

MAVEST SPECIAL REPORT

Hat Disneyland ausgespielt?

Die Vereinigten Staaten von Amerika stehen vor dem ökonomischen Bedeutungsverlust. Ein Mix aus höherer Inflation und einer Abwertung des US-Dollar dürfte diesmal nur kurzfristig Entlastung bringen. Langfristig müssen die Vereinigten Staaten zu einem nachhaltigeren Wachstumsmodell finden, das weniger Schulden als wirtschaftliche Antriebsfeder nutzt. Diese Aufgabe des strategischen Umsteuerns hat nach der Finanzkrise noch gar nicht begonnen und dürfte äußerst schmerzhaft in Jahrzehnten verlaufen. Im Kern ist das Geschäftsmodell „Disneyland“ ein Auslaufmodell.

Bislang fanden sich immer wieder genügend ausländische Investoren, die das Spiel von Disneyland mitmachten: Ökonomen formulieren in der Regel zurückhaltender: Weltweit tätige Investoren vertrauen auf die Stabilität und die Stärke der US-Wirtschaft. Sie tauschten Waren gegen US-Dollar und ermöglichten es so den US-Amerikanern, täglich mehr Handelsgüter ein- als auszuführen. Pro Tag importierten die Vereinigten Staaten in den letzten Jahren Waren im Wert von bis zu zweieinhalb Milliarden US-Dollar mehr als sie ausführten. Im Februar betrug das Defizit 45,8 Milliarden US-Dollar. Dieses Phänomen zeigt sich in dem dauerhaften Handelsbilanzdefizit der USA. Für US-Amerikaner war dieses Konzept des Schuldenmachens als Volkswirtschaft durchaus attraktiv. Die Handelspartner akzeptierten immer wieder neu gedruckte US-Dollar als Zahlungsmittel. Der US-Binnenmarkt war den Handelspartnern wegen seiner Größe zu wichtig. Zurzeit findet ein weltweites Umdenken statt, das zu dramatischen Veränderungen führen könnte.

Das US-Wirtschaftsmodell beruht nicht nur auf Leistung, sondern seit mindestens zwei Jahrzehnten zunehmend auf „Konsum auf Pump“. Eine gewünschte Begleiterscheinung ist ein Wertverfall der eigenen Währung: Der US-Dollar verkommt seit Jahren immer mehr zum Spielgeld. Wir nennen das US-Konzept intern Disneyland.

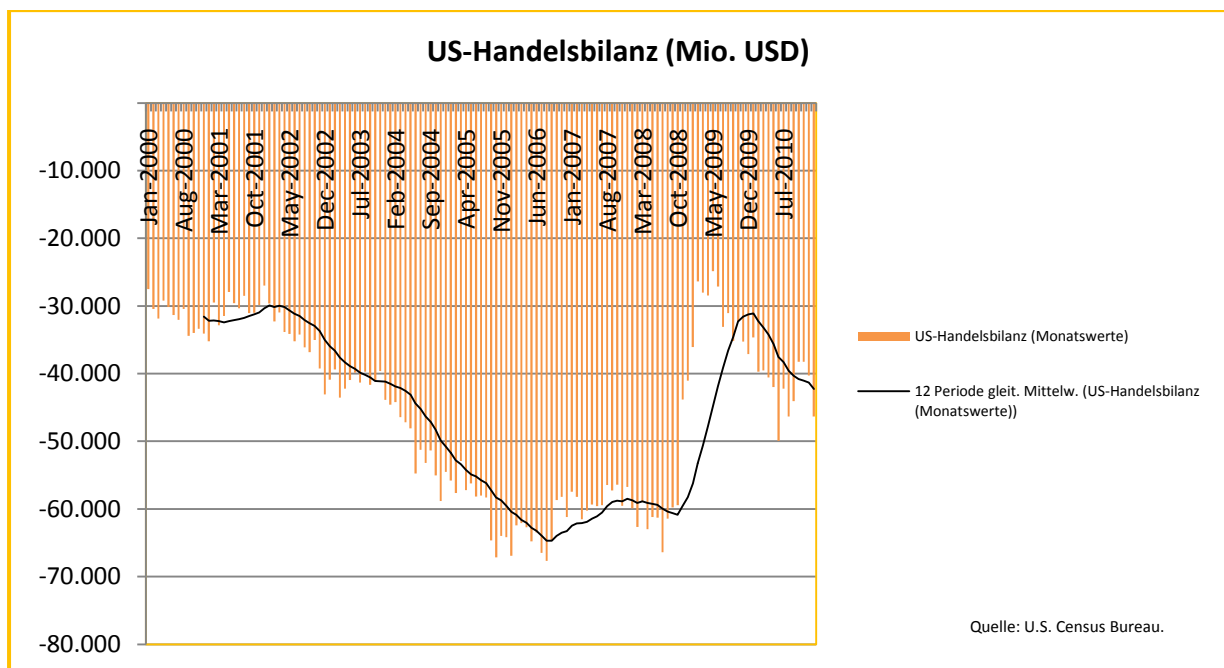
Die Situation

Der Trend des Wohlstands spricht schon längere Zeit gegen die Vereinigten Staaten, wie das Global Institute von McKinsey (MGI), ein firmeninterner Think Tank, feststellte: Konnten 1960 geborene Amerikaner in 40 Jahren noch einen Zuwachs ihres Pro-Kopf-Einkommens von 254 Prozent verzeichnen. Im Jahr 2000 Geborene können durchschnittlich nur noch auf einen Zuwachs von 163 Prozent in den nächsten 40 Jahren hoffen. Die Produktivität war in den letzten Dekaden vor allem zu Lasten der Beschäftigung verbessert worden und dem Land, das technologisch gar nicht so gut aufgestellt ist, wie man mit Blick auf die Top-Unternehmen meint, fehlt es an Wettbewerbsfähigkeit. Ein weiteres Problem sind die fehlenden Jobs für geringer Qualifizierte, wie Nobel-Laureat Paul Krugman in seiner Kolumne in der New York Times einmal beklagte. Die Lösung kann nach Ansicht von McKinsey-Forschern nur Wachstum bringen. Das ist jedoch nicht einmal die halbe Wahrheit, denn die USA werden den Problemen ihrer kreditfinanzierten (gehebelten) Wirtschaft kaum entwachsen können. Asien ist in Bezug auf die Dynamik der Wirtschaftsentwicklung längst an den Vereinigten Staaten vorbeigezogen und zwar vermutlich uneinholbar. Die 1-Millionen-Dollar-Frage lautet zunächst: Wie erreicht das Land höhere Wachstumsraten, wenn zwei Drittel der Wirtschaftsleistung aus zu oft kreditfinanziertem und zukünftig möglicherweise geringerem Konsum bestehen?

Selbst diese einfachen Zusammenhänge beschreiben aus unserer Sicht die Komplexität der anstehenden Aufgaben zur Re-Vitalisierung der US-Wirtschaft. Zwar ist MAVEST mit seinem Marktengagement am Devisenmarkt nie langfristig engagiert, aber unsere Trader beobachten seit Jahren mit Sorge die wirtschaftliche Entwicklung der Vereinigten Staaten. Einige der wichtigsten langfristigen Bestimmungsfaktoren wurden von uns für diesen Special Report zusammengestellt. Wir werden diese kurz einzeln diskutieren.

Disneyland (I) - die Handelsbilanz

Die harte Wirklichkeit der US-Wirtschaft: Seit 1998 ist die US-Handelsbilanz jeden Monat mindestens um einen zweistelligen Milliardenbetrag defizitär und seit 1992 gab es kein einziges Plus-Jahr mehr. Das US-Modell ist eine der wichtigsten Ursachen für weltweite Handelsungleichgewichte. Erkennbar ging die Nachfrage nach Gütern während der ersten Monate der Finanzkrise zurück, aber diese Entwicklung war keine Folge tieferer Einsicht in das eigene fehlerhafte volkswirtschaftliche Modell, sondern es war auf den zeitweisen Konsumverzicht der Privaten und den Investitionsrückgang der Unternehmen zurückzuführen. Danach stabilisierte die US-Regierung die Wirtschaft durch milliardenschwere Stimuli. Die Gesamtschulden werden jedoch nicht dadurch geringer, dass es einen anderen Garanten für Schulden gibt. Im besten Fall wird die Finanzierung vielleicht günstiger für die gesamte Volkswirtschaft.



