



We're A Happy Family*

Dr. Jochen Felsenheimer, Telefon +49 89 519966-120, jochen.felsenheimer@assenagon.com

"Fragt nicht, was Euer Land für Euch tun kann, fragt, was Ihr für Euer Land tun könnt."

(aus der Antrittsrede John F. Kennedy's am 20. Januar 1961)

Neuzeitliche Interpretation: Fragt nicht was die Welt für Euer Land tun kann, fragt, was Euer Land für die Welt tun kann.

Alle Welt schaut auf Griechenland und die Eurozone als den potenziellen Auslöser einer erneuten Schockwelle für das globale Finanzsystem. Wir haben unsere Sicht der griechischen Situation bereits ausgiebig dargestellt und dabei versucht aufzuzeigen, dass die Situation lösbar bleibt, indem der Weg zu einer regelgebundenen Transferunion beschritten wird. Ob das ökonomisch sinnvoll ist, sei dahin gestellt. Es kommt aber dadurch nicht unmittelbar zu einer neuen Katastrophe an den Finanzmärkten, da es noch Staaten gibt, die Griechenland Kredite gewähren können. Derweil gibt es auf der anderen Seite des Atlantiks ein Land, das sehr viel schwerwiegendere Schockwellen an das Finanzsystem senden kann, wenn die dortige Entwicklung so weiter geht wie bisher: Die USA. Im Folgenden werden wir argumentieren, dass die wirkliche Gefahr für die Märkte von den USA ausgeht – sollten sich die wirtschaftliche Entwicklung und die Haushaltssituation nicht nachhaltig erholen.

I'm Affected – Es fängt an weh zu tun

Was sich in den letzten Jahren geändert hat

Die Tatsache, dass in den Medien der amerikanischen Schuldenkrise nicht ganz so viel Aufmerksamkeit zu Teil wird wie der europäischen, liegt einfach daran, dass es Letztere gibt und diese aktuell das zentrale Thema für die Märkte darstellt. Trotzdem ist die ökonomische Situation Amerikas während der letzten Monate in den Mittelpunkt der langfristigen globalen Wachstumserwartungen gerückt. Der Auslöser der Misere ist die anhaltende Budgetdiskussion nachdem die USA im Mai die vom Parlament bewilligte Schuldengrenze überschritten hat. Es bleiben zwar einige Sondermaßnahmen (z. B. das Aussetzen von Einzahlungen in Rentenfonds bis hin zum Verkauf von Vermögenswerten bspw. aus dem TARP-Programm), um bis Anfang August die Zahlungsfähigkeit sicherzustellen. Außerdem könnte man argumentieren, dass die anhaltende Budgetdiskussion ein rein politischer Machtkampf zwischen Republikanern

und Demokraten sei, die angesichts der Bedeutung der Situation gelöst wird. Aber diese Argumente ändern eben nichts an der Situation, dass die Staatsverschuldung der USA sich in Sphären bewegt, die nicht mehr als ökonomisch gesund betrachtet werden können.

Zwei (amerikanische) Rating-Agenturen (S&P und Moody's) haben angesichts der dramatischen Haushaltssituation bereits Zweifel angemeldet, ob die USA langfristig ihr AAA-Rating behalten werden. Hierbei wird sich einerseits darauf berufen, dass die USA kurzfristig eine Lösung der Budgetsituation erreichen muss, andererseits aber auch darauf, dass die wirtschaftliche Erholung der USA weitaus weniger stabil ist, als sich die Agenturen das noch aufgrund der immensen Staatsprogramme im Anschluss an die Lehman-Pleite 2008 erwartet hatten.

Der enorme Anstieg der Staatsverschuldung allein würde sicherlich als Kavaliersdelikt verstanden werden, wenn die wirtschaftliche Entwicklung nicht von einer Vielzahl von simultan auftretenden anderen potenziellen Risikofaktoren betroffen wäre. Dazu gehören:

1. Die trotz aller Anstrengungen sehr schwache Entwicklung des amerikanischen Immobilienmarktes.
2. Das nach wie vor sehr fragile Bankensystem, was sich in anhaltenden Schließungen kleinerer Institute aber auch in der sehr überschaubaren Erholung der systemrelevanten Institute (Investmentbanken ausgenommen) widerspiegelt.
3. Das Fehlen eines selbsttragenden Aufschwungs, wobei die Entwicklung am Arbeitsmarkt hierfür stellvertretend herangezogen werden kann.
4. Die Abhängigkeit der USA von externen Refinanzierungsquellen und von solchen, die es eigentlich gar nicht geben dürfte – allen voran die Fed.

Wir werden nachfolgend detailliert auf diese Punkte eingehen, wollten diese aber vorab aufzeigen, da die Kombination all dieser Elemente der USA-Krise elementar für das Verständnis ist, dass dieses Problem keine einfache Lösung erfahren wird. Da alle diese Problembereiche untereinander verknüpft sind, muss eine effiziente Lösung eben sehr viele mögliche Spillover-Effekte mit einbeziehen.



