

Die US-Regierung hat zwar ihr wichtiges Ziel erreicht, und die Schuldengrenze für den Staatshaushalt wurde angehoben, aber Zweifel an der langfristigen Tragfähigkeit des amerikanischen Wachstumsmodells bleiben. Droht den USA ein Vertrauensverlust?

US-Staatsanleihen: Unter den Blinden ist der Einäugige König

Aus den USAAA werden die USAA+

Nach zähen Verhandlungen und in buchstäblich letzter Sekunde konnten sich die politischen Parteien in Washington Anfang August gerade noch auf einen fiskalpolitischen Kompromiss einigen, der die rechtzeitige Anhebung der gesetzlichen Schuldengrenze ermöglicht und so die drohende Zahlungsunfähigkeit der US-Regierung verhindert hat. Gleichzeitig sah der Plan, der «Budget Control Act of 2011» vor, das Haushaltsdefizit in den kommenden zehn Jahren um 2,1 Bill USD zu reduzieren. Damit alles in Ordnung? Weit gefehlt! Nur wenige Tage später stufte die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) die Bonität der Vereinigten Staaten von Amerika herab. Statt der Bestnote »AAA« gibt es nun nur noch ein »AA+« – mit negativem Ausblick (vgl. Standard & Poor's 2011). Begründet hat S&P ihren Schritt insbesondere mit zwei Punkten: Erstens haben sich die politischen Fronten zwischen den Parteien so sehr verhärtet, dass sich eine Kompromissfindung als äußerst schwierig gestaltet. Die Fiskalpolitik ist damit weniger stabil, weniger effektiv und vor allem weniger vorhersehbar als bisher unterstellt. Zweitens haben sich Demokraten und Republikaner lediglich auf ein relativ bescheidenes und nicht nachhaltiges Sparprogramm einigen können, in dem die Ausgaben für die Sozialprogramme («entitlements») nur wenig gekürzt werden. Zudem scheint es so, als wären höhere Steuereinnahmen vom Tisch. Insgesamt reicht dieser Plan nicht aus, um die Schuldenquote mittelfristig zu stabilisieren. S&P betont zwar, dass es keine Präferenzen bezüglich des Mix aus Ausgabenkürzungen und Einnahmenerhöhungen hat, doch deuten diese Kritikpunkte darauf hin, dass S&P – genau wie

wir – der Auffassung ist, dass die USA ihre Haushaltslage nicht in den Griff bekommen werden, wenn nicht die Ausgaben für die Sozialprogramme gekürzt und gleichzeitig die Steuereinnahmen erhöht werden. Auch das langsamere Wirtschaftswachstum war ein Grund für die Herabstufung, zumal es die notwendige Haushaltskonsolidierung zusätzlich erschwert.¹ Dabei unterstellt S&P für die kommenden zehn Jahre noch immer ein Wirtschaftswachstum von durchschnittlich 3%. Und selbst im Negativszenario, das eine weitere Herabstufung der Bonität auf »AA« zur Folge hätte, erwartet man ein Wachstum von 2½%.² Eine erneute Aufwertung der USA auf »AAA« wird dagegen erst gar nicht ins Auge gefasst. Für S&P geht es bei den USA derzeit nur um zwei Ratings: »AA+« und »AA«. Weitere Herabstufungen sind daher wohl nur eine Frage der Zeit. Neben S&P, die ihr Rating auf »AA« senken könnten, dürfte Moody's als zweite wichtige Ratingagentur die USA von »AAA« auf »AA+« herabstufen. Bereits seit Mitte Juli versieht Moody's die Bewertung für die USA mit einem negativen Ausblick. Zwar bekräftigte die Agentur Anfang August noch einmal das aktuelle »AAA«-Rating, warnte allerdings, dass eine Herabstufung drohe, wenn (i) die fiskalpolitische Disziplin im kommenden Jahr nachlässt, (ii) bis 2013 keine weiteren Konsolidierungsmaßnahmen beschlossen werden, (iii) sich der konjunkturelle Ausblick deutlich eintrübt oder (iv) die Finanzierungskosten für die US-Regierung (also die Renditen von Staatsanleihen) deutlich ansteigen. Wäh-



Harm Bandholz*

* Dr. Harm Bandholz ist US-Chefvolkswirt der UniCredit Group in New York.

¹ Jeder Zehntel Prozentpunkt, den das BIP pro Jahr weniger wächst, erhöht nach Schätzungen des Congressional Budget Office das Defizit über einen Zehnjahreshorizont um 310 Mrd. USD (vgl. CBO 2011).

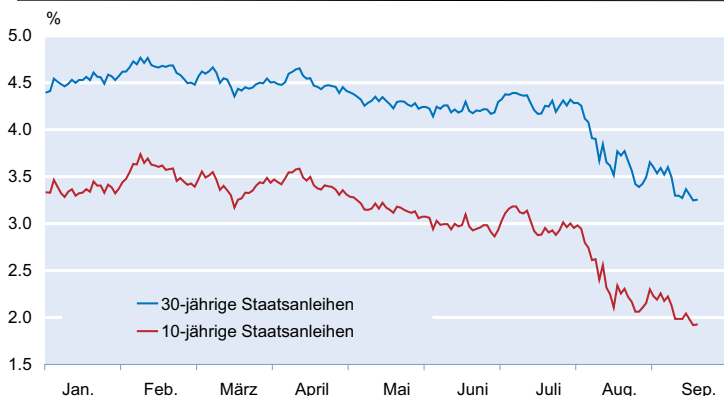
² Im Vergleich zum Basisszenario unterstellt das Negativszenario ein langsames Wachstum (2½% statt 3%) und eine niedrigere Inflationsrate (1½% statt 2%). Zudem wird ein Teil der bereits beschlossenen Ausgabenkürzungen nicht umgesetzt.

rend es derzeit nicht so aussieht, als würden die Renditen deutlich ansteigen (mehr dazu im nächsten Abschnitt), deuten die ersten drei Punkte durchaus auf eine Herabstufung hin. Insbesondere die Forderung nach zusätzlichen Konsolidierungsmaßnahmen erscheint im aktuellen Umfeld beinahe unmöglich zu erfüllen. Denn mit der näher rückenden Präsidentschaftswahl dürfte sich das politische Klima in Washington kaum verbessern.

Ein neues »Conundrum«?