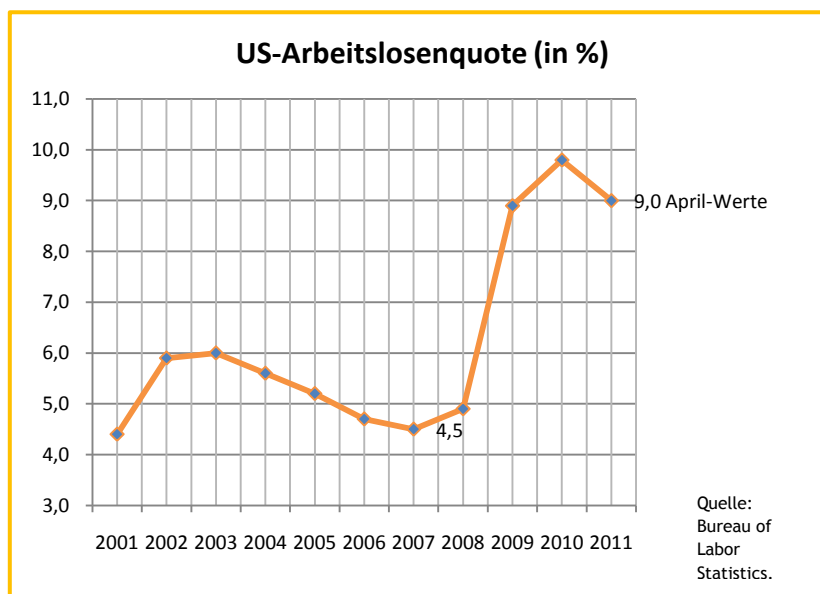
Da sowohl die Regierung insgesamt als auch die Privaten über ihre Verhältnisse lebten, kann man durchaus von einem US-amerikanischen Modell sprechen. Uns gefällt der Begriff Disneyland¹.

¹ Das US-Traditionsunternehmen Walt Disney wollen wir dadurch natürlich nicht kritisieren.

Disneyland (II) - Kreditfinanzierte Privatschulden

Welche Konsequenzen steigende Zinsen in einer „gehebelten“ Wirtschaft haben können, durften wir in den letzten Jahren im Hypothekensektor verfolgen. Inzwischen sind etwa 11 Millionen Hypothekenschuldner eigentlich insolvent, da die Immobilien oft über 50 Prozent an „Wert“ verloren hatten. Banken müssen aber eine ausreichende Besicherung für Kredite einfordern. Es beginnt eine gefährliche Spirale der kollektiven Insolvenz. Das Kartenhaus klappt zusammen, wenn die monatlichen Belastungen zu stark ansteigen. Yale Professor Stephen Roach bezeichnete in einem Kommentar unlängst den Durchschnitts-US-Verbraucher als „Zombie“. Damit drückte er aus, dass dieser nur durch künstliche Maßnahmen ökonomisch noch am Leben erhalten wird. So erwägt die Regierung das Stützen von in Not geratenen Hausbesitzern und nimmt dafür Milliardenbeträge in die Hand - von 150 Milliarden US-Dollar ist die Rede. Die Folge: Es entsteht eine neue Illusion, denn die Betroffenen leben weiter auf Pump, freilich ohne das zugrunde liegende Problem zu lösen. Dennoch ist dieser Schritt angesichts der Alternativen vermutlich richtig, denn die massenweise Zwangsäumung von Wohnungen bringt nicht einmal den kreditfinanzierenden Instituten etwas.

Gegenläufig arbeiteten offenbar einige Banken - einzig deren Motivlage ist völlig unklar: Die fünf größten US-Hypothekenbanken und einige ausländische Banken stehen zurzeit am Pranger. Sie sollen im Schnellverfahren Hauseigentümer in Zwangsversteigerungen gezwungen haben. Dabei ist offenbar einiges schief gelaufen, weswegen sich jetzt die US-Institute in einem Vergleich mit der Regierung verständigen wollen. Die Sorge ist, dass die Hypothekenkredite in Zukunft eingeschränkt werden könnten. Ohne zu sehr in die Details zu gehen: In den Vereinigten Staaten gibt es ohnehin manche bizarre Regelung wie „Glückchenbriefe“, die Banken in Europa eigentlich von jedem Engagement in den USA hätte abschrecken müssen. Der Schuldner kann sich durch Rückversand der Schlüssel von seinen Schulden befreien. Das Spiel funktionierte so: Man wohnt eine oder zwei Nummern zu groß und hoffte auf steigende Immobilienpreise. Wenn´s gut ging, zahlte ein anderer das Haus und man startete von Neuem. Garniert und angeheizt wurde das absurde Treiben des Hypothekenspiels mit Anzeigen von Banken, die Hausbesitzern empfahlen, ihre Häuser zu beleihen und das Geld in Aktien zu stecken. Die Folgen sind bekannt. Ein weiteres negatives Highlight der Finanzkrise bezeichnen die Pulitzer-Preisträger Jake Bernstein und Jesse Eisinger in einer Reportage als „Inzest“ Trading - einen Begriff, den wir als Trader noch nicht kannten. Luft wurde hin und her verkauft und zwar über Scheinfirmen faktisch in den Instituten selbst, da es dafür hohe Prämien zu verdienen gab. Dadurch wurde den US-Banken zusätzlicher Schaden zugefügt und das Finanzsystem weiter geschwächt. Der Staat rettete dann den US-Finanzsektor mit 700 Milliarden US-Dollar.

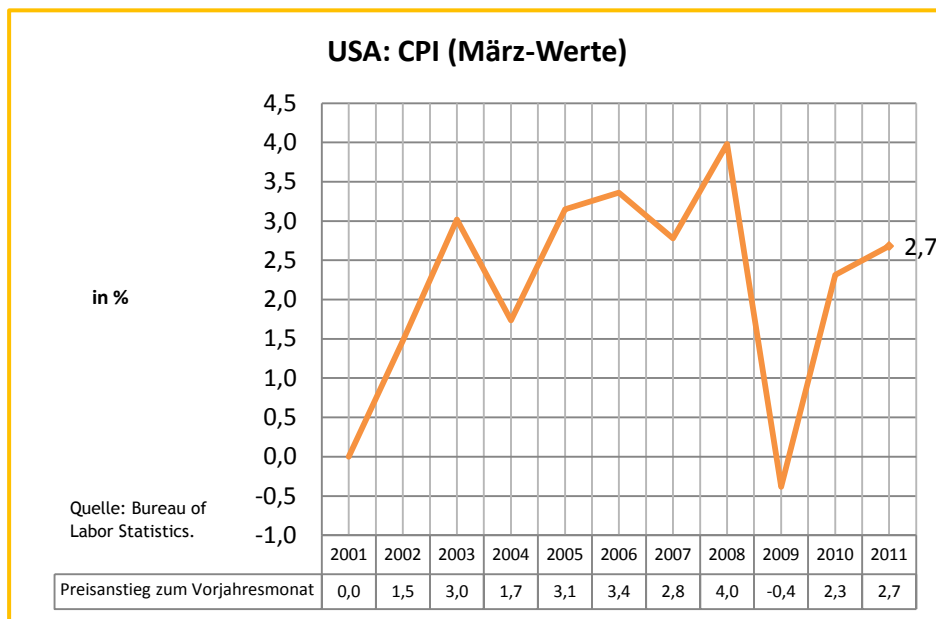


In dieser Gemengelage mit US-Zombie-Banken (Krugman) und US-Zombie-Verbrauchern (Roach) muss jetzt die US-Notenbank Fed Geldpolitik betreiben. Das Dilemma: Steigende Leitzinsen würden die Verbraucher noch stärker überfordern als die angespannte Situation ohnehin schon. Ferner könnten die Aktienmärkte und die Bilanzen von Banken und Vermögensverwaltern nochmals durchgeschüttelt werden. US-Banken könnten jedenfalls weitere Schocks und Forderungsausfälle kaum verkraften. Also gilt es still zu halten und zu hoffen. Aber worauf

