sich eine hohe Verschuldung leisten, weil der Dollar als globale Leitwährung nachgefragt ist,

egal wie die Fundamentaldaten aussehen. Anders sieht es in Schwellenländern aus. Auch diese werden von der Corona-Krise massiv betroffen sein, sowohl gesundheitlich als auch wirtschaftlich. Zusätzlich leiden sie aber darunter, dass aufgrund des schwindenden Vertrauens Kapital aus dem Land abfließt, damit die Währung an Wert verliert und die Preise im Inland steigen. Unterstützende Massnahmen wie Zinssenkungen oder Fiskalpakete sind unter diesen Umständen nur mit Unterstützung des Internationalen Währungsfonds möglich.

Aber auch die USA loten derzeit die Grenzen des Systems aus. Die Nachfrage nach US-Dollars ist zwar da, nicht aber nach Anleihen des amerikanischen Staates. Das Finanzamt hatte bereits grosse Mühe, ihre Anleihen am Markt zu platzieren. Wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich jüngst in einer Analyse festhielt, besteht ein zunehmender Anteil der Investoren in US-Staatsanleihen aus fremdfinanzierten, kurzfristig orientierten Investoren. Diese ergriffen die Flucht, sobald die Volatilität stieg.

Die US-Notenbank *Federal Reserve* musste eingreifen, um das System vor dem Kollaps zu retten. In der Folge versprach die *Fed*, unlimitiert Staatsanleihen zu kaufen, um die Märkte zu beruhigen. Gleichzeitig ist sie auch im Markt für Unternehmensanleihen, für verbrieft Hypotheken und anderen Krediten stark involviert. Nicht nur ist die *Fed* somit komplett abhängig von der Fiskalpolitik geworden, die ganze Wirtschaft hängt vom Gelddrucker ab.

Eine Exit-Strategie fehlt

In vielen Volkswirtschaften verhalten sich die Verantwortlichen ähnlich. Mit neu geschaffenem Geld werden Defizite gedeckt und unsichere Kredite übernommen. Man setzt auf das Prinzip Hoffnung: irgendwie

wird schon alles gut kommen, sobald die Krise überstanden ist. Dass die Wirtschaft über die Schulden «hinauswächst», ist aber unwahrscheinlich. Zu tief sind die Trendwachstumsraten.

Verschiedene Kulturen kannten früher die Idee eines allgemeinen Schuldenerlasses, um die soziale Stabilität und damit den Fortbestand der Gesellschaft zu garantieren. Verschuldete Bauern, die ihr Land verkaufen und sich sogar versklaven mussten, sollten von ihren Verpflichtungen entbunden werden. Tatsächlich zeigt die Forschung, dass allgemeine Schuldenerlasse aber trotz Geboten kaum durchgeführt wurden. Ein allgemeiner Schuldenerlass ist auch heute unrealistisch. Wer gibt sein Vermögen auf, um das System zu retten? So besteht aber die grosse Gefahr, dass es zu einem unfreiwilligen, ungeordneten Neuanfang kommt.

Die Staaten spielen ein gefährliches Spiel

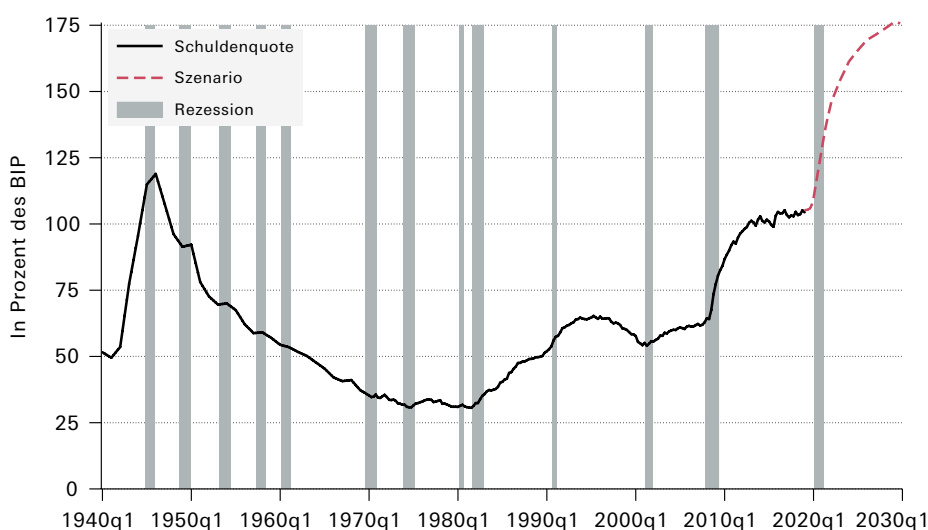
Historisch hat das Zusammenspiel von Fiskal- und Geldpolitik – der Staat gibt Geld aus, die Zentralbank drückt das Geld dazu – immer zu einem Vertrauensverlust in die Institutionen geführt. Es ist zu befürchten, dass es auch dieses Mal keinen Ausweg daraus geben wird. Beispielsweise könnten Probleme in den Wertschöpfungsketten Auslöser höherer Inflation sein. Den Zentralbanken wären die Hände gebunden, weil sie das Wachstum nicht abwürgen könnten. Damit würde das Vertrauen

aufgrund des scheinbar grenzenlosen Zusammenspiels von Fiskal- und Geldpolitik erst recht zu sinken beginnen und die in den letzten Jahren stark gestiegenen Geldmengen sich in Inflation umwandeln. Schulden, und damit die Anleihenmärkte, ständen vor dem Kollaps.

Wann dies soweit kommen könnte, bleibt unklar. Wer darauf schon nach der letzten Krise gewartet hat, wurde eines Besseren belehrt. Auch wenn die jüngsten Massnahmen nochmals extremer wurden, heisst dies nicht zwingend, dass dieses Szenario bald eintreffen muss. Das japanische Beispiel – hohe Schulden und eine Zentralbank, die diese seit Jahren finanziert – lehrt uns ebenfalls, nicht vorschnell ein Ende herbeizurennen. Kurzfristig ist also weiterhin mit einem eher deflationären Umfeld zu rechnen.

Wir sind aber überzeugt, dass die Corona-Krise aufgrund der Wucht und des Ausmasses das Potenzial aufweist, systemische Risiken zu verursachen, die bisher noch undenkbar waren. Stellen wir uns vor, was passieren würde, wenn zurzeit auch in entwickelten Volkswirtschaften Regierungen und Zentralbanken kaum handlungsfähig wären. Dies zeigt, wie dramatisch die Folgen sein können, wenn das Vertrauen überstrapaziert wird – und welch gefährliches Spiel die Staaten, allen voran die USA – aktuell spielen. Die Vorbereitung auf dieses Szenario muss zunehmend Teil einer umsichtigen Planung sein.

Abb. 1: Staatsverschuldung in den USA



Die öffentliche Verschuldung der USA befand sich bereits vor der Krise auf historisch hohem Niveau. Mit der Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen des Coronavirus wird die Verschuldung nochmals massiv ansteigen. Die Abbildung zeigt ein Szenario, das auf dem bestehenden Budgetdefizit, einem deutlichen Konjunkturerinbruch und auf dem bisher verabschiedeten Konjunkturpaket basiert.

Quelle: NBER, OECD, US Office of Management and Budget, Wellershoff & Partners

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Autoren // Adriel Jost, adriel.jost@wellershoff.ch
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P-Perspektive erscheint in deutscher und englischer Sprache.
Redaktionsschluss: 03. April 2020