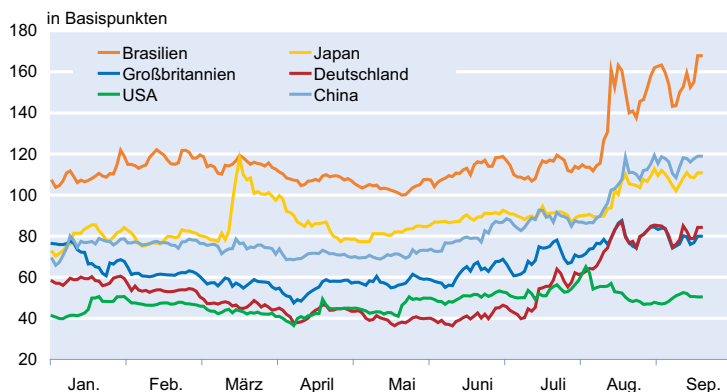
Stellen wir uns ein großes Unternehmen vor, das aufgrund interner Streitigkeiten im Top-Management keine strukturellen Richtungsentscheidungen treffen kann, dessen Bonität aufgrund schlechter Bilanzkennziffern herabgestuft wurde und dessen Umsatzerwartungen (Wachstum) deutlich nach unten korrigiert wurden. Wie Investoren auf diese Entwicklungen reagieren würden, ist wohl lediglich eine rhetorische Frage. Mit ziemlicher Sicherheit würde der Aktienkurs des Unternehmens nachgeben und der Spread sich ausweiten. Das bedeutet, dass Geldgeber höhere Zinsen für ihr eingesetztes Kapital fordern würden. Ganz anders die Situation in den USA. Hier haben die Renditen für langfristige Staatsanleihen Mitte September sogar ein neues Allzeit-Tief von 1,88% markiert. Selbst für Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren muss die US-Regierung nur magere 34% Zinsen zahlen (vgl. Abb. 1). Die Investoren akzeptieren also sogar eine immer niedrigere Verzinsung, obwohl die US-Regierung Anfang August nur knapp der Zahlungsunfähigkeit entgangen ist und obwohl die Bonität der USA herabgestuft wurde. Wie lässt sich dieses »Conundrum« erklären?³

Abb. 1
US-Renditen auf Talfahrt
Renditen für US-Staatsanleihen (ab Januar 2011)



Quelle: Bloomberg; UniCredit Research.

Abb. 2
Versicherungsprämien gegen den Zahlungsausfall von Staatsanleihen
Preise für Credit Default Swaps (ab Januar 2011)



Quelle: Bloomberg; UniCredit Research.

Sicherer Hafen – oder einzige Alternative?

Auf diese Frage gibt es im Wesentlichen zwei Antworten. Erstens glauben die Anleger weiterhin an die Sicherheit von US-Staatsanleihen. In dem aktuellen Umfeld, in dem sich die Marktteilnehmer um die Schuldenkrise in den westlichen Industrieländern sowie eine Abschwächung der Weltkonjunktur sorgen, suchen Investoren noch immer den sicheren Hafen (»safe haven«) der US-Staatsanleihen. Hier gibt es zwar keine hohen Zinsen zu verdienen, aber – so die allgemeine Auffassung – zumindest das eingesetzte Kapital ist sicher. Diese Einschätzung spiegelt sich auch in der Entwicklung der Credit Default Swaps (CDS), eine Art Versicherungsprämie gegen einen möglichen Zahlungsausfall, wider. Während sich die CDS-Spreads für die Staatsanleihen der meisten anderen Länder, inklusive Deutschland, im Zuge der jüngsten Marktturbulenzen und Konjunktursorgen deutlich ausgeweitet haben, haben sie sich für die USA trotz der Herabstufung durch S&P seit Anfang August sogar wieder eingengt (vgl. Abb. 2).

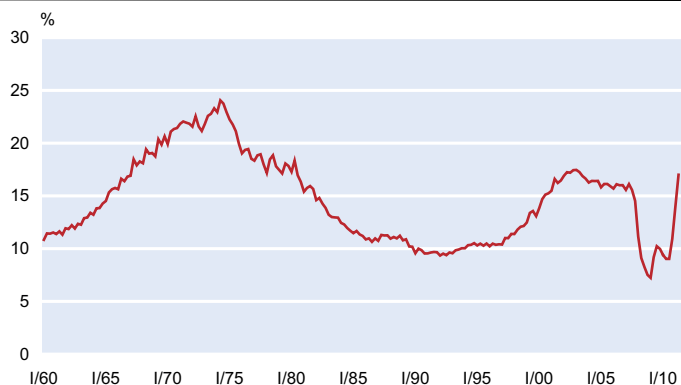
Auch wir denken, dass die US-Regierung auf absehbare Zeit ihre Schulden und die fälligen Zinszahlungen immer pünktlich bedienen wird. Selbst die Anfang August gerade noch abgewendete Krise wäre ja im eigentlichen Sinne nicht Folge einer Zahlungsunfähigkeit gewesen, sondern das Ergebnis von politischer Zahlungsunwilligkeit. Zudem hatte das US-Finanzministerium Zahlungen an Gläubiger priorisiert, so dass der Schuldendienst wohl auch ohne eine rechtzeitige Anhebung der Schuldenobergrenze gelei-

³ Alan Greenspan, der ehemalige Chairman der US-Notenbank, sprach Anfang 2005 von einem »conundrum«, als die langfristigen Renditen trotz einer strafferen Geldpolitik nicht steigen wollten (vgl. Greenspan 2005).