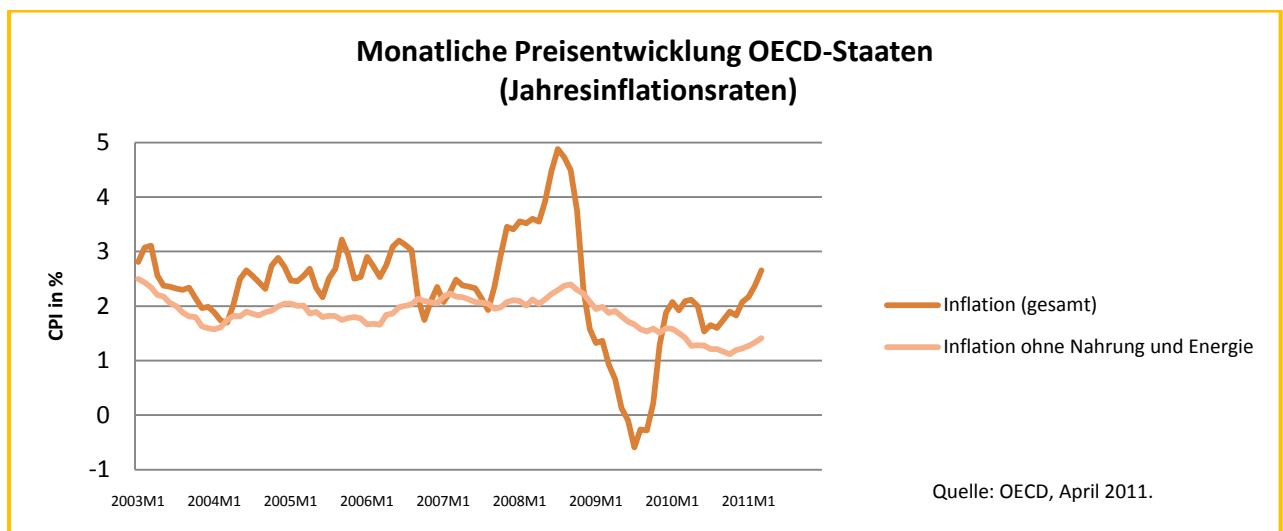
eigentlich? Der Spielraum für ein Einlenken ist gering. Die Arbeitslosigkeit in den USA ist sprunghaft angestiegen und verharrt auf hohem Niveau. Diese Entwicklung überrascht, da man bislang davon ausging,

dass ein besonders flexibler Arbeitsmarkt nicht nur schnell Jobs abbaut, sondern im Aufschwung auch wieder aufbaut. Die Grafik zeigt also, dass es schwerwiegendere Probleme sind, die der US-Wirtschaft zu schaffen machen: die Folgen der gehebelten Wirtschaft, die sich im Prozess des „de-leveraging“ befindet. Zudem ist die Langfristarbeitslosigkeit angestiegen - ein ökonomisches Phänomen, das man bisher als exklusives Problem der stärker regulierten Volkswirtschaften in Europa ansah.

Wir erinnern uns noch sehr gut an die Diskussionen der letzten zwei Jahr, als die Wall Street die US-Politiker vor einem Deflationsszenario warnte. Japan war das Schreckensszenario - mit einer Wirtschaft, die in einem Nullwachstum bei niedrigen Zinsen verharrt. Inzwischen sehen wir auch in den Vereinigten Staaten wieder steigende Preise. Geldpolitisch droht inzwischen das Gegenteil - Inflation. Immerhin: Gegen steigende Preise kennt man die Therapie. Natürlich wird jetzt wieder von allen Seiten gegen steigende Leitzinsen argumentiert, denn der Aufschwung sei zu labil. Ähnliche Argumente hört man aus Großbritannien. Die Europäische Zentralbank (EZB) wagte in diesem Jahr den ersten Schritt, hob die Leitzinsen an und durfte dafür Kritik einstecken. Richtig ist, dass die Notenbanken vor der Krise Preissteigerungen von nahe 2,0 Prozent für angemessen hielten. Es wird argumentiert, dass die Preise nur wegen gestiegener Nahrungs- und Energiepreise so hoch seien.

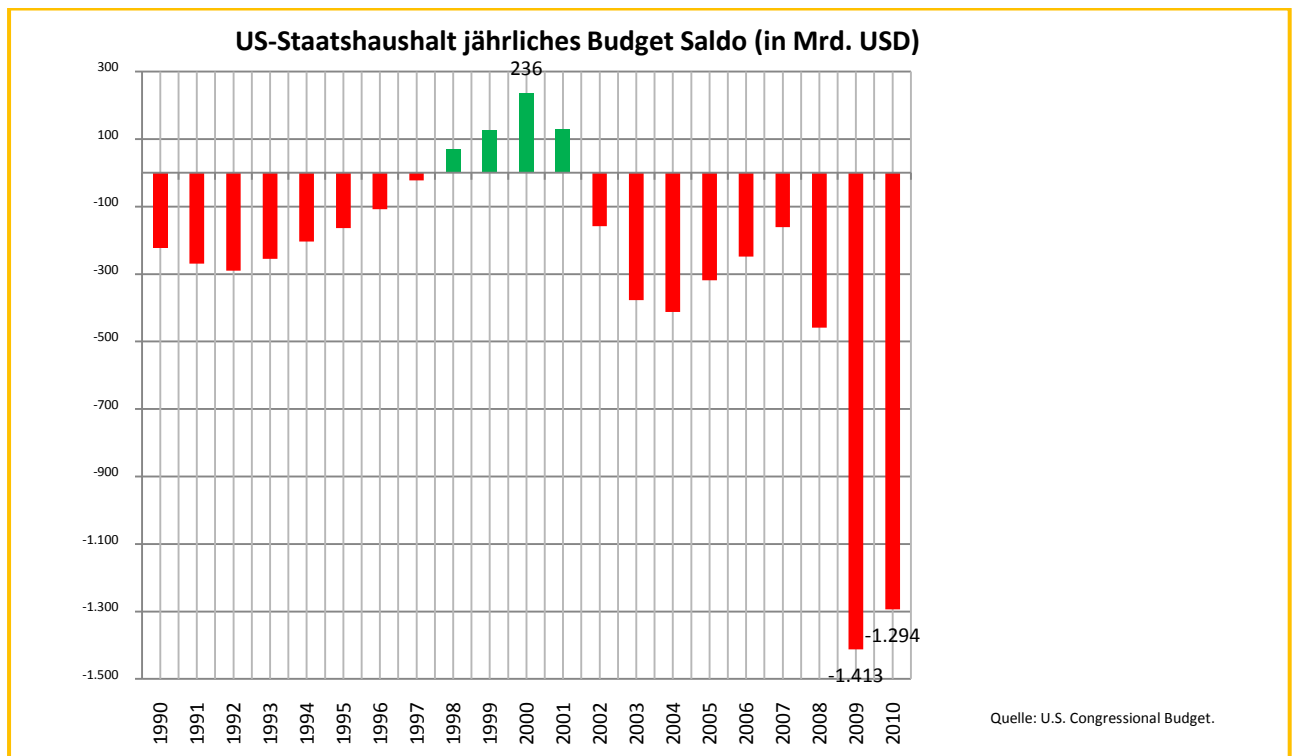


Diese Argumentation ist zwar statistisch richtig, aber ob die als Preistreiber ausgemachten Waren dauerhaft wieder im Preis nachgeben ist keineswegs ausgemacht. Es wird also spannend sein zu beobachten, wann auch die US-Notenbank reagieren muss. Zudem hat eine Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa Kapitalflüsse zur Folge, die den US-Amerikanern kaum gefallen dürften angesichts des enormen Finanzbedarfs.



Disneyland (III) - US-Staatsfinanzen

Wir wollen die aktuell aufgetürmten Schulden der Vereinigten Staaten nicht zu kritisch sehen, denn das Land musste gegen einen heftigen Schock angehen und tat das entschlossen. Die Obama-Administration türmte neue Schuldenmilliarden auf, die ihr kaum anzulasten sind. Eher ist aus unserer Sicht die US-Schuldentalität zu kritisieren. Die aufgetürmten Gesamtschulden von Bundesregierung, US-Bundesstaaten und Kommunen sind jedenfalls erheblich. In dieser Situation behindert zudem die falsche Vorkrisen-Philosophie der Republikaner politische Einigungsprozesse in dem Land. Wir erinnern uns an einen Showdown Anfang April, als eine politische Blockade im Repräsentantenhaus beinahe die Zahlungsunfähigkeit bedeutet hätte.



Neben den Bundesstaaten machen besonders kleinere Gebietskörperschaften Sorgen. Erste Insolvenzen gab es schon. Auch Kalifornien, nach Zahlen die achtgrößte Volkswirtschaft der Welt, musste unter seinem ehemaligen Governator Arnold Schwarzenegger einen Krisenhaushalt nach dem anderen aufstellen und hängt am Tropf von Washington. Die US-Rating-Agenturen blamieren sich schon seit Jahren, wenn sie europäische Länder, aber nicht in gleichem Maße US-Kommunalanleihen herabstufen. Insofern profitierten die Vereinigten Staaten bisher durch niedrige - Bond-Anleger sagen zu niedrige - Zinszahlungen. Dennoch sieht es in der Peripherie teilweise dramatisch aus. Zuletzt zogen die Renditen an und die Kurse der Anleihen fielen.