Und warum der Markt erstmals reagiert

Jetzt sind viele dieser Problembereiche auch in den USA nicht neu. Es gab die berühmte Savings- & Loan-Krise Ende der 1980er Jahre, die Budgetsituation war des Öfteren sehr angespannt (Twin-Deficit der 1980er) und das Land hat schließlich die Königin aller Krisen (Great Depression in den 1930ern) überstanden. Letztlich hat die Flexibilität der US-Wirtschaft, die enorme Bedeutung der USA aus globaler Sicht und die Tatsache, dass die USA im Ernstfall auch auf völlig ideologiefremde Maßnahmen (Protektionismus) zurückgreifen, immer dazu geführt, dass Krisensituationen gemeistert werden konnten.

Natürlich kam es dabei auch zu extremen Reaktionen an den Finanzmärkten, sei es ein dramatischer Einbruch am Aktienmarkt (Platzen der Tech- und der Subprime-Bubble) oder ein starker Verfall des USD (Anfang des neuen Jahrtausends aufgrund des riesigen Außenhandelsdefizits der USA). Aber es wurde nie ernsthaft über eine potenzielle Zahlungsunfähigkeit der USA spekuliert.

1-Jahres CDS auf die USA in bps



Quelle: Bloomberg

Das hat sich geändert, wie in obigem Chart abzulesen ist. Nachdem der 1Y-CDS auf die USA noch Anfang Mai in den niedrigen 20ern gelegen hat, ist er innerhalb weniger Wochen auf über 50 bp angestiegen! Der Markt hat also in kürzester Zeit mehr als eine Verdopplung der Ausfallwahrscheinlichkeit eingepreist. Der entscheidende Punkt hierbei ist nicht, ob sich die reale Ausfallwahrscheinlichkeit wirklich verdoppelt hat, sondern einzig und allein, dass die Marktteilnehmer exakt diese Erwartung gebildet haben. Das heißt, dass Versicherung gegen einen Ausfall der USA real gekauft wurde. Die Tatsache, dass der CDS auf diesem Niveau verharrt, spricht gegen die Vermutung, dass dahinter kurzfristige, technisch bedingte Absicherungsstrategien stehen. Vielmehr ist davon auszugehen, dass sich einige Collateral Desks (welche Kontrahentenrisiken absichern) mit kurz laufender USA-Protection eingedeckt haben und dann noch einige

Nachahmer auf diese Positionen aufgesprungen sind (nach Aussagen einiger Marktteilnehmer vermutlich Hedge-Fonds). Es wäre übertrieben von einem Trend zu sprechen – vielmehr haben wir es mit einem Regime-Shift zu tun, der voraussichtlich nachhaltig ist.

Die einzig entscheidende Information aus dieser Entwicklung ist, dass die USA nicht mehr als Safe Haven gesehen werden. Das hat weit reichende Konsequenzen nicht nur realwirtschaftlicher Natur, sondern insbesondere für die globalen Finanzmärkte und sogar für die Stabilität des globalen Finanzsystems. Im Folgenden werden wir versuchen, die ökonomische Situation fundamental einzuordnen, um diese potenziellen Effekte letztlich qualitativ zu beschreiben.

California Sun – Scheint die Sonne noch?

Post Lehman oder post mortem?

Um die jetzige Situation, in der sich die USA befinden, erklären zu können, stellt die Reaktion auf die Lehman-Pleite das zentrale Erklärungsmuster dar. In der dramatischsten Rettungssituation bezüglich des globalen Finanzsystems zumindest in der jüngeren Geschichte am 13. und 14. September 2008 wussten sich die USA nicht anders zu helfen, als signifikante Einschnitte in den Markt (Rettung von AIG mit Staatsgarantien und Zwangs-Merger zwischen Merrill Lynch und Bank of America) mit einem Exempel des freien Marktes zu kombinieren: Dem Insolvenzantrag (Chapter 11) für Lehman Brothers einen Tag darauf. Diese Maßnahmen werden ex post völlig unterschiedlich beurteilt, aber die immensen Verwerfungen an den Kapitalmärkten im Anschluss an die Pleite Lehmans bestärkten die USA in ihren Bestrebungen, regulierend am Markt einzugreifen. Vor allem der amerikanische Gewerbeimmobilienmarkt (und natürlich die GSEs Freddie Mac und Fannie Mae) wurde durch direkte Käufe der Fed gestützt, während die Finanzindustrie durch Bereitstellung von Fremd- und Eigenkapital am Leben erhalten wurde, um weitere Spillover-Effekte zu minimieren.

Die direkten Kosten hierfür (wie in vielen anderen Ländern auch) sind ein Erklärungsansatz für die steigende Verschuldung des Staates, während die indirekten Kosten sogar noch weitreichender sind. Die extrem expansive Wirtschaftspolitik der Folgejahre wurde als logische Konsequenz aus den Lehren der Großen Depression verstanden. Damals reagierte man auf die ersten Schockwellen aus dem Finanzsystem mit restriktiver Geldpolitik und hat damit die Krise befeuert anstatt sie einzudämmen. Konsequenterweise hat man also seit 2008 exakt das Gegenteil umgesetzt und versucht, die Wirtschaft durch extreme Maßnahmen anzukurbeln, um letztlich selbsttragendes Wachstum zu generieren. Die auch an dieser Stelle bereits mehrmals diskutierten



Maßnahmen gipfelten in dem Kauf amerikanischer Staatsanleihen durch die Fed in einem Ausmaß, dass dieselbe jetzt der größte Halter derselben ist (vgl. Newsletter 02/2011).