tet worden wäre. Sollte die US-Regierung in einigen Jahren tatsächlich nicht mehr in der Lage sein, ihren Verpflichtungen nachzukommen, gibt es ja immer noch die Notenbank. Bereits jetzt hält die Federal Reserve US-Staatsanleihen im Wert von 1,7 Bill. USD; das sind rund 17% der ausstehenden Treasuries. Damit ist der Anteil der «monetisierten» Staatsschuld in den USA etwa so hoch wie in Großbritannien. Die EZB dagegen hielt zur Jahresmitte rund 11% der Staatsanleihen aus Griechenland, Portugal und Irland, während die Bank of Japan »nur« 7½% der japanischen Staatsanleihen besaß (vgl. IWF 2011 a). Eine weitere Aufstockung ist durchaus möglich. Immerhin hielt die US-Notenbank Mitte der 1970er Jahre schon einmal 24% aller Staatsanleihen (vgl. Abb. 3). Um diesen Wert zu erreichen, müsste die Fed ihren aktuellen Bestand an Staatsanleihen noch einmal um 600 Mrd. USD erhöhen – und bei 24% ist das Ende der Fahnenstange ja nicht zwangsläufig erreicht. Das soll nicht bedeuten, dass wir eine noch expansivere Geldpolitik befürworten – im Gegenteil. Aus unserer Sicht war bereits das gerade abgeschlossene, 600 Mrd. USD-schwere Aufkaufprogramm von Staatsanleihen (»QE2«) ein Fehler. Vorige Gedanken sollen lediglich unterstreichen, weshalb die USA auf absehbare Zeit in der Lage sein dürften, ihre Schulden zurückzuzahlen. Freilich könnte das Geld in realer Rechnung und in heimischer Währung der Anleger dann weniger Wert sein. Denn bei der aktuellen Geld- und Fiskalpolitik muss man sowohl damit rechnen, dass die Inflationsraten ansteigen als auch, dass der US-Dollar abwertet.⁴ Allerdings scheinen sich die Anleger derzeit um steigende Inflationsraten nicht zu sorgen. Aktuell werden sogar negative Realzinsen akzeptiert. Und auch wenn die ausländischen Investoren, die zum Ende des ersten Quartals 46% aller US-Staatsanleihen gehalten haben, unter einer anhaltenden Abwertung des US-Dollars leiden, sind viele von

Abb. 3

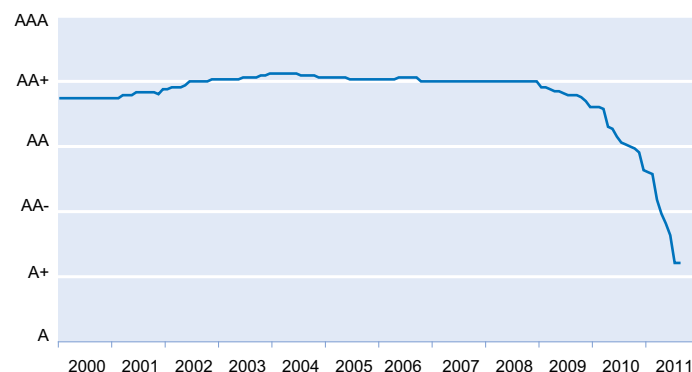
US-Notenbank hält derzeit 17% aller Staatsanleihen
Anteil an US-Staatsanleihen, der von der Federal Reserve gehalten wird



Quelle: US Department of the Treasury; Federal Reserve, UniCredit Research.

Abb. 4

Eurozone: Länder wurden im Durchschnitt um drei Notches herabgestuft
Rating der Länder in der Eurozone (ungewichteter Durchschnitt der EU12)



Quelle: UniCredit Research.

ihnen – nämlich alle Länder, die ihre Währung in irgendeiner Form an den US-Dollar gekoppelt haben (z.B. China oder die ölexportierenden Länder) – quasi gezwungen, auch weiterhin US-Anleihen zu kaufen. Andernfalls würde nämlich die heimische Währung gegenüber dem Dollar (kräftiger) aufwerten, was wiederum den Wert des bereits bestehenden Anleihe-Portfolios zusätzlich reduzieren und vor allem den heimischen Exportsektor belasten würde.

Die zweite Erklärung für das ungebrochene und zuletzt sogar steigende Interesse der Investoren an US-Staatsanleihen ist schlichtweg der Mangel an Alternativen. Ein alternativer Markt muss nämlich nicht nur sicher sein, sondern auch groß genug, um die Massen an Liquidität aufnehmen zu können. Immerhin gibt es derzeit knapp 9½ Bill. USD an ausstehenden US-Staatsanleihen; hinzukommen mehr als 7½ Bill. USD an Verbindlichkeiten der staatlichen Hypothekenfinanzierer (Fannie Mae, Freddie Mac, etc) und knapp 3 Bill. USD an ausstehenden Municipal Bonds (Anleihen der Länder und Kommunen). Bis vor gut zwei Jahren sah es so aus, als könnte sich die Eurozone zu einer solchen Alternative entwickeln. Doch diese Hoffnung hat sich wohl vorerst zerschlagen. So hat sich im Zuge der Schuldenkrise etwa das durchschnittliche Rating der EU12-Länder seit Ende 2008 von »AA+« auf »A+« verschlechtert (vgl. Abb. 4).

Ohnehin gibt es derzeit nur noch 14 Staaten, die von allen drei großen Ratingagenturen die Bestnote »AAA« halten (vgl. Tab. 1). Hinzu kommen sieben weitere Länder, die zumindest von einer Agentur diese Bewertung bekommen. Dazu zählen die USA genauso wie Liechtenstein oder die Bermudas. Schwel-

⁴ Das Beispiel Japan zeigt allerdings, dass eine ultra-expansive Geldpolitik nicht zwangsläufig zu steigenden Inflationsraten führt.

Tab. 1
Staaten mit »AAA«-Rating

	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Staaten mit drei »AAA«-Ratings			
Australien	x	x	x
Dänemark	x	x	x
Deutschland	x	x	x
Finnland	x	x	x
Frankreich	x	x	x
Großbritannien	x	x	x
Kanada	x	x	x
Luxemburg	x	x	x
Niederlande	x	x	x
Norwegen	x	x	x
Österreich	x	x	x
Schweden	x	x	x
Schweiz	x	x	x
Singapur	x	x	x
Staaten mit zwei »AAA«-Ratings			
Isle of Man	x	x	
Neuseeland		x	x (negativer Ausblick)
Vereinigte Staaten		x (negativer Ausblick)	x
Staaten mit einem »AAA«-Rating			
Bermudas			x
Guernsey	x		
Hongkong	x		
Liechtenstein	x		

Quelle: Ratingagenturen; UniCredit Research.

lenländer fehlen in dieser Liste bislang noch komplett. Dabei ist die Verschuldung dort deutlich niedriger als in den Industrienationen. Nach Angaben des IWF liegt die Schuldenquote der Entwicklungs- und Schwellenländer derzeit bei 35% – Tendenz fallend (vgl. Abb. 5). In den Industrienationen beträgt sie dagegen rund 100% – Tendenz steigend.