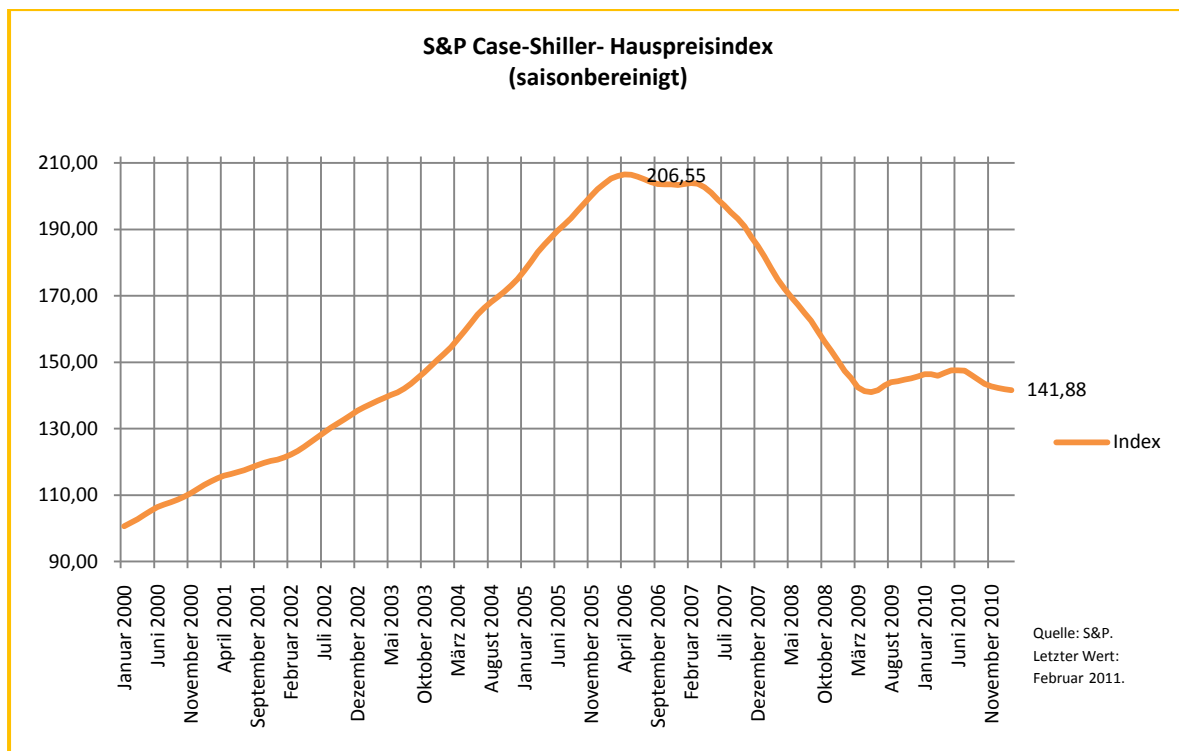
Im April legte Präsident Obama einen mittelfristigen Plan vor, der in zwölf Jahren die Staatsausgaben um 4.000 Milliarden US-Dollar reduzieren soll. Die Republikaner wollen sogar 6.000 Milliarden einsparen. Allerdings an anderer Stelle. Darum geht der politische Streit im Land. Absurd erscheint in dieser Situation die Verlängerung der Steuerprivilegien an reiche Amerikaner, die vor über zehn Jahren von dem Philosophen Georg W. Bush verteilt wurden. Dem US-Staat entgingen dadurch etwa 1.100 Milliarden US-Dollar an Steuereinnahmen. Eine Kompromisslinie bei den Haushaltsdebatten zwischen dem US-Präsidenten und der Mehrheit im Repräsentantenhaus hatte eine Verlängerung der Steuerprivilegien gebracht. Inzwischen empfehlen viele Kommentatoren dem US-Präsidenten sich einfach gar nicht zu einigen, damit das Steuerprivileg, das zeitlich befristet galt und gilt, entfällt und der Staat wenigstens diese Einnahmen zusätzlich erzielen kann. Das klingt nicht nach politischer Führung auf der einen und fehlendem Verantwortungsbewusstsein auf der anderen Seite.

Disneyland (IV) - Hebelkonzepte und Hebel-Wirtschaft

Ein schlechtes Vorbild geben die Vereinigten Staaten in anderer Hinsicht: Das Schattenbanken-System war der internationale Exportschlagler schlechthin. Durch das Verschieben und Verpacken von Risiken in ausgelagerte Einheiten half dieses Konzept den Finanzinstituten ihre Bilanzen aufzublähen und Regulierung zu umgehen. Inzwischen gibt es ähnliche Tendenzen bereits in China, wie der britische Economist kürzlich berichtete. Aber auch in Europa gab es fragwürdige Entwicklungen: Eine ehemalige Regierungschefin aus dem deutschen Norden gab einmal entwaffnend offen zu, dass deutsche Landesbanken, die zu einem Großteil im Staatsbesitz sind, eigene Schattensysteme anlegten, um Steuern zu sparen. Aha - da muss man erst mal drauf kommen: Staatsbetriebe tricksen den Staat unter Aufsicht von Volksvertretern aus.

Jedenfalls wurden im Bankensystem als Folge des Schattenbankwesens zu große Räder gedreht und die Zusammenhänge waren nicht einmal Insidern hausintern ausreichend bekannt. In der Finanzkrise 2008 entstand daraus Misstrauen im Bankensektor.

Inzwischen entwickeln die Vereinigten Staaten an anderer Stelle ein neues Leverage-Instrument: Im Versicherungssektor entsteht ein Schatten-Versicherungssystem. Einzelne Bundesstaaten konkurrieren um diese Gelder, die Arbeitsplätze für Juristen und für den Staat Einnahmen über kleinere Abschöpfungen versprechen. Wir erinnern uns an den Versicherungsriesen American International Group (AIG), die in der Finanzkrise vom US-Staat mit etwa 180 Milliarden US-Dollar gestützt wurden. Lehman war gar nichts dagegen. Da könnte sich was zusammenbrauen.



Der Häusermarkt ist ein weiterer Mosaikstein im Kartenhaus USA: Die unsolide Denkweise, mit Hypothekenkrediten Aktieninvestments zu finanzieren, macht den Immobilienmarkt über diesen Zusammenhang zu einer Art Schlüsselmarkt für die US-Wirtschaft und den Finanzmarkt. Gehen Preise im Immobiliensektor zurück - jahrzehntelang war das undenkbar -, dann kommen die anderen Investments von US-Bürgern in Schwierigkeit mit entsprechenden Folgewirkungen.

Die Aktienmärkte dienen in den USA der Sicherung von teilweise zu üppig (optimistisch) bemessenen Pensionsansprüchen. Der US-Staat steht zurzeit in der Pflicht sich um den staatlichen Postdienstleister US Postal zu kümmern, der zurzeit von der Insolvenz bedroht ist. Pensionsfonds halten nicht, was sich viele US-

Beschäftigte davon versprochen haben. US-Universitäten wie Yale, das über Jahre sehr erfolgreich an den Finanzmärkten agierte, mussten in der Krise ihre Budgets kürzen, da auch diese Stiftungen hohe Verluste verzeichneten. Inzwischen sieht es natürlich wieder besser aus. Dennoch ist die einseitige Bindung fast aller Systeme in den Vereinigten Staaten an den Aktienmarkt ein erheblicher gesellschaftlicher Risikofaktor.