Hieraus lassen sich zwei schwerwiegende Schlussfolgerungen ziehen:

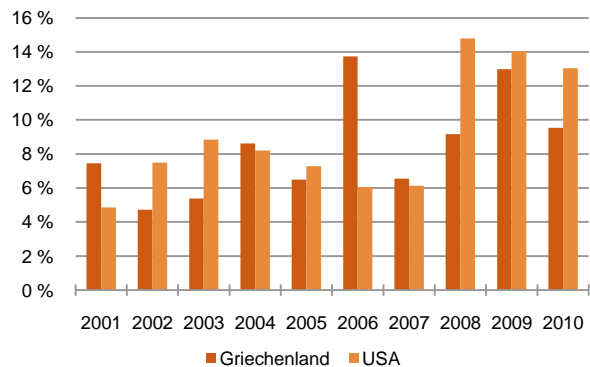
1. Die Staatsverschuldung Amerikas musste angesichts dieser dramatischen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zwangsläufig exorbitant ansteigen, wobei die offiziellen Zahlen die implizit und explizit gegebenen Garantien v. a. für das Finanzsystem nur unzureichend widerspiegeln.
2. Die USA hat mit diesen Hilfsmaßnahmen die Märkte davon abgehalten, ein Gleichgewicht zu finden. Die Bedeutung dieser These wird im weiteren Verlauf eine herausragende Bedeutung zukommen, soviel sei aber jetzt bereits gesagt: Eine Lösung der aktuellen Schuldenproblematik muss diesem Phänomen Rechnung tragen, da auf dem Anpassungspfad mit immensen Verwerfungen gerechnet werden muss. Eine zur Schuldenreduktion zwangsläufig notwendige Rückführung staatlicher Stützungsprogramme zieht nicht nur realwirtschaftliche Effekte nach sich, sondern beeinflusst die Preisbildung in einer Vielzahl von Marktsegmenten, u. a. eben auch denjenigen amerikanischer Staatsanleihen.

Letztlich muss konstatiert werden, dass die amerikanischen Hilfsprogramme nicht die Ursache der Subprime-Krise bekämpft haben, sondern ausschließlich die Symptome derselben. Gerade billiges Geld hat zu der dramatischen Fehlallokation von Liquidität in den amerikanischen Immobiliensektor geführt und die Situation hat sich angesichts der Maßnahmen sogar noch gravierend verschärft. Der amerikanische Finanzmarkt hat von der Überschussliquidität profitiert, aber die Fehlallokation wurde nicht beseitigt, sondern weiter gefördert.

Nun kann man argumentieren, dass außerordentliche Geschehnisse auch außerordentliche Maßnahmen erfordern. Im gleichen Atemzug sollte aber erwähnt werden, dass dies eben auch außerordentliche Fehler mit sich bringen kann. Genau das ist in den USA passiert. Während der Finanzmarkt kurzfristig weitgehend stabilisiert werden konnte, kann man die Stützungsmaßnahmen aus realwirtschaftlicher Sicht allerhöchstens als ein Strohfeuer bezeichnen. Der Aufschwung hat eben keinen selbsttragenden Charakter angenommen, während sich die Haushaltssituation der USA gravierend verschlechtert hat. In der folgenden Darstellung ist das Schuldenwachstum der USA dem Griechenlands gegenüber gestellt. Hier zeigt sich, dass sich die USA in den letzten Jahren stärker neu verschuldet haben als Griechenland!

The Bad and the Ugly ... but where is the Good?

Wachstumsraten der Staatsverschuldung: USA vs. Griechenland (in %, 2001 – 2010)



Quelle: Bloomberg

Es besteht aber durchaus ein weiteres Problem, welches in diesem Chart nicht deutlich wird. Normalerweise interessieren sich Ökonomen für Wachstumsraten und weniger für absolute Niveaus. In diesem Fall sind aber Grenzen überschritten, womit das absolute Niveau der Staatsverschuldung durchaus als relevante Größe wahrgenommen werden sollte. Auch wenn Griechenland seine Staatsschuld in den nächsten Jahren verdoppelt – es wird angesichts der überschaubaren Größe des Landes und dessen Schuld ein global überschaubares Phänomen bleiben. Die Schulden der USA hingegen waren Ende 2010 ca. 30mal so groß wie die Griechenlands! Es handelt sich hier um den größten Schuldner der Welt – und dessen Schuldendelta spielt logischerweise deshalb auch eine viel stärkere Rolle als das Griechenlands.

Verbrannt und überschwemmt

Es sprengt den Rahmen dieser Publikation alle ökonomischen Probleme der USA aufzuzeigen. Wir beschränken uns deshalb auf vier Problembereiche, mit denen unserer Ansicht nach das ganze Ausmaß des Dilemmas offensichtlich wird.