China zum Beispiel weist eine Schuldenquote von gerade einmal 17% auf.⁵ Trotzdem hat das Land nur eine Bonität von »AA-«. Der Grund dafür ist, dass die Ratingagenturen

nicht nur auf die Schuldenquoten achten, sondern eine Reihe weiterer Faktoren berücksichtigen, wie das Einkommensniveau (z.B. BIP pro Kopf), die politische Stabilität oder den Liberalisierungsgrad der Finanzmärkte. Hier gibt es in China und den meisten anderen Schwellenländern nach wie vor erheblichen Aufholbedarf – auch wenn in den vergangenen Jahren große Fortschritte erzielt wurden. Noch aber ist keines der Schwellenländer eine echte Alternative zum »AA+«-Land USA.

Wie lange geht das gut?

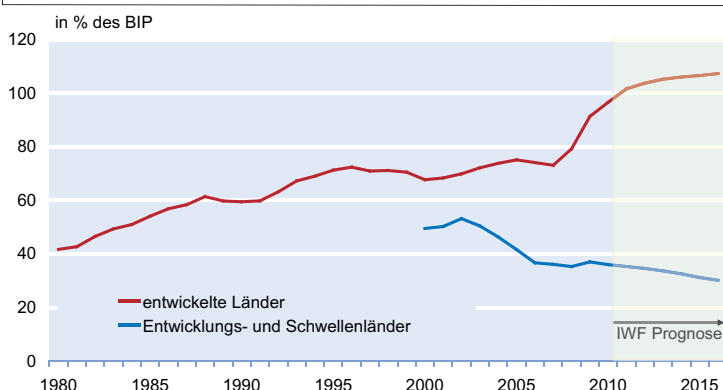
Letztlich ist die anhaltend hohe Nachfrage nach US-Staatsanleihen aus unserer Sicht weniger auf ihre absolute, sondern vor allem auf ihre relative Attraktivität zurückzuführen. Es gibt derzeit für die Anleger schlichtweg keine echte Alternative zu den US-Staatsanleihen als sicherem Anlagehafen und auch keine zum US-Dollar als Weltreservewährung. Solange der Greenback diesen Status behält und er von vielen ausländischen Staaten als Ankerwährung betrachtet wird, bleibt also die Nachfrage nach US-Staatsanleihen hoch. Zudem kann die US-Notenbank eine expansivere Geldpolitik betreiben, was im Zweifel den Aufkauf von Staatsanleihen in großem Stil umfasst. Allerdings erscheint ein System, das auf der Wahl des geringeren Übels basiert, wenig stabil. So zeigen sich besonders die aufstrebenden Schwellenländer, allen voran China als größter ausländischer Gläubiger der USA, bereits seit vielen Jahren unzufrieden über die aktuelle Situation und drängen auf eine alternative Reservewährung (vgl. Washington Times 2009).

Gleichzeitig hat aber gerade China durch seine Wechselkursbindung und die damit verbundenen Käufe von US-Anleihen die globale Rolle des US-Dollar in den vergangenen Jahren gestärkt – es war eben das geringere Übel. Etwas ändern würden an der aktuellen Situation wohl vor allem die folgenden drei Entwicklungen:

1. Die fiskalpolitische Situation in den USA läuft noch mehr aus dem Ruder. Die politischen Grabenkämpfe halten an und verhindern eine nachhaltige Lösung des Schuldenproblems. Anstatt die Sozial-

1. Die fiskalpolitische Situation in den USA läuft noch mehr aus dem Ruder. Die politischen Grabenkämpfe halten an und verhindern eine nachhaltige Lösung des Schuldenproblems. Anstatt die Sozial-

Abb. 5
Unterschiedliche Schuldendynamik in Industrienationen und Schwellenländern
Gesamtstaatliche Verschuldung



Quelle: IWF; UniCredit Research.

⁵ Allerdings gibt es kritische Stimmen, nach denen die Gesamtverschuldung des chinesischen Staates eher bei 80% als bei 20% liegt (vgl. Wall Street Journal 2011).

programme zu reformieren und Steuereinnahmen zu erhöhen, werden weiterhin nur die diskretionären Ausgaben gekürzt. Notwendige Investitionen in Bildung und Infrastruktur bleiben aus, so dass das Potenzialwachstum weiter zurückgeht. Entsprechend erhöht sich die Schuldenquote noch dramatischer als unterstellt, und die Ratingagenturen stufen die Bonität der USA weiter herab. Dieses Szenario erscheint nicht unplausibel. Vor allem die Belastung der öffentlichen Haushalte durch ein schwächeres Wachstum ist eine reelle Gefahr, die bislang nicht genügend beachtet wird.

2. **Es kristallisiert sich eine ernsthafte Alternative zum US-Dollar als Weltreservewährung heraus.** Zum Beispiel könnte Europa gestärkt aus der aktuellen Situation hervorgehen und den USA den Rang ablaufen. Immerhin hat die Krise in den vergangenen Jahren die Defizite der Währungsunion schonungslos ans Licht gebracht. Sollte es der Politik nun gelingen, diese Mängel zu beheben, wäre der Euro eine bessere Alternative denn je. Vorstellbar wäre auch die Währung eines der großen Schwellenländer (vgl. Murphy und Yuan 2009). Diese Länder haben, wie oben erläutert, bereits jetzt eine deutlich bessere Schuldenarithmetik als die westlichen Industrienationen. Eine weitere Stabilisierung des politischen Systems in Kombination mit anhaltenden strukturellen Reformen zur Stärkung der heimischen Wirtschaft (steigende Einkommen, Sozialleistungen) und einer weiteren Liberalisierung der Finanzmärkte sollte dafür sorgen, dass sich der positive Rating-Drift, den diese Länder in den vergangenen Jahren erfahren haben, weiter fortsetzt. In Verbindung mit den strukturell höheren Wachstumsraten sollte das die dortigen Währungen attraktiver machen und Investoren anlocken. Immer wieder diskutiert wird zudem, dass die Reservewährung nicht eine einzelne Währung ist, sondern aus einem Korb von Währungen besteht (wie zum Beispiel die Sonderziehungsrechte (SDR) des IWF) (vgl. IWF 2011b). So hatte der ehemalige IWF-Präsident Strauss-Kahn Anfang Februar angeregt, dass in SDR denominierte Anleihen eine neue Form von Reserven sein könnten (vgl. Strauss-Kahn 2011).
3. **Länder lösen die Bindung zum US-Dollar.** Dieses ist eine etwas schwächere Form von Punkt 2. Denn auch wenn der US-Dollar weiterhin die Weltreservewährung bleibt, könnten mehr und mehr Länder ihre Bindung zum Greenback lösen. China zum Beispiel hat Mitte 2005 seine feste Wechselkursbindung zum US-Dollar gelockert und verfolgt seitdem eine Politik der kontrollierten Aufwertung (bislang: + 30%). Auch die ölexportierenden Golfstaaten haben bereits mehrfach über eine Auflösung des USD-Peg nachgedacht. Kuwait hat diesen Schritt im Jahr 2007 sogar vollzogen und bindet den Dinar seitdem an einen Währungskorb. Die wesentliche Motivation für diesen Schritt war stets ein Anstieg der heimischen Inflationsraten. Ohne den USD-Peg müssten diese Länder ihre Ex-

portüberschüsse nicht länger in in US-Dollar denominierte Anlagen reinvestieren. Die Nachfrage nach US-Staatsanleihen würde somit spürbar zurückgehen.