Rekord-Gesamtschulden - die USA vor dem Zurückführen der Kapitalhebel

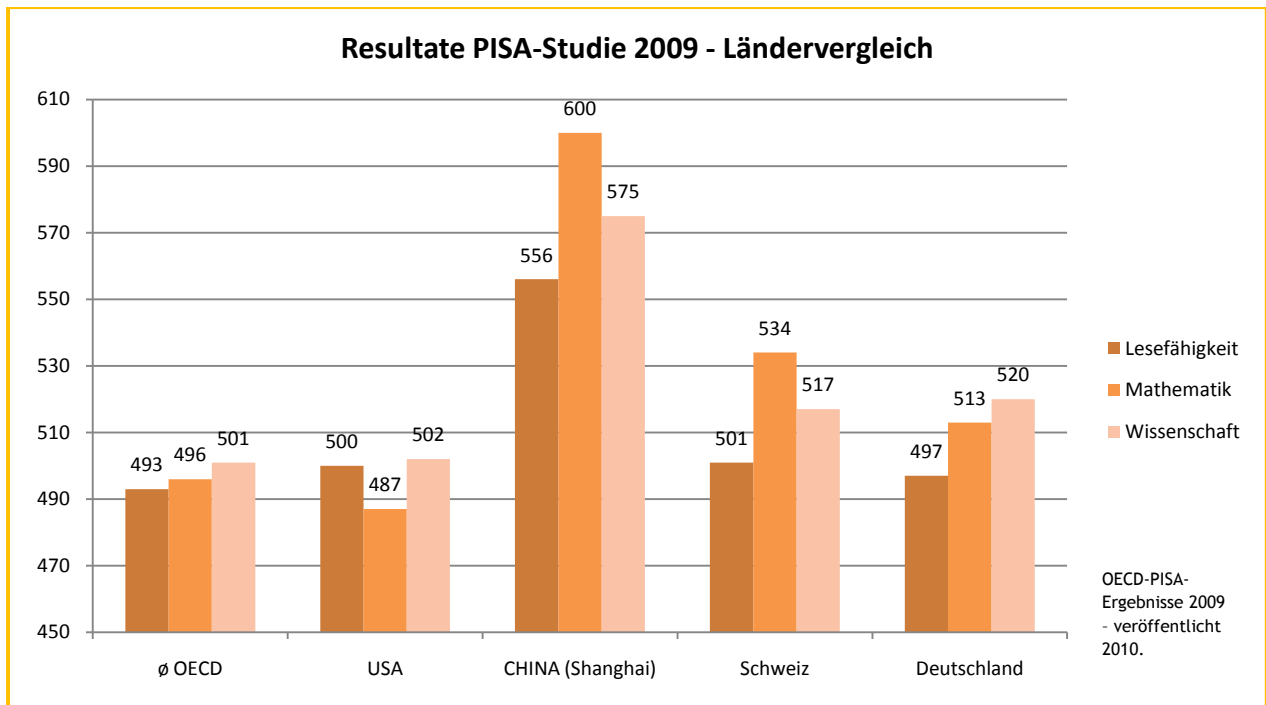
Nach der Krise ersetzten die Vereinigten Staaten zunächst die krisenbedingt einbrechende Binnennachfrage durch einen zusätzlichen staatlichen Nachfragestimulus. Betrachtet man die Gesamtschulden der US-Volkswirtschaft, dann wurden hier nur Schulden „umgetopft“, aber das Problem der zu hohen Gesamtverschuldung von Staat, Unternehmen und Bevölkerung konnte natürlich kurzfristig nicht gelöst werden. Die Gesamtverschuldung liegt schon längere Zeit deutlich über 300 Prozent des Jahres-Bruttoinlandsprodukts. Die Gesamtschulden addieren sich aus den Schulden der privaten Haushalte, den Staatsschulden, den Schulden von Unternehmen und von Finanzinstituten. Die Gesamtverschuldung weist für Q4/2010 einen bedenklich hohen Wert von 354,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus und ist die direkte Folge des Disneyland-Modells. Während der Weltwirtschaftskrise in den 30er-Jahren des letzten Jahrhunderts erreichte die Gesamtverschuldung in der Spitze einen nur geringeren Wert von etwa 275 Prozent des BIP. Dennoch ist dieser Vergleich vermutlich zu einfach. Die Welt hat sich verändert und ein höherer Verschuldungsgrad ist inzwischen im System angelegt. Dennoch ist der Einsatz eines hohen Kapitalhebels ein volkswirtschaftliches Stabilitätsrisiko.

Sicherlich stellt sich die Frage, weshalb die internationalen Investoren so lange weg geschaut haben und es den Vereinigten Staaten so einfach gemacht haben. Letztlich handelt es sich um einen Fall des Marktversagens: Die Risikoprämien von US-Schuldnern waren jahrzehntelang bei realistischer Betrachtung und aus heutiger Sicht zu niedrig. Das gilt vor allem für US-Hypothekenschulden. Auch andere Nationen, die in die Vereinigten Staaten Waren geliefert haben, müssen sich jetzt an der Re-Dimensionierung der US-Wirtschaft beteiligen. Allerdings sind solche Prozesse nicht an Verhandlungstischen zu erzielen, sondern erfordern jahrzehntelange Anpassungen.

Die Folge der US-Handelspolitik sind steigende US-Währungsreserven bei den Zentralbanken der Exportnationen, denn die Exporteure müssen das Geld in heimische Währung zurücktauschen, um ihre Kosten im Inland zu bezahlen. In der Einfachlogik von interessengetriebenen US-Handelspolitikern ist das Problem der hohen Ausfuhren, dass der chinesische Renminbi (Yuan) im Währungstausch unter Kontrolle gehalten wird. Aber das ist nur ein Teil der Wahrheit, denn China bindet seit Jahren den US-Dollar an die eigene Währung und kontrolliert die Aufwertung. Als Unternehmen im Währungshandel finden wir von MAVEST diese Entwicklung natürlich grundsätzlich nicht gut. Auf der anderen Seite kann man China verstehen, denn die Asiaten haben während der 90er-Jahren schlechte Erfahrungen mit der Freigabe von Währungen gemacht. Eine Freigabe des Yuan würde vermutlich eine schnelle Aufwertung zur Folge haben. Dieser Effekt könnte die chinesische Wirtschaft und die Welt insgesamt wie ein Schock treffen - freilich ohne den USA in gleichem Maße zu helfen.

Langfristige Wettbewerbsfähigkeit

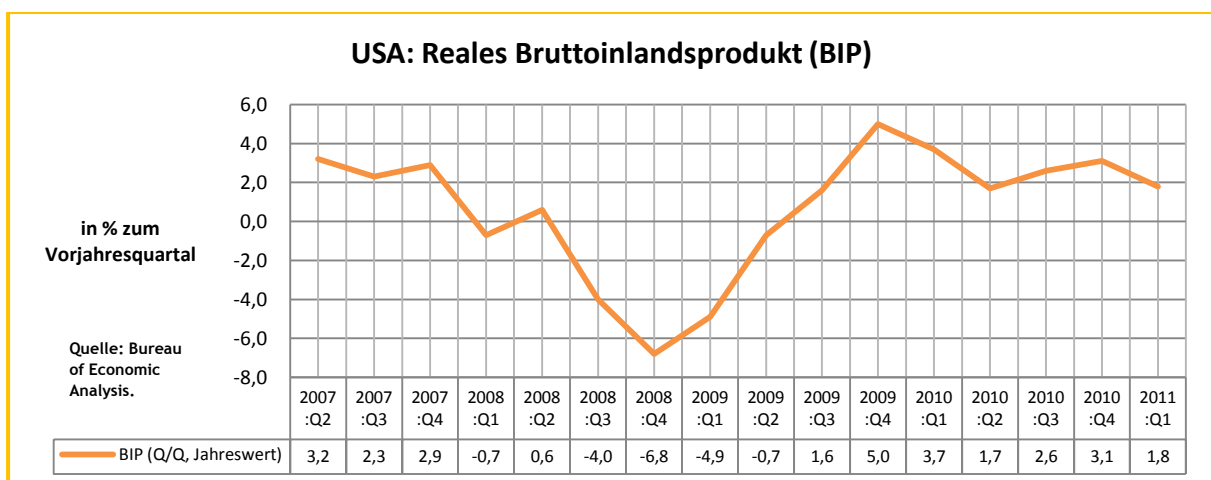
China kommt mit aller Macht und hohem Tempo. Nimmt man die Ergebnisse der größten Bildungs-Vergleichsstudie als Maßstab, dann haben die USA und sogar einige europäische Länder Nachholbedarf. Zwar variiert bei China die Lesekompetenz erheblich nach Region, aber in Mathematik und wissenschaftlichem Interesse schlägt das Land die Vereinigten Staaten deutlich. Die Vereinigten Staaten schnitten schlechter ab als die Schweiz und Deutschland. Einige Elite-Universitäten dürften in Zukunft nicht mehr ausreichen, um international mithalten zu können.



Wie beschrieben ist die Infrastruktur der Vereinigten Staaten eher rückständig. Bei Breitband-Internet-Anschlüssen liegen die Vereinigten Staaten nicht vorne, wie man vermuten könnte. Bei seiner Wahl hatte Barack Obama dieses Thema mehrfach angesprochen. Die Infrastruktur im Land des Silicon Valley ist im letzten Jahrzehnt von Rang 7 auf Rang 23 stark abgefallen. Das World Economic Forum ermittelte für seinen Report 2010/2011 die Schweiz als das Land mit der besten Infrastruktur. Österreich landete auf Rang 6, Deutschland auf Rang 9, Portugal auf Rang 14 und Spanien auf Rang 22 noch vor den USA. Das MGI empfiehlt daher einen Ausbau der Infrastruktur. Das hört sich prima an. Nur wer soll angesichts der Finanzausstattung der US-Kommunen und der hohen Staatsschulden investieren?

US-Wachstum

Die Krise verursachte einen Wachstumseinbruch, wie überall in der Welt. Zu der folgenden Darstellung muss man erwähnen, dass die US-Statistiker Quartalszahlen gerne in Jahreswachstumsraten angeben.