1. Who is next? Das amerikanische Bankensystem

Viele der befürchteten Konsequenzen aus dem Subprime-Debakel sind zumindest den großen (systemrelevanten) amerikanischen Banken bisher erspart geblieben. Vor allem die extremen Marktverwerfungen in 2009 und Anfang 2010 haben gerade den Investment-Banking-Sparten zu Rekordgewinnen verholfen, wodurch viele Probleme in anderen Bereichen überkompensiert werden konnten. Das prinzipielle Problem, in dem sich das US-Bankensystem befindet, konnte aber nicht nachhaltig gelöst werden. Gerade die starke Gewinnentwicklung im Investment Banking hat dazu geführt, dass die notwendige Finanzmarktreformen (Volcker Rule) von Seiten



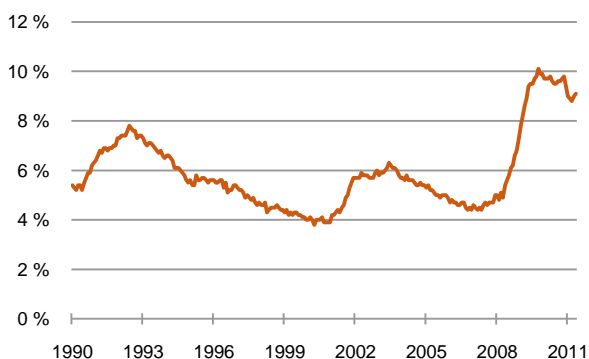
der Banken-Lobby in zentralen Punkten entschärft werden konnte. Die Mechanismen, welche die Subprime-Krise ausgelöst haben, sind nach wie vor intakt und die Geldpolitik tut ihr übriges um die nächste spekulative Blase anzuheizen. Eine neue Schockwelle würde das Finanzsystem allerdings in einer sehr viel fragileren Lage treffen als in 2008. Die FDIC als unabhängiger Einlagensicherungsfonds hat in 2009 und 2010 bereits knapp 300 Banken abgewickelt (140 in 2009; 157 in 2010) und 2011 immerhin noch 44 (Stand: 3. Juni 2011). Optimistisch eingestellt könnte man sagen, dass damit die Schwächsten beseitigt wurden, andererseits gibt es einem zu denken, dass es sogar in dieser Zeit der immensen fiskal- und geldpolitischen Anstrengung zu diesen hohen Zahlen an Problembanken kommen konnte.

Auch was die großen und international tätigen Banken anbelangt, kann noch lange keine Entwarnung gegeben werden, da die Abhängigkeit der großen Banken vom Gewerbeimmobilienmarkt nach wie vor enorm hoch ist. Sehr interessant in diesem Zusammenhang ist die Entwicklung des Ratings des ehemals größten Finanzinstituts der Welt: Der Citigroup. Während das Senior Rating 2008 noch bei AA- (S&P) und Aa3- (Moody's) gelegen hat, bewegt es sich heute bei A- und A3-, mit weiter negativem Ausblick. Lehman war am Freitag vor der Pleite höher eingestuft, nämlich A/A2!

2. Where to go? Die Arbeitsmarktsituation

Die Entwicklung des amerikanischen Arbeitsmarktes unterstützt die These, dass der Aufschwung keinerlei selbsttragenden Charakter entfaltet hat. Die Arbeitslosenquote in den USA liegt trotz aller wirtschaftspolitischer Maßnahmen nach wie vor auf im historischen Vergleich sehr hohen 9,1 % (Mai 2011). In einigen Bundesstaaten sieht die Situation noch verheerender aus, allen voran in Kalifornien mit 12,4 %.

Arbeitslosenquote der USA (1990 – 2011)



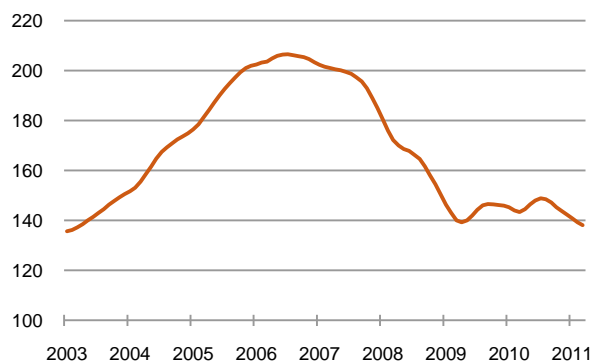
Quelle: Bloomberg

Aber auch die Schaffung neuer Stellen hat in diesem Jahr enttäuscht und der zentrale Wirkungsmechanismus – um positive Multiplikatoreffekte über die Beschäftigung zu erzielen – greift nicht. Letztlich ist das sogar wenig überraschend. Obwohl die USA immense Stützungsmaßnahmen umgesetzt haben, sind diese vor allem dem Finanzsystem und nur zweitrangig der Realwirtschaft zu Gute gekommen. Um aber in die Nähe des Potential Outputs zu kommen, welches eine (fast) elementare Voraussetzung für eine Schuldenreduktion (relativ zum BIP) darstellt, muss sich der Arbeitsmarkt in Richtung der natürlichen Arbeitslosenquote entwickeln. Diese lag in den USA zwischen 1948 und 2010 im Schnitt knapp unter 6 %. Ein weiter Weg.