Vermutlich werden alle diese Entwicklungen dazu beitragen, die Rolle des US-Dollar und damit die Nachfrage nach US-Staatsanleihen allmählich zu schwächen. Allerdings vollziehen sie sich nicht von heute auf morgen. China zum Beispiel hat bereits vor sechs Jahren – mit der Auflösung seiner festen Wechselkursbindung – damit begonnen, seine Währungsreserven graduell zu diversifizieren. Trotzdem ist der US-Dollar nach wie vor die unangefochtene Reservewährung. Bis die Schwellenländer soweit sind, eine wichtigere Rolle zu spielen, wird es noch eine ganze Weile dauern, und auch ein Ende der Europäischen Schuldenkrise ist derzeit leider noch nicht in Sicht. Vor diesem Hintergrund werden die Investoren weiterhin auf Altbewährtes setzen und wohl oder übel ihr Vertrauen in US-Staatsanleihen behalten müssen.

Literatur

- CBO (2011), *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2011 to 2021*, Januar.
- Greenspan, A. (2005), »Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress«, 16. Februar.
- IWF (2011a), *Fiscal Monitor Update*, Juni, Washington.
- IWF (2011b), »Enhancing International Monetary Stability – A Role for the SDR?«, Working Paper, 7. Januar.
- Murphy, M. und W.J. Yuan (2009), »Is China Ready to Challenge the Dollar?«, Center for Strategic and International Studies, Oktober.
- Standard & Poor's (2011), »United States of America Long-Term Rating Lowered to «AA+» On Political Risks and Rising Debt Burden; Outlook Negative«, 5. August.
- Strauss-Kahn, D. (2011), »Toward a More Stable International Monetary System«, Rede vom 10. Februar.
- Wall Street Journal* (2011), »Beijing's Financial Day of Reckoning Is Near«, 21. Juni.
- Washington Times* (2009), »BRIC calls for diverse reserve currency«, 17. Juni.



Michael Menhart*

Das globale Wachstumsmodell im Stresstest

Die Reise nach Jerusalem auf den internationalen Kapitalmärkten ist in vollem Gange. Wer ins Visier der Anleger gerät, muss sich um seine kurzfristige Liquiditätsversorgung ernsthafte Sorgen machen. Dieses Spiel ist an sich nicht neu. Neu ist, dass nicht mehr nur Unternehmen, sondern verstärkt auch Staaten um einen Sitzplatz bangen müssen.

Nachdem in den letzten Wochen und Monaten in erster Linie einzelne Mitgliedstaaten der Eurozone im Blickfeld der Kapitalmarktakteure standen, hat eine innenpolitische Debatte in den USA Anfang August dafür gesorgt, dass sich der Fokus kurzzeitig verschoben hat. Der Streit über die notwendige Anhebung der Staatsverschuldungsgrenze war Auslöser einer grundsätzlichen Vertrauensfrage: »Ist die USA langfristig ein solider Schuldner?« In der öffentlichen Debatte wird diese Frage häufig auf kurzfristige, konjunkturelle Entwicklungen und Risiken in den USA fokussiert, mit besonderem Schwerpunkt auf die Staatsfinanzen. Diese Perspektive muss jedoch um die zunehmend dringlichere Frage erweitert werden, ob das Wachstumsmodell der USA und – damit eng verbunden – der Weltwirtschaft langfristig vertrauenswürdig ist.

Das Vertrauen in die US-Konjunktur

Die Ratingagentur Standard & Poor's machte mit der Herabstufung ihrer Einschätzung zur Kreditwürdigkeit der USA am 5. August deutlich, dass ihr Vertrauen in die Fähigkeit und Bereitschaft von Regierung und Kongress zur Lösung des Problems der steigenden Staatsverschuldung gesunken ist. Als Reaktion darauf kam es zu massiven Turbulenzen auf den internationalen Aktienmärkten. Der Dow-Jones-Index fiel erstmals seit zehn Monaten wieder unter

die 11 000 Punkte-Marke. Neuerliche Sorgen über einen Rückfall der US-Wirtschaft in die Rezession haben deutlich an Gewicht gewonnen.

Zweifellos schwächt die US-Wirtschaft momentan. Sie hat sich von dem Platzen der Vermögensblase 2007 noch immer nicht vollständig erholt und bleibt anfällig für Störfaktoren, wie wir sie in Form starker Finanzmarktschwankungen sowie politischer Krisen in den vergangenen Wochen gesehen haben. Der politische Streit um die Anhebung der staatlichen Schuldengrenze hat den US-Bürgern und der Welt die tiefe politische Spaltung des Landes vor Augen geführt. Nicht zuletzt in Anbetracht des bevorstehenden Präsidentschafts-Wahlkampfes verbleiben Zweifel, ob sich die politischen Gegner im ökonomischen Ernstfall wieder auf einen Kompromiss einigen oder eine für die US- und Weltwirtschaft möglicherweise fatale Eskalation zulassen werden. Fiskalpolitische Möglichkeiten, um auf konjunkturelle Rückschläge reagieren zu können, sind limitiert. Auch die Möglichkeiten der Zentralbank, konjunkturfördernd einzugreifen, sind nach jahrelanger Niedrigzinspolitik nahezu erschöpft. Die politische Rolle der Federal Reserve als Käufer von US-Treasuries gefährdet zudem ihre langfristige Glaubwürdigkeit als unabhängige Währungshüterin.