Vor einigen Monaten überraschte uns eine Nachricht: US-Amerika wächst nur noch, weil die Gesundheitskosten laufend steigen und das Land ein exorbitant teures Gesundheitssystem hat. In der Tat: 16

Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung fließen einer OECD-Studie zufolge in den Sektor. Zum Vergleich: Der OECD-Durchschnitt liegt bei neun Prozent und die meisten europäischen Staaten geben etwa zehn Prozent ihrer Wirtschaftsleistung für Gesundheit aus. In den Vereinigten Staaten gibt es traditionell keinen großen staatlichen Einfluss auf das Gesundheitssystem. Festzuhalten ist: Privat ist volkswirtschaftlich teurer.

Das Wachstum wird zusätzlich durch die Staatsschulden belastet und wer der Gläubiger ist, spielt auch eine Rolle: Der US-Ökonom Kenneth Rogoff und seine Kollegin Carmen Reinhart legten im Jahr 2010 eine Untersuchung vor, die über 3.700 Staatshaushalte in völlig verschiedenen Wirtschaftszyklen analysierte. Die Wissenschaftler fanden heraus, dass ab einem Staatshaushaltsdefizit von 90 Prozent der Wirtschaftsleistung das Wachstum geschwächt wird. Falls die Auslandsschulden des Staates 60 Prozent überschreiten, kommt es zu Wachstumseinbußen. Hintergrund ist, dass das Kapital aus dem Land abfließt.

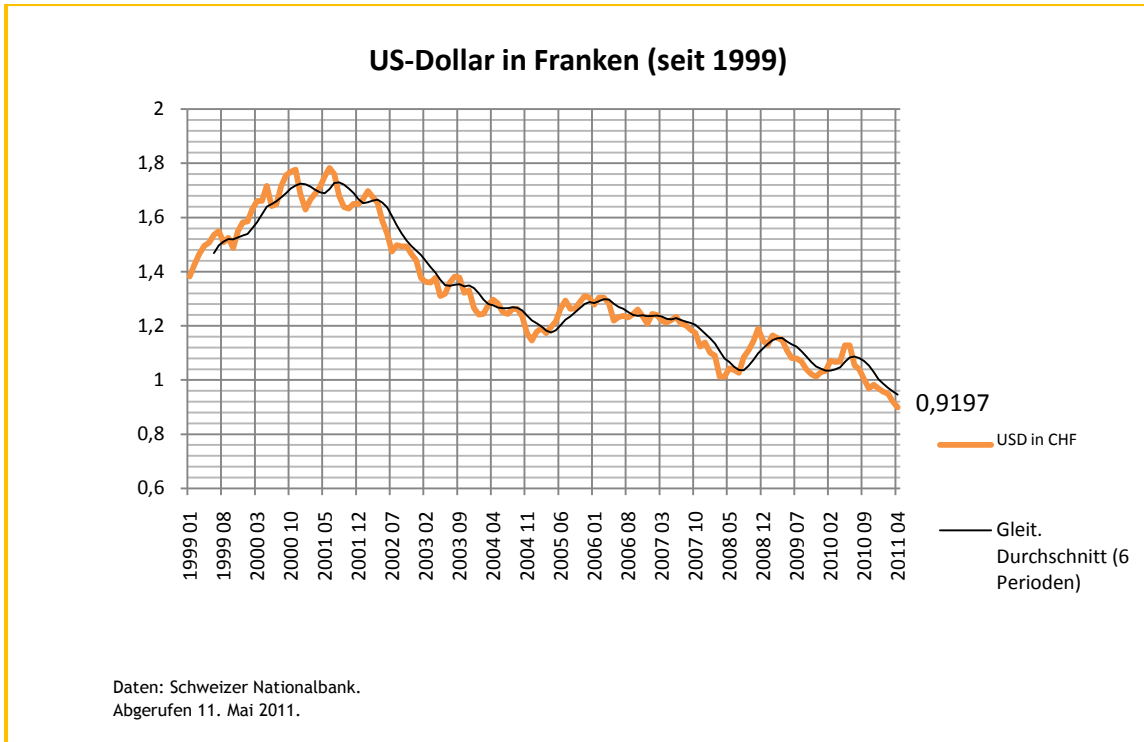
Der US-Dollar

Kommen wir zu unserem Hauptthema: Ein populärer und einfacher Weg zur scheinbaren Gesundung könnte im dauerhaften Abwerten des US-Dollar bestehen. Diese Idee ist nicht neu und seit der Weltwirtschaftskrise im letzten Jahrhundert eigentlich das ständige devisenpolitische Leitbild der USA. Die ausländische Finanzierung der US-Amerikaner könnte jedoch darunter leiden, denn wer vergibt schon einen Kredit, um in einigen Jahren nur einen Bruchteil der internationalen Kaufkraft zurück zu erhalten. Alleine China hält Devisenreserven in Höhe von zurzeit mehr als 1.200 Milliarden US-Dollar. Ein weiterer Hauptkreditgeber ist Japan mit knapp 900 Milliarden US-Dollar.

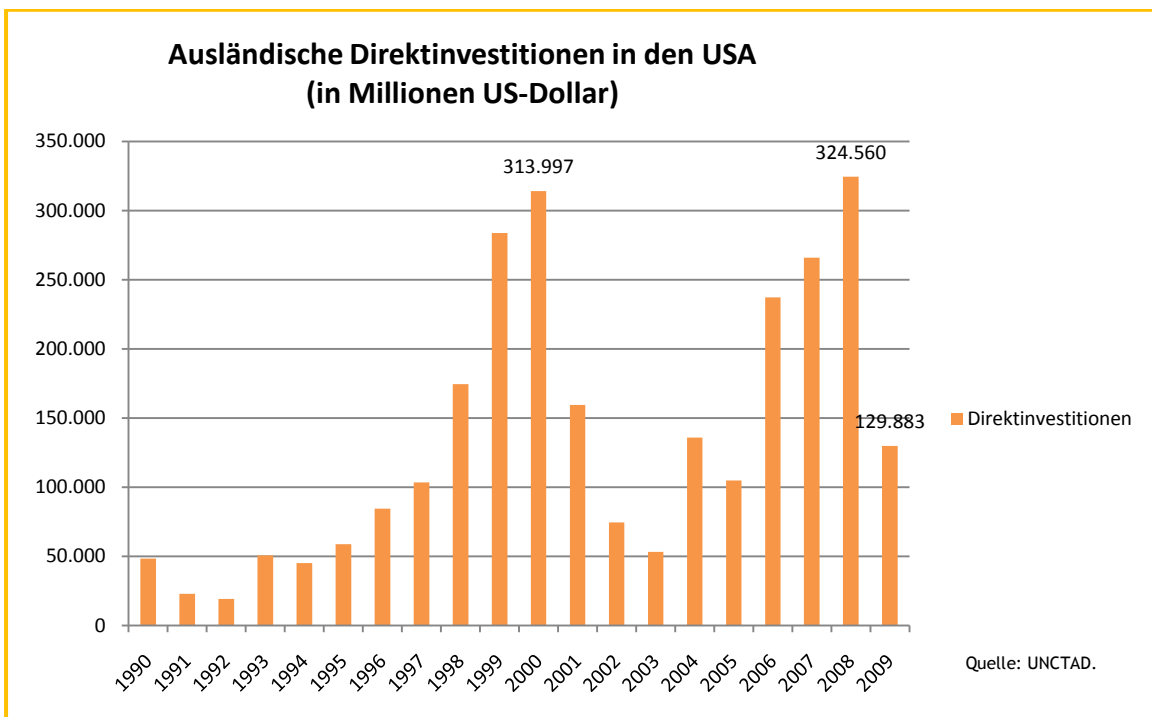
Die USA fordern seit Jahren eine Aufwertung des chinesischen Renminbi (Yuan). Die chinesische Währung unterliegt nicht dem freien Devisenhandel. Die USA betteln um einen internationalen währungspolitischen Schuldenschnitt. China wehrt sich gegen diese einfache Methode der Entschuldung und Chinas Offizielle fragen ihrerseits bereits nach, wie die Vereinigten Staaten ihre Staatsschulden in den Griff bekommen wollen. Es entsteht eine Art Patt-Situation.

Zentralbanken vertrauen längst nicht mehr so stark auf den US-Dollar als Reservewährung wie zuvor und kaufen lieber Gold. Mexiko legte sich in den letzten Jahren 100 Tonnen Gold ins Depot. Offiziell handelt es sich nicht um Misstrauen gegenüber dem Dollar, sondern um den Versuch, stärker zu diversifizieren.