3. Why to buy? Der Immobilienmarkt

Laut Bloomberg sank der Case-Shiller-Index für 20 amerikanische Städte im März dieses Jahres auf ein 8-Jahres-Tief, während das Volumen an Zwangsvollstreckungen nach wie vor immens hoch ist. Der folgende Chart zeigt, dass der amerikanische Immobilienmarkt bei weitem noch nicht aus der Konsolidierungsphase heraus ist.

S&P/Case-Shiller-Composite-20-Index (2003 – 2011)



Quelle: Bloomberg.
Dieser Index spiegelt die Preisentwicklung am US-Immobilienmarkt wider.

Das Beängstigende hierbei ist, dass der amerikanische Immobilienmarkt (bzw. auch seine Derivate, wie bspw. der Markt für CMBS) einer der Hauptprofiteure der US-Rettungspakete war. Obwohl also der Staat immense Anstrengungen unternommen hat, den Immobilienmarkt zu stützen, kann auf dieser Seite keineswegs Entwarnung gegeben werden. Auch wenn es bereits in den Jahren 2007 und 2008 zu einem gewissen Bereinigungseffekt v. a. in den Kapitalmarktdervativen des US-Immobilienmarktes kam (Abwicklung Subprime-CDOs etc.), besitzt das Gesamtvolumen des Marktsegments nach wie vor ein immenses Risikopotenzial auch für die amerikanischen Banken. Eine weitere Abkühlung der wirtschaft-



lichen Entwicklung (die Fed hat erst kürzlich ihre Wachstumserwartung für 2011 von 3,1 % vom April 2011 auf 2,7 % – 2,9 % reduziert) kann weitere Preisrückgänge am Immobilienmarkt auslösen. Der Teufelskreis ist folglich noch nicht durchbrochen.

4. Who will pay for it? Das Refinanzierungsdilemma

Laut Daten der Deutschen Bank ("QE2 Ending: Who is buying Treasuries, Mortgages, Credits, and Munis?"; T. Slok, Mai 2011) waren 46,9 % der US-Treasuries Ende 2010 in Händen ausländischer Investoren. Zum Vergleich: Ende Q1 2007 waren es 44,1 % und Ende Q1 2003 nur 36 %. Die externe Refinanzierungsabhängigkeit der USA hat folglich in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen, v. a. eben auch durch die bilaterale Abhängigkeit von China, was nun als das "schwache Glied" in der globalen Refinanzierungsmechanik gesehen werden muss. Durch den Kauf amerikanischer Staatsanleihen finanziert China implizit den Export seiner Güter und Dienstleistungen in die USA. Wir haben schon öfter darauf verwiesen, dass dieses außenwirtschaftliche "Pseudo-Gleichgewicht" nur deshalb aufrecht erhalten wird, da es für beide Länder keine bessere Alternative gibt, wobei der Grad der Abhängigkeit inzwischen Dimensionen angenommen hat, die letztlich die individuelle Handlungsfähigkeit beider Länder wiederum einschränkt. Ein externer Schock, der einen der Kontrahenten dazu veranlasst, von dieser Politik abzuweichen, hat dementsprechend drastische Auswirkungen auf dieses Handelsgeflecht im speziellen, aber eben auch auf das globale ökonomische Gleichgewicht im allgemeinen. Später stellen wir ein Szenario dar, in dem eben diese bilaterale Verstrickung an ihre Grenzen kommen könnte, was für die USA eine immense Refinanzierungs-herausforderung darstellen würde.

Blitzkrieg-Bop – Keine schnelle Lösung

Einfach gibt's nicht

Eine Vielzahl von Analysten verweisen bei der aktuellen Schuldenproblematik darauf, dass die USA nach dem 2. Weltkrieg vor einer ähnlichen Herausforderung standen und diese auch gemeistert wurde. In den zwei Jahrzehnten nach dem Krieg konnten die USA ihren relativen Schuldenstand durch Inflation reduzieren. Damals hat es in den USA und auch Großbritannien Phasen gegeben, in denen eine negative Realverzinsung an den Anleihemärkten bestanden hat.

In diesem Zusammenhang wird gerne auf das Schlagwort der "Finanziellen Repression" verwiesen, welches seine Popularität durch die Reinhart/Sbrancia-Studie "The Liquidation of Government Debt" (2011) errungen hat. Während regulatorisch die Nachfrage nach inländischen Staatsanleihen hoch gehalten wird (bspw. über

Vorgaben für Banken und Versicherungen), wird eine Obergrenze für die Verzinsung von Bankguthaben und Staatsanleihen eingeführt. Über diese negative Realverzinsung schafften es die USA und Großbritannien zwischen 1945 und 1980 ihre Staatsverschuldung zwischen 3 % – 4 % pro Jahr zu verringern. Großbritannien hat hier bereits erste Schritte eingeleitet, in dem die FSA das Halten von UK-Staatsanleihen innerhalb des eigenen Bankensystems stärker belohnen möchte.