Im Rahmen der Diskussion um die Verschuldungsproblematik der USA wird häufig mit mehr oder weniger großem Alarmismus betont, die US-Staatsverschuldung werde in diesem Jahr die Grenze von 100% des Bruttoinlandsproduktes (BIP) erreichen. Jenseits der Frage, welche Aussagekraft eine Kennzahl, die eine Fließgröße (BIP) mit einer Bestandsgröße (Staatsverschuldung) in Beziehung setzt, wirklich hat, lässt sich damit keine Vertrauenskrise begründen. Nicht die absolute Höhe der staatlichen Verschuldung, sondern vielmehr die Neuverschuldung seit 2009 sowie die geplante Nettokreditaufnahme in den nächsten Jahren geben Anlass zur Besorgnis bei vielen Kapitalmarktakteuren. Davon unbenommen wird der US-Staat in den nächsten Jahren ein solider Schuldner bleiben. Auch die großen Rating-Agenturen schätzen dies so ein; das AA+ von Standard & Poor's bleibt eine hervorragende Bewertung. Ein echtes Liquiditätsrisiko, wie es sich jüngst in der Eurozone bei einigen Staaten manifestiert hat, besteht für die USA auf absehbare Zeit nicht. Die Nachfrage nach US-amerikanischen Staatsanleihen wird sich kurzfristig nicht substantiell verringern. Der Markt für US-Treasuries hat mit über 9 000 Mrd. USD ein Volumen, an dem die Kapitalanleger weltweit schlichtweg nicht vorbei kommen. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich an ihrem Anlageverhalten kurzfristig etwas ändert, ist selbst bei erhöhter Risikoeinschätzung sehr gering.

Aus den aktuell durchaus berechtigten Sorgen um die Staatsfinanzen, die Handlungsfähigkeit der US-Regierung sowie die US-Konjunktur lässt sich aber noch kein grundsätzlicher

* Dr. Michael Menhart ist Chefvolkswirt der Munich RE, Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft, München.

Vertrauensverlust in die Leistungsfähigkeit der größten Volkswirtschaft der Erde ableiten. Die Vereinigten Staaten haben es in den vergangenen Jahrzehnten immer wieder geschafft, staatliche Haushalte wirkungsvoll zu konsolidieren.¹ Eine zentrale Rolle spielte dabei in der Vergangenheit aber immer wirtschaftliches Wachstum.² Eine nachhaltige Sanierung der Staatsfinanzen in den USA ohne Rückenwind durch ein entsprechendes Wirtschaftswachstum ist nur schwer vorstellbar. Genau an dieser Stelle sind zunehmende Zweifel an der langfristigen Leistungs- und Heilungskraft der US-amerikanischen Volkswirtschaft angebracht. Die Höhe der Staatsverschuldung spielt dabei sicherlich eine, aber bei Weitem nicht die einzige Rolle. So ist die Höhe der privaten Verschuldung in den USA, auch im internationalen Vergleich, deutlich alarmierender. Wenngleich hier seit 2008 eine spürbare Entschuldung eingesetzt hat, ist das Verschuldungsniveau der privaten Haushalte und Unternehmen mit ca. 260% des BIP noch immer beträchtlich.

Die aktuelle US-Schuldenkrise ist nicht der erste Anlass für Zweifel an der Tragfähigkeit und langfristigen ökonomischen Stärke des Landes. Und es wäre sicherlich nicht das erste Mal, dass Beobachter vor allem außerhalb der USA von der Erneuerungskraft der US-Wirtschaft und dem Optimismus der US-Konsumenten überrascht würden. Auch heute verfügen die USA über Stärken, um die sie Industrienationen in Europa genauso wie viele der aufstrebenden zukünftigen Wirtschaftsmächte Asiens und Lateinamerikas beneiden.

Das Vertrauen in das US-Wachstumsmodell

Noch immer zeichnen die USA eine Wirtschaftsstruktur aus, die den Glauben an ihre langfristige Wachstumsstärke rechtfertigt. Beispielsweise ist die weiterhin hohe Flexibilität des riesigen US-Arbeitsmarktes ein im internationalen Vergleich (vor allem zu Europa) nicht zu vernachlässigender Wachstumstreiber. Die USA profitieren nach wie vor von ihrer globalen Führungsrolle in großen Teilen des Dienstleistungssektors (z.B. Finanzindustrie) sowie einer anhaltend hohen Innovationsdynamik in zahlreichen Zukunftsbranchen. Wesentliche fundamentale Innovationen in den Bereichen der Informations- und Telekommunikationstechnologie kommen weiterhin aus den USA. Schließlich liegt ein weiterer wachstumsrelevanter Vorteil der Vereinigten Staaten gegenüber anderen Industrienationen in der günstigeren demographischen Entwicklung. Mit einer Geburtenrate von circa 2,1 Kindern und einer Zuwanderung von jährlich etwa 1 Mill. Menschen ist ein Anstieg der US-Bevölkerung von heute knapp 310 Millionen auf über

¹ Unter Präsident Clinton erfolgte ein Rückgang der Schuldenstandsquote von 65,7% des BIP im Jahr 1994 auf 54,7% im Jahr 2001, gleiches war zwischen 1946 (121,9%) und 1974 (32,3%) mit kurzen Unterbrechungen der Fall.

² Das US-BIP legte in den entsprechenden Zeiträumen um durchschnittlich 6,9% (1946–1974) bzw. 5,6% (1994–2001) pro Jahr zu.

350 Millionen im Jahr 2025 zu erwarten. Im Gegensatz zu Industrienationen wie Deutschland ist für die USA nicht mit einer demographiebedingten signifikanten Abschwächung des Trendwachstumspotenzials zu rechnen.

Die langfristige Wachstumsstärke der USA steht dennoch zunehmend in Zweifel. Grund dafür ist eine steigende Skepsis bezüglich der Nachhaltigkeit der ökonomischen und gesellschaftlichen Entwicklungen der vergangenen Jahrzehnte – nicht nur in den USA.

Soziale Ungleichheit

In der vergleichsweise hohen und weiter zunehmenden sozialen Ungleichheit liegt ein Risiko für die wirtschaftliche Entwicklung der Vereinigten Staaten. Das Auseinanderdriften der sozialen Schere ist zu einer Gefahr für den Zusammenhalt in der amerikanischen Gesellschaft und damit auch für die Stabilität ihres Wachstumsmodells geworden. Der bereits seit den 1970er Jahren zu beobachtende Trend einer im internationalen Vergleich hohen sowie stärker steigenden Einkommensungleichheit hat sich seit 2000 noch verschärft.³ Bei ausbleibender Trendumkehr dürfte der ohnehin rückläufige Beitrag des privaten Konsums zur langfristigen Wirtschaftsentwicklung damit zunehmend schwächer ausfallen. Dies gilt umso mehr, wenn gleichzeitig die private Verschuldung zurückgeführt werden soll.