Die Geldpolitik von Notenbank-Chef Alan Greenspan gerät in Anhörungen im Nachgang zur Finanzkrise immer mehr in die Kritik. Greenspan selbst, der zu seinen Amtszeiten als Magier bezeichnet wurde, sieht viele seiner damaligen Entscheidungen inzwischen kritisch. „Helikopter“ Ben Bernanke flutet nun tatsächlich das Land mit US-Dollar. Allerdings ist die Idee des „quantitative easing“ inzwischen an ihre Grenzen gestoßen. Die eigene Bilanz der US-Notenbank ist inzwischen auf Lehman-Krisen-Niveau aufgebläht. Spätestens im Juni will die Zentralbank keine US-Staatsanleihen mehr kaufen - sie hat teilweise bis zu 70 Prozent der emittierten Staatspapiere gekauft und dafür frisches Geld ausgegeben. Ein typischer Marktprozess könnte sein, dass die USA Investoren mittelfristig höhere Zinsen anbieten müssen. Fakt ist: Der Stimulus durch die US-Regierung wird in naher Zukunft zurückgefahren werden müssen. Längst zweifeln Investoren und sogar US-Rating-Agenturen an dem Dreifach-A für die USA. Die Schuldenfinanzierung könnte also teurer werden.



Betrachten wir den US-Dollar in einer längerfristigen Perspektive, dann überrascht es nicht zu sehen, wie die US-Währung nachgab. Im letzten Jahrzehnt hat sich der US-Dollar gegenüber dem Schweizer Franken im Wechselkurs zeitweise fast halbiert. Wenn man es anders formuliert: Kapitalanlagen in den USA waren aus Schweizer Perspektive wegen des Wechselkurses eine finanzielle Katastrophe. Das Beispiel zeigt sehr schön, wie wichtig die Erwartungen von internationalen Investoren sind. Erwarten Anleger eine schwache Auslandswährung, dann fehlen die Anreize zum Kapitaltransfer. Um die Mengen an Kapital zu absorbieren, die für die USA notwendig sind, dürften Investoren in Europa und zunehmend in Asien wichtig sein.



Die Vereinigten Staaten hängen nicht nur wegen ihrer Handelsbilanz am Tropf der Welt, sondern das Land ist auch auf ausländische Direktinvestitionen angewiesen. Noch 2008 forderten die Consultants von McKinsey mehr internationale grenzüberschreitende Geldströme. Wer wenig internationale Gelder einsammelte, galt als abgehängt. Inzwischen wehrt sich Brasilien bereits mit staatlichen Aufschlägen gegen zu starke Geldströme. Schwellenländer kamen nach der Finanzkrise zunächst unter Druck, weil ausländisches Kapital abgezogen wurde. Die Finanzkrise zeigt am Beispiel der USA, wie stark die Abhängigkeit vom Ausland ist, wenn man ein Wirtschaftsmodell ohne eigene Stärke betreibt. Deutschland, aber auch die Schweiz, sind nicht bevorzugte Empfänger-Länder von Direktinvestitionen. Ausgerechnet Warren Buffet befand sich nach der Finanzkrise auf der Suche nach deutschen mittelständischen Unternehmen. Für die Währungspolitik der USA bedeutet diese Situation, dass der US-Dollar langfristig nicht (zu stark) abwerten darf, wenn man den Strom an ausländischem Kapital nicht abreißen lassen will.

Für internationale Anleger gibt es zurzeit wenige Gründe das eigene Kapital ausgerechnet in den USA mit einem hohen Dollar-Devisenkurs-Risiko zu investieren. Auch gibt es keine Anreize für andere Notenbanken, die Zinspolitik der USA zu kopieren. Folgt man der Mehrheitsmeinung von Ökonomen, dann fließt das Kapital in Regionen mit höheren Renditen.

Das „richtige“ Wirtschaftsmodell

Ein anderer Fakt, der zumindest aus europäischer Perspektive bedenklich stimmt, ist die niedrige langfristige Sparneigung der US-Bürger. Für den Rest der Welt wurde der Konsumhunger der USA zum Antrieb für wirtschaftliche Aktivität. Insofern helfen einseitige Schuldzuweisungen sicher nicht weiter.

Aus heutiger Sicht ist der Mangel an Sparprozessen in den Vereinigten Staaten jedoch als Indikator für die Anfälligkeit des US-Wirtschaftssystems zu sehen. Noch in dem Report zum Finanzmarkt 2008 kritisierte das Global Institute von McKinsey (MGI), dass die Zurückhaltung der Deutschen beim Investment in die Aktienmärkte ein Problem sei. Inzwischen wissen wir: Darin kommt ein fehlerhaftes Systemverständnis der Consultants zum Ausdruck, die eine höhere Integration der Finanzmärkte für sinnvoll hielten. Genau diese höhere Integration hatte zu einem Aufblähen des Finanzsektors geführt und die Risiken im System mit begründet: Deutsche Sparer seien vor allem in Anleihen statt in Aktien engagiert spöttelte das MGI damals in seinem Report. Schlechtes Timing. Die Krise wischte das scheinbare Wissen über die Zusammenhänge und Vorteile von grenzüberschreitenden Risikoübernahmen komplett weg.

Richtig ist: Über den deutschen Bankensektor, der insgesamt risikoreich als Hedgefonds unterwegs war, wie der Chef der Commerzbank in einem Interview einmal zugab, geriet dann auch der Finanzmarkt der risikoscheuen Deutschen ins Schlingern. Selbst die Schweiz, ein Hort der wirtschaftlichen Solidität, wurde über ihre zwei weltweit aktiven Bankhäuser getroffen. Diese Fakten ändern nichts an dem nachhaltigeren europäischen Wirtschaftsmodell, das mit Engagements in Aktien zunächst wenig zu tun hat. Entscheidend für eine prosperierende Wirtschaft sind die Direktinvestitionen und nicht die Beteiligung am Aktienkapital.

Inzwischen wissen wir sicher: Wer gesamtwirtschaftlich keine Rücklagen oder produktives Vermögen bildet, der kann Krisen nur schwer verkraften und schadet seinen langfristigen Chancen. Selbst das in den USA verpönte System der sozialen Sicherungssysteme in Europa stabilisierte die Wirtschaft in der Krise. Ein weiteres Problem stellen die Pensionskassen mit ihren Aktien-Portfolios dar. Nicht die Machtfülle solcher Anlagevehikel sind das Problem, sondern die niedrigen Renditen dieser Investments nach einem verlorenen Aktien-Jahrzehnt. Immer wieder sind über 70-jährige Amerikaner gezwungen wieder zu arbeiten. Was im Einzelfall natürlich tragisch ist, ist einer falschen Anlage- und Rentenpolitik in den USA geschuldet. Die hohen Aktienquoten im Rentensystem führen zu einer hohen Volatilität und zwingen die Notenbank, die Aktienmärkte zu stützen, um das System insgesamt zu erhalten.

Was andere denken

Am lautesten positioniert sich die Pacific Investment Management Company (PIMCO), die größte Rentenfondsgesellschaft der Welt und Tochter der deutschen Allianz. Im Februar 2011 hatte sich der Total Return Fonds der Gesellschaft, unter Leitung von PIMCO-Gründer William (Bill) Gross, von allen US-Staatsanleihen getrennt. Im März begann der milliardenschwere Fonds dann mit dem Aufbau von Short-Positionen in US-Staatsanleihen. Im Mai gab das Unternehmen bekannt, dass man seine Short-Positionen von drei auf vier Prozent ausgebaut habe. PIMCO kritisierte über Monate die niedrigen -teilweise negativen - Realzinsen, die man als Anleger für den Kauf von US-Staatspapieren erhalte. So kritisierte Gross, dass 70 Prozent der neuen Staatsschulden bei der US-Notenbank Fed landeten, die dafür mit selbst gedruckten US-Dollar zahle. Gross ist in seiner Kolumne nie um starke Worte verlegen und verglich das Konzept mit einem „Schneeballsystem“. Gross vermutet, dass die USA grundlegende Reformen benötigen, aber vermutlich eher den einfachen Weg über Inflation und Abwertung des US-Dollar gehen würden. Seine April-Kolumne auf der deutschen Unternehmenshomepage ist überschrieben mit „Die Sache stinkt“.

Die Ratingagentur Standard & Poor's beging ein Sakrileg: Das US-Unternehmen teilte am 18. April 2011 mit, den Ausblick für die Bonität der Vereinigten Staaten gesenkt zu haben. Zwar behält die USA weiterhin die Note „AAA“, jedoch sei die Wahrscheinlichkeit einer Herabstufung in den nächsten zwei Jahren bei 30 Prozent. Als Begründung wurde die ausufernde Staatsverschuldung des Landes genannt. Für das Jahr 2011 gehe man von einer Neuverschuldung des Landes in Höhe von mehr als zehn Prozent des BIP aus.