In einem Inflationsszenario steigen die nominalen Einkünfte des Staates und eben auch das nominale Bruttoinlandprodukt. Aber ohne die Möglichkeit der finanziellen Repression steigen in gleichem Maße auch die Aufwendungen des Staates. Die aktuelle Situation der USA lässt sich jedoch nicht mit der Nachkriegszeit vergleichen, da es vollkommen ausgeschlossen scheint, dass sich Investoren mit einer negativen Realrendite zufrieden geben werden. Der Unterschied zu der Nachkriegszeit liegt einfach darin, dass der ökonomische globale Führungsanspruch der USA (wie er nach dem Krieg bestanden hat) nicht mehr gegeben ist. Die USA werden – verschuldet durch eine laxe Geldpolitik und der laxen Aufsicht ihres Finanzsystems – als der Auslöser der Subprime-Misere gesehen und nicht als das Land, dass die Krisensituation durch entschlossenes Handeln gelöst hat.

Wenn also ein langfristiges Primärdefizit der USA mit einer inflationären Geldpolitik "finanziert" werden sollte, dann würde die Fed auch noch die Reste ihrer bereits in Frage gestellten Glaubwürdigkeit verspielen. Erhöht sie jedoch die Nominalzinsen, steigen die Kosten der künftigen Verschuldung sowie die Kosten, die durch "Roll-Over"-Aktivitäten bestehender Verbindlichkeiten entstehen. Das würde die fiskalische Situation verschlimmern und wäre also völlig kontraproduktiv – auch hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit, dass die USA ihr AAA-Rating behält.

Die (ökonomische) Wahrheit tut weh, aber es bleibt die Wahrheit

In einer bereits vor eineinhalb Jahren erschienenen Studie ("How risk-free are US-Treasuries?" vom 8. Januar 2010) stellt Barclays fest, dass empirisch betrachtet die Effekte der Inflation auf die Einkünfte und Ausgaben des Staates einen kompensierenden Effekt haben. Nur in dem Fall, wenn das Ausgabenwachstum unter der Inflationsrate gehalten werden kann, hat Inflation einen positiven Effekt auf die Staatsverschuldung. Das ist aber in der aktuellen schwierigen, ökonomischen Situation des Landes sehr unwahrscheinlich.

Es gibt auch einige zusätzliche Argumente, die gegen eine erfolgreiche Wiederholung der Inflationierungspolitik der Nachkriegszeit sprechen. Zusammenfassend könnte man es einfach auf den Punkt bringen, indem



man die vollkommen unterschiedliche Situation des Landes aber auch die dramatischen strukturellen Änderungen während der letzten Jahrzehnte instrumentalisiert. Das damalige herrschende Bretton-Woods-System fixierter Wechselkurse unterstützte eine Inflationierungspolitik, da ein Transmissionskanal – und zwar der Wechselkurs – ausgehebelt wurde. Aus der Zinsparitätentheorie wissen wir, dass eine dauerhafte Zinsparität nur bei vollkommener Kapitalmobilität und flexiblen Wechselkursen erreicht werden kann. Wenn man den Wechselkurs fixiert und die Mobilität von Kapital einschränkt, kann man nationale wirtschaftspolitische Maßnahmen sehr viel leichter immunisieren. Genau das ist aber heute nicht mehr der Fall.

Nur in einem Umfeld von finanzwirtschaftlichem Interventionismus (z. B. durch Kapitalkontrollen) kann "Finanzielle Repression" durchgesetzt werden. Während die jüngere Vergangenheit gezeigt hat, dass solche Maßnahmen in kleineren Volkswirtschaften funktionieren können (z. B. wurden in Venezuela 2003 Kapitalkontrollen eingeführt), sind diese für ein dominierendes Land wie die USA kaum möglich, ohne mit dramatischen Rückwirkungen auf ihr nationales und eng mit dem Rest der Welt verbundenes Finanzsystem rechnen zu müssen. Amerika ist ja gerade auf externe Investoren angewiesen und diese lassen sich nicht durch Kapitalkontrollen anlocken. Genau dann, wenn China keine US-Staatsanleihen mehr kauft, verschlimmert sich die Budgetsituation in den USA.

Ein letztes, aber nicht minder wichtiges Argument besteht darin, dass die globalen Finanzmärkte nicht nur sehr viel stärker integriert sind, sondern eben auch existenzielle Veränderungen hinter sich haben. Vor allem die Dominanz von derivativen Produkten und die mit dem Wachstum der Asset-Märkte einhergehende Abkopplung von der Realwirtschaft sprechen gegen eine Politik, die letztlich auf einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Realwirtschaft (Inflation) und den Finanzmärkten (Realzinsen) setzt.

In der aktuellen Situation stehen die USA da wie jedes andere überschuldete Land auch und es bleiben zwei Möglichkeiten: Weniger ausgeben oder mehr einnehmen. Der Transformationsprozess in den USA wird also kein einfacher Weg werden, da die Handlungsalternativen im Vergleich zur Nachkriegszeit stark eingeschränkt sind. Das gilt umso mehr, da der private Konsum in den USA mit einem Anteil von mehr als 70 % nach wie vor die dominierende Wachstumskraft darstellt. Zum Vergleich: In Deutschland und Japan sind es weniger als 60 %, in China gar nur ca. 35 %. Das heißt im Umkehrschluss, dass der Staat selbst nur einen marginalen direkten Wachstumseinfluss ausüben kann.

Chinese Rock – Ob Freundschaft ewig währt?