Strukturelle Probleme

Im langfristigen Ausblick leidet die US-Wirtschaft zusehends unter einer veralteten Infrastruktur. Die Existenz einer signifikanten Investitionslücke ist zwar keine neue Erkenntnis, doch treffen die volkswirtschaftlichen Kosten die US-Wirtschaft voraussichtlich erst in den kommenden Jahren mit voller Härte. Weite Teile der US-Industrie werden somit mittel- bis langfristig damit beschäftigt sein, ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit wieder zu erlangen. Außergewöhnliche Wachstumsbeiträge werden sie auf absehbare Zeit nicht liefern können.⁴

Aktuelle empirische Untersuchungen geben Anlass zu der Vermutung, dass die inflationsstabile Arbeitslosenquote in

³ Laut OECD-Angaben ist der Gini-Koeffizient der Einkommensverteilung für den OECD-Durchschnitt seit Mitte der 1970er Jahre von 0,30 auf 0,32 angestiegen. Im gleichen Zeitraum verzeichnete das entsprechende Maß zur Einkommensungleichheit für die USA einen Anstieg von 0,32 auf 0,38.

⁴ Besonders problematisch ist die Lage im Bereich der wichtigen Verkehrsinfrastruktur. Den jährlichen Investitionen im Transportsektor von ca. 90 Mrd. USD steht beispielsweise bis 2020 ein jährlicher Investitionsbedarf von 240 bis 290 Mrd. USD gegenüber (National Surface Transportation Policy and Revenue Study Commission 2007). Der Verband der amerikanischen Bauingenieure geht zudem davon aus, dass eine Fortsetzung der heutigen Investitionspolitik bis zum Jahr 2020 mit einem Anstieg der Transportkosten um 430 Mrd. USD sowie mit volkswirtschaftlichen Kosten von bis zu 912 Mrd. USD verbunden ist (vgl. ASCE 2011).

den USA seit 2010 deutlich angestiegen ist. Eine konjunkturelle Erholung wirkt sich damit deutlich weniger auf den Arbeitsmarkt aus, als dies früher der Fall war. Dies deutet darauf hin, dass die US-Wirtschaft in Zukunft bislang aufgeschobene strukturelle Probleme zu lösen haben wird. In Bezug auf die langfristige Wirtschaftsstärke des Landes bedeutet dieser notwendige Erneuerungsprozess Risiko und Chance zugleich.

Ressourcenabhängigkeit

Ein weiteres Trendwachstumsrisiko liegt in der im internationalen Vergleich relativ hohen Ressourcenabhängigkeit der USA. Der Internationale Währungsfonds weist darauf hin, dass die zunehmende Ressourcenbeschränktheit die US-Wirtschaft vergleichsweise härter treffen wird als andere Industrienationen in Asien und der EU (IWF 2011). Insbesondere die Ölabhängigkeit der USA birgt demnach ein erhebliches Wachstumsrisiko.

Das US-amerikanische Wachstumsmodell und die Stabilität des globalen Wirtschafts- und Währungssystems

Das wohl bedeutendste Risiko für die langfristige wirtschaftliche Entwicklung der USA erwächst aus der Zukunftsfähigkeit des eigenen Wachstumsmodells und dessen Verflechtung mit dem internationalen Wirtschafts- und Währungssystem. Das Wachstumsmodell der USA basiert dabei traditionell auf dem Beitrag des privaten Konsums. Laut OECD trugen die privaten Haushalte im Zeitraum 2002–2007 durchschnittlich rund drei Viertel zum Wirtschaftswachstum bei. Das günstige Konsumklima resultiert dabei unter anderem aus der Niedrigzinspolitik der Zentralbank und aus öffentlichen Förderprogrammen wie zum Beispiel staatlicher Immobilien- oder Kreditfinanzierung.

Die Möglichkeit des kreditfinanzierten Konsums ergibt sich vor allem aus der einmaligen Liquiditätstiefe des US-Finanzmarkts. Die Handelspartner der USA stellen den US-amerikanischen Konsumenten ihre Ersparnisse sowie ihre Exporterlöse durch Investitionen in die US-Wirtschaft zur Verfügung und unterstützen somit die Niedrigzinspolitik der Fed und die Bundespolitik. Letztlich sind also das konsumgetriebene Wachstum der USA und die exportorientierten Entwicklungsstrategien vieler Industrie- und Schwellenländer zwei Seiten derselben Medaille. Die Zukunftsfähigkeit des US-amerikanischen Wachstumsmodells hängt damit zwangsläufig von der langfristigen Stabilität des internationalen Finanz- und Währungssystems ab.

In der öffentlichen Diskussion wird diese Stabilitätsdebatte vorrangig unter dem Etikett der »Globalen Ungleichgewich-

te« geführt. Prominente Beobachter sehen in den überproportional großen Leistungsbilanzungleichgewichten eine der Hauptursachen für die jüngste Finanzkrise und eine zentrale Gefahr für die zukünftige Stabilität der globalen Wirtschaftsordnung.

Als einer der größten Gläubiger der USA fällt der Volksrepublik China dabei eine entscheidende Rolle zu. Das chinesische Wachstumsmodell stellt eine Art Komplement zum US-amerikanischen Modell dar: exportgetriebenes Wachstum und eine unterbewertete Währung führen zu umfangreichen Kapitalexporten. Die sich aus dem ständigen Aufkauf von USD am Devisenmarkt ergebenden Dollarreserven werden vorrangig in US-amerikanische Staatsanleihen investiert. China finanziert damit zwangsläufig einen Teil des privaten und öffentlichen Konsums eines seiner wichtigsten Handelspartner.

Wie lange China noch an seinem aktuellen Wachstumsmodell festhalten kann und will ist jedoch fraglich. Sollte das globale Währungsregime mit dem USD als zentraler Leit- und Reservewährung tatsächlich ins Wanken geraten, wäre es wohl auch mit dem konsumgetriebenen Wachstumsmodell der USA vorbei.