Kritik kommt inzwischen auch von anderen Ländern. Im Mai beispielsweise meldete sich Brasilien zu Wort. Das Land muss als einer der größten Rohstoffproduzenten mit den internationalen Geldströmen klarkommen. Der Finanzminister von Brasilien, Guido Mantega, kritisierte ganz konkret die Liquiditätspolitik der Notenbanken Fed und EZB, welche den Markt mit Euro und Dollar fluten. Das Kapital floss nach Beobachtung des Politikers in die Rohstoffmärkte und heizte die Rohstoffpreise an. Anfang Mai entwich dann die Luft schlagartig aus diesem Markt. Brasilien muss gleichzeitig mit der Aufwertung des Real klarkommen und im eigenen Land die Inflation bekämpfen. Die Brasilianer versuchen seit Monaten verzweifelt das eigene Wachstum auf einen soliden Pfad zu drosseln. Ähnlich argumentiert auch China seit Monaten.

Vor einigen Jahren entschied die Redaktion des britischen Wirtschaftsmagazin „The Economist“, dass es an der Zeit sei, eine asiatische Kommentarspalte zu eröffnen. Das Wachstum der Weltwirtschaft fände in Asien statt, so ein Teil der Begründung damals. Inzwischen glauben selbst die daueroptimistischen US-Amerikaner an die Vormachtstellung von China in der Wirtschaftswelt. Soweit ist es sicher noch nicht. Dennoch ist das Wachstumsmodell der Vereinigten Staaten längst keine Blaupause mehr. Der Economist empfahl den Amerikanern von den Europäern zu lernen. Damit war sicherlich nicht Großbritannien gemeint, sondern Old Europe. Es muss die Redakteure viel Überwindung gekostet haben, das zu schreiben, denn eigentlich wettet das Magazin seit Jahren gegen Regulierungen und mahnt fehlende Flexibilität in Kontinentaleuropa an.

In seinem Frühjahrsgutachten mahnte der Internationale Währungsfonds eine stärkere Haushaltsdisziplin an. Hinzu kommen die ungelösten Probleme durch den immer noch kriselnden Häusermarkt. Die Schulden von Staat und Bevölkerung müssten die Vereinigten Staaten lösen, um den Hypothekenmarkt wieder zu stützen.

Abschlussbewertung

Vorweg möchten wir klarstellen, dass sich dieser Special Report nicht gegen die Vereinigten Staaten oder seine Bürger richtet. Wir lieben und schätzen an den Vereinigten Staaten Hollywood-Filme (meistens), i-Pod und i-Pad, den amerikanischen Optimismus, den jetzigen Präsidenten Barack Obama, die NYT-Kolumne von Paul Krugman - auch wenn wir nicht immer seiner Meinung sind - und vieles andere.

Wir wissen nicht, ob der Dow Jones Industrial Average in den nächsten Jahren nochmals eine Verdopplung hinlegt oder sich zunächst halbiert. Wir wissen auch nicht, ob US-Bürger demnächst zwei US-Dollar für einen Euro hinblättern müssen, oder ob wir vorher die Parität sehen. Wir sind uns aber

ziemlich sicher, dass das US-Geschäftsmodell von Disneyland langfristig nicht weiter funktionieren kann. Vermutlich sind internationale Kreditgeber nicht mehr bereit, die US-Währung im gleichen Umfang wie bisher als weltweites Zahlungsmittel und Reservewährung zu akzeptieren. Wahrscheinlich ist daher, dass die Vereinigten Staaten auf Dauer als Wachstumslokomotive ausfallen, um die eigene Wirtschaft vom übermäßigen Fremdkapitaleinsatz zu befreien und ein nachhaltigeres Wachstum zu schaffen. Falls asiatische Staaten in der Zwischenzeit die Rolle der USA teilweise übernehmen, könnte die Weltwirtschaft einigermassen glimpflich davon kommen.

Besorgt macht uns: Sollte ein mittelfristiger Konsumverzicht in den USA politisch nicht durchsetzbar sein, dann dürfte für die nächsten Finanz- und Wirtschaftskrisen der Begriff Tsunami vermutlich nicht mehr ausreichen.

Ein anderer langfristiger Risikofaktor mit Krisenpotential ist der Exportschlag der Vereinigten Staaten schlechthin: die gehebelte Wirtschaft. Falls sich das Schattenversicherungssystem weiter durchsetzt, dann ist es mehr eine Frage des Wann und weniger des Ob sich eine neue Finanzkrise entwickelt.

Für Anleger in Kontinentaleuropa sind strategische Kapitalanlagen in den Vereinigten Staaten angesichts hoher Schwankungsrisiken von US-Dollar-Investments - inklusive eines vermutlichen langfristigen Abwärtstrends - nicht sehr attraktiv. Kapitalströme aus Europa dürften weiterhin eher in Richtung Asien oder in Schwellenländer zu beobachten sein - oder andersrum.

Ihr MAVEST TEAM

Unser Ansatz

Die Idee von MAVEST besteht nicht im strategischen Investieren, sondern im kurzfristigen Handel. Für unsere Geschäfte beachten unsere Trader vor allem aktuelle Marktentwicklungen und die Nachrichtenlagen. Prognosen erstellen wir dabei nicht. Dennoch sind wir jederzeit eng am Marktgeschehen dran und beobachten institutionelle Veränderungen im Umfeld der Finanzmärkte. Solche längerfristigen Beobachtungen beschreiben wir in Special Reports zu verschiedenen Themen, die in der Zukunft relevant werden könnten.

Für uns entstehen Kursschwankungen und Kursrichtungen aus reinen Mengeneffekten. Langfristig stellt sich für uns daher jederzeit die Frage, wohin fließt aus welchem Grund das Kapital der Institutionellen Anleger. Solche strategischen Verschiebungen spielen für den kurzfristigen Handel zwar keine unmittelbare Rolle, aber sie könnten langfristig Handelsgewichte verschieben und dadurch indirekten Einfluss auf unsere Handelsstrategien entwickeln.

MAVEST GmbH

Churerstrasse 35

CH-9470 Buchs SG

FON: ++41 81 511 01 81

FAX: ++41 81 511 01 87

Handelsregister: CH-320.4.068.620-6

www.mavest.ch

DISCLAIMER

Wichtig ist uns: Auf keinen Fall sollten Leser aus unseren Bemerkungen und aus den manchmal etwas launigen Kommentierungen Rückschlüsse auf unsere gemachten und schon gar nicht auf künftige Handelsentscheidungen von MAVEST ableiten. Für uns gilt: Der Markt zeigt uns die Richtung. Bis dahin sind wir schwebend unentschieden. Selbstverständlich sollte niemand sich durch diesen Kommentar oder andere Hinweise auf unserer Homepage aufgefordert fühlen, auf den Kapitalmärkten aktiv zu werden. MAVEST lehnt jegliche Verantwortung für etwaige Kapitalverluste von Lesern dieser Kommentare ausdrücklich ab. Zu unserem Grundverständnis gehört es, dass Engagements an den Kapitalmärkten immer durch freie Investoren auf eigenes Risiko erfolgen sollten.

Quellen (Auszug) zur weiteren Recherche empfohlen:

Wir bemühen uns um die Angabe der Original-Quellen, damit unsere Leser Details weiter analysieren oder tiefer in eine Materie einsteigen können. Wir wollen jedoch keine akademischen Lorbeeren mit unserem Kommentar erringen und daher verzichten wir auf Fußnoten und ausführliche, vollständige Verweise. Nicht kenntlich gemachte Zitate kommen bei uns selbstverständlich nicht vor. Falls wir besonders gelungene Begriffe oder Ideen anderer verwendet haben, finden sich Hinweise im Text.

Bernstein, Jake; Eisinger, Jesse in: ProPublica: Banks ´ Self Dealing Super-Charged-Financial Crisis - The Wall Street Money Machine, 26. August 2010 (Pulitzer-Sieger, Reportage).

Gross, William: (Investment Outlook) auf der Homepage von PIMCO.

Krugman, Paul in: New York Times: “The Conscience of a Liberal” (Kolumne).

McKinsey Global Institute (MGI): Mapping global capital markets: Fifth annual report; Oktober 2008.

McKinsey Global Institute (MGI): Growth and Renewal in the United States: Retooling America ´ s economic engine; Februar 2011.

O.V. in: The Economist: Angst in the United States - What’s wrong with America’s economy? 28. April 2011.

O.V. in: The Economist: Trust belt - China’s shadow banking system; 10. Februar 2011.

Roach, Stephen in: FTD: Rettung vor amerikanischen Zombies; 8. Mai 2011.

Rogoff, Kenneth; Reinhart, Carmen: Growth in a Time of Debt; 7. Januar 2010.

Shear, Michael in: New York Times: “Obama Urges Cuts and Taxes on the Rich”; 13. April 2011.

Todd, Emanuel: Weltmacht USA - ein Nachruf; 2002.

Hilfreich für das Auffinden von US-Daten war immer wieder: www.markt-daten.de.