China zu analysieren ist noch undankbarer als das mit den USA zu tun. Mehr als ein Jahrzehnt weist das Land nun Wachstumsraten von rund 10 % pro Jahr auf und jeder weiß, dass das nicht ewig so weitergehen wird. Das ist ein völlig natürlicher Prozess und lässt sich auch wachstumstheoretisch dadurch erklären, dass der Grenznutzen der Produktionsfaktoren (Humankapital und Investitionen) am Anfang der Wachstumsphase extrem hoch ist. Über kurz oder lang muss das Wachstum zurückgehen – aber die Bestimmung des Zeitpunktes stellt den zentralen Schwachpunkt aller China-Skeptiker dar. Das folgende Argument indes basiert nicht auf Wachstumsannahmen (welche wir zu quantifizieren ohnehin nicht in der Lage wären), sondern einfach darauf, dass sich die chinesisch-amerikanische Allianz ökonomisch im Wandel befindet.

Natürlich hat die Symbiose mit den USA für China nach wie vor eine große Bedeutung – die These jedoch, dass China einzig für den amerikanischen Konsum produziert (und diesen durch den Kauf von US-Staatsanleihen selbst finanziert), was zu einer immensen Abhängigkeit von der amerikanischen wirtschaftlichen Entwicklung führt, lässt sich zumindest im letzten Punkt nicht bedingungslos belegen. Während die USA 2008 in die Rezession geschlittert sind, wuchs China munter weiter. Bei einer Symbiose lässt sich schwer sagen, welcher Partner davon mehr profitiert. Würde man es aber tun, liegt der Schluss nahe, dass die USA aktuell der Hauptprofiteur der Allianz mit China sind. Während bei einer Auflösung des "Faustischen Pakts" (rein ökonomisch betrachtet) China also einerseits einen Exportrückgang hinzunehmen hätte (und in einem Zweitrundeneffekt die Abwertung ihrer Dollarreserven), müssten die USA sich noch ernsthaftere Refinanzierungsorgen machen, was schwerer wiegt.

Es gibt nun viele machtpolitische Erwägungen, deren Realitätsgehalt sich unserer Kenntnis entzieht – aber es ist innerhalb der letzten Monate ein potenzieller ökonomischer Auslöser entstanden, der zu einem Umdenken auf chinesischer Seite führen könnte. Im Mai sind die Verbraucherpreise in China um 5,5 % ggü. dem Vorjahr gestiegen, die höchste Rate seit knapp drei Jahren. Da die Preise für Nahrungsmittel im selben Zeitraum mit knapp 12 % zugelegt haben, sind soziale Unruhen auch in städtischen Gebieten die fast logische Konsequenz. Die Inflation einzudämmen stellt (v. a. vor dem Hintergrund der Geschehnisse in den arabischen Ländern) folglich eine zentrale Maßnahme aus Sicht der chinesischen Führung dar. Rein geldpolitisch kann man natürlich mit höheren Zinsen reagieren, was bei einem zweistelligen Wachstum auch als überschaubares Risiko eingeschätzt werden kann. Aber man kann natürlich auch außenwirtschaftliche Maßnahmen ergreifen, um den



Anteil der importierten Inflation einzudämmen. China könnte seinen Import einschränken, denn eine dafür notwendige Abwertung des Renminbi erscheint vor dem Hintergrund der Forderung einer Aufwertung desselben völlig ausgeschlossen.

Wenn China nun seinen Außenbeitrag erhöht, verstärken sich die globalen Ungleichgewichte zu Ungunsten der USA und die Finanzierungslücke steigt, da weniger Güter exportiert werden. Das "neue" Twin-Defizit würde erheblichen Refinanzierungsdruck auf die USA ausüben. Ohne ein solches Szenario terminieren zu können, stellt das einen potenziellen externen Schock für die USA dar, der die Haushaltproblematik weiter verschärfen würde.

Chain Saw – Die fatalen Folgen

Demokratie und Kapitalmarkt: Zwei wie Pech und Schwefel?

Wir beteiligen uns ungern an Diskussionen, die wir nicht ganz durchblicken, aber dieser kurze Ausflug sei uns gestattet. Letztlich steht nach den Hilfsprogrammen der letzten Jahre für die Finanzindustrie (unter dem Vorsitz der USA) genau die Frage im Raum, wie sich demokratische Gesellschaftsprinzipien mit den Mechanismen eines freien Kapitalmarktes vereinbaren lassen. Ein Ausflug in die Verfassungstheorie zeigt diese Problematik sehr deutlich auf. Das berühmte Böckenförde-Dilemma (nachzulesen in Ernst-Wolfgang Böckenförde, "Staat, Gesellschaft, Freiheit"; 1976) besteht darin, dass "der freiheitliche, säkularisierte Staat von Voraussetzungen lebt, die er selbst nicht garantieren kann". Frei zitiert (um die Gefahr des Plagiats abzuwenden), bedeutet das, dass der freiheitliche Staat nur bestehen kann, wenn sich die den Bürgern gewährte Freiheit von innen heraus selbst reguliert. Er kann also keinen regulatorischen Zwang ausüben, diese Freiheit zu garantieren, ohne dabei die Freiheitlichkeit aufzugeben. Die Legitimität des freiheitlichen Staates beruht folglich auf der Gesinnung seiner Bürger, die er eben nicht erzwingen kann.

Übertragen auf die Beziehung zwischen Kapitalmarkt und Staat bedeutet das, dass ein demokratischer Staat nicht in den Kapitalmarkt eingreifen sollte, um im Einklang mit der Freiheitlichkeit stehende Ziele zu erreichen. Er muss also darauf hoffen, dass die Akteure am Kapitalmarkt auch in schwierigen Situationen demokratische Grundprinzipien befolgen. Beispielsweise kann durchaus in Frage gestellt werden, ob ein verfassungsrechtlich verankertes Gleichheitsgebot nicht verletzt wird, wenn der Staat Finanzinstitutionen darin unterstützt, Gewinne zu privatisieren, während Verluste sozialisiert werden ("Lender of last Resort" in einer Demokratie ist immer der Steuerzahler).

Wie können also die USA demokratische Prinzipien mit Hilfe eines Rechtszwanges versuchen zu schützen, ohne dabei zur Diktatur zu werden? Uns ist die Belanglosigkeit dieser These für die Kapitalmärkte durchaus bewusst, aber es war uns ein Anliegen, sie kurz darzulegen.

Wie riskant sind US-Staatsanleihen?

Der eingangs erwähnte Anstieg der CDS-Spreads auf die USA, widerspricht der These, dass US-Staatsanleihen risikolos seien. Aber das gilt für alle anderen Länderanleihen auch. Die Märkte nehmen durchaus potenzielle Rating-Veränderungen vorweg und versuchen das reale Ausfallrisiko zu preisen, nicht das einer Rating-Agentur. Würde man davon ausgehen, dass die Budgetsituation kurzfristig politisch nicht gelöst werden könnte, würde es zwangsläufig zu einem Credit Event auf der CDS-Seite kommen. Die Verwertungsquote sollte allerdings nahe Par zu finden sein, da die entscheidenden Halter von US-Staatsanleihen keine risikooptimierten Renditejäger sind, sondern politisch motivierte Investoren (Fed, China).

Viel realistischer ist ein kontinuierlicher Anstieg der CDS-Spreads, der die Tatsache widerspiegelt, dass die USA um Investoren buhlen werden müssen. Sollten die USA gezwungen sein, neue Investoren anzuziehen, müssen sie eine attraktivere Rendite bieten – steigende Zinsen wären also die logische Konsequenz. Genau hier befindet sich das Land in einem Dilemma. Würde die Fed in der aktuellen Situation die Zinsen drastisch erhöhen, besteht die Gefahr, dass der bereits lahrende Aufschwung weiter an Kraft verliert, was alle Bemühungen, die Staatsschuld zu verringern ad absurdum führt. Letztlich wird die USA nicht umher kommen, eine historische Kehrtwende in ihrem Einnahme- und Ausgabeverhalten umzusetzen.

Der US-Dollar wird langsam (aber mit hoher Wahrscheinlichkeit) seinen Status als zentrale Reservewährung verlieren und eines muss man mit Sicherheit nicht tun, falls man obiger Argumentation nur rudimentär zustimmt: USD kaufen.

Fazit

"Es gibt nichts Falsches in Amerika, das nicht durch all das Richtige in Amerika geheilt werden könnte." (Antrittsrede Bill Clintons am 20. Januar 1993). Zyniker würden vorschlagen, weiter nach dem Guten zu suchen, in der Hoffnung fündig zu werden. Realisten kaufen USA-Protection.

* Die erste Band, die zum zweiten Mal Pate steht für einen Newsletter-Titel. Zu finden auf The Ramones "Rocket to Russia" (1977), laut Rolling Stone dem 105. besten Album aller Zeiten! Eine grandiose Untertreibung.



Kontakte

Assenagon Credit Management GmbH

- Ulrich von Altenstadt
Telefon +49 89 519966-121
ulrich.vonaltenstadt@assenagon.com
- Dr. Jochen Felsenheimer
Telefon +49 89 519966-120
jochen.felsenheimer@assenagon.com
- Konstantin Hammerschmidt
Telefon +49 89 519966-122
konstantin.hammerschmidt@assenagon.com
- Dr. Wolfgang Klopfer
Telefon +49 89 519966-130
wolfgang.klopfer@assenagon.com
- Dr. Jan-Frederik Mai
Telefon +49 89 519966-131
jan-frederik.mai@assenagon.com
- Dr. Jochen Mirth
Telefon +49 89 519966-350
jochen.mirth@assenagon.com
- Christofer Vogt
Telefon +49 89 519966-123
christofer.vogt@assenagon.com

Assenagon Asset Management S.A.

- Hans Günther Bonk
Telefon +49 89 519966-410
hans-guenther.bonk@assenagon.com
- Michael Huber
Telefon +49 89 519966-452
michael.huber@assenagon.com
- Ronald Siebel
Telefon +49 89 519966-420
ronald.siebel@assenagon.com
- Marcus Steudner
Telefon +49 89 519966-451
marcus.steudner@assenagon.com
- Martin Weithofer
Telefon +49 89 519966-450
martin.weithofer@assenagon.com

Assenagon Credit Management GmbH, Franziska-Bilek-Weg 9, D-80339 München, www.assenagon-credit.com

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die die Assenagon Client Service GmbH, München, die Assenagon Credit Management GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.