Fazit

Selbst wenn die aktuell so heiß diskutierten kurzfristigen Engpässe in den USA (Staatsfinanzen, Politik, Konjunktur) behoben würden, verbleiben Zweifel an der langfristigen Tragfähigkeit des amerikanischen Wachstumsmodells. Damit steht auch die globale Währungs- und Wirtschaftsordnung zur Diskussion. Welchen Ausgang eine Verschiebung der ökonomischen und politischen Kräfteverhältnisse im internationalen Machtgefüge nimmt, bleibt offen.

Eine Fokussierung der Diskussion auf die USA greift in jedem Fall zu kurz. Es besteht zwar kaum Anlass, die zukünftige wirtschaftliche und politische Macht Chinas und Europas angesichts der zahlreichen eigenen Probleme zu überschätzen. Wohin die Reise nach Jerusalem aber letztlich geht und wer langfristig einen begehrten Sitzplatz in diesem Spiel ergattert, wird nicht allein in Washington oder New York entschieden.

Literatur

- ASCE (2011), *Failure to Act. The economic impact of current Investment Trends in surface Transportation Infrastructure*. Prepared for the American Society of Civil Engineers by Economic Development Research Group, Inc. Washington.
- IWF (2011), *World Economic Outlook April 2011, Tensions from the Two-Speed Recovery Unemployment, Commodities, and Capital Flows*, Washington.
- National Surface Transportation Policy and Revenue Study Commission (2007), *Transportation for Tomorrow*, Washington.



Josef Braml*

USA: Treiber der nächsten Wirtschaftskrise

Tief greifende gesellschaftliche und politische Konflikte werden die wirtschaftlichen Probleme der USA verschärfen und ihre Regierung hindern, auf nachhaltiges Wirtschaften mit möglichst niedrigem Verbrauch fossiler Brennstoffe umzusteuern. Das wäre umso nötiger, da die durch hohe Ölpreise immer wieder forcierte wirtschaftliche Schieflage auch die außenpolitische Handlungsfähigkeit zur Sicherung dieser vitalen Ressourcen einschränkt.

Generationenkonflikte

Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat das Land zu einem Zeitpunkt getroffen, als sich die goldene Generation der (zwischen 1946 bis 1964 geborenen) Baby-Boomer anschickte, ihren Lebensabend mit den bis dato exorbitant gestiegenen Vermögenswerten zu genießen. Ohnehin sind die amerikanische Gesellschaft und Politik nicht darauf vorbereitet gewesen, die Wucht des demographischen Wandels, insbesondere im Gesundheitswesen und in der Altersvorsorge, abzufedern. Obwohl die amerikanische Gesellschaft weiterhin durch Einwanderer verjüngt wird, kann dieser Zustrom den Alterungsprozess nur abschwächen. Hinzu kommt, dass jüngere Generationen die älteren künftig nicht mehr finanzieren können. Die hohe Arbeitslosigkeit, die insbesondere jüngere Arbeitssuchende betrifft, und ein in vielen Bereichen marodes Bildungswesen geben ihnen dazu denkbar schlechte Voraussetzungen. Der Generationenkonflikt wird dadurch verschärft, dass die in den letzten Jahrzehnten angehäuften Schuldenberge abgebaut werden müssen, um die Kreditwürdigkeit der USA aufrechtzuerhalten. Das wird umso dringlicher, zumal das Ausland nicht mehr fähig oder bereit ist, Amerikas Staatsschulden zu finanzieren und die inländische Sparquote seit jeher niedrig ist. Denn auch viele private Haushalte sind hoch verschuldet.

* Dr. Josef Braml ist wissenschaftlicher Mitarbeiter bei der Gesellschaft für Auswärtige Politik (DGAP), Berlin.

Soziale Schieflage

Amerika ist in finanzieller Hinsicht ärmer geworden. Das Durchschnittseinkommen eines amerikanischen Haushalts hat sich im letzten Jahrzehnt, vor allem während der beiden Amtszeiten von Präsident George W. Bush, merklich verringert, insbesondere wenn man die Inflation mitberücksichtigt, sprich Kaufkraftwerte vergleicht: von 70 462 (1999) auf 67 976 (2009) Dollar (vgl. U.S. Census Bureau 2010, 33). Blickt man darüber hinaus noch hinter die Kulisse rechnerischer Durchschnittswerte, dann wird das Problem umso gravierender: Aufgrund der enormen Einkommensunterschiede gibt es ohnehin nur wenige »Durchschnittsamerikaner«. Wenige erhalten sehr viel vom Einkommenskuchen; sehr viele müssen sich mit wenig zufriedener geben. Der Gini-Index, ein statistisches Maß, das die Ungleichverteilung einer Gesellschaft misst¹, verdeutlicht, dass seit den 1970er Jahren in den USA die Einkommen immer ungleicher verteilt worden sind.² Unter den Staaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) weisen heute nur noch Mexiko und die Türkei schlechtere Werte auf (vgl. OECD 2008, insb. Country Notes: United States).

Bei den Vermögen ist die Ungleichheit noch ausgeprägter. Die Wirtschafts- und Finanzkrise vertiefte die ohnehin vorhandene Kluft. Die Vermögenswerte weißer Amerikaner sind jetzt 18- bzw. 20-mal so hoch wie jene der schwarzen und hispanischen Bevölkerung (vgl. Pew Research Center 2011). Ein typischer afroamerikanischer Haushalt verfügte 2009, nach dem Platzen der Immobilienblase, nur noch über 5 677 Dollar, ein hispanischer über 6 325 Dollar und ein weißer Haushalt über 113 149 Dollar Vermögen in Form von Bargeld, Bankguthaben, Autos, Haus- und Grundbesitz, Aktien, Anleihen oder Rentenansprüchen. Das sind die größten Unterschiede in den letzten 25 Jahren – seitdem diese Daten überhaupt erhoben worden sind. Auch hier verdeutlicht ein Blick hinter die statistischen Mittelwerte, dass jeweils ein Drittel der schwarzen und hispanischen Bevölkerung und 15% der weißen Bevölkerung überhaupt keine Vermögenswerte, sondern vielmehr Schulden haben.

Mittlerweile leben über 43 Mill. Amerikaner in Armut. Das ist die höchste Zahl seit 50 Jahren, seitdem diese Statistik überhaupt erfasst worden ist. Einer von sechs Amerikanern konnte sich 2009 – noch vor Barack Obamas Gesundheitsreform vom März 2010, mit der die sozialen Missstände abgemildert wurden – keine Krankenversicherung leisten (vgl. Pew Research Center 2011, 56, 71). Die soziale Lage der Minderheiten ist besonders prekär: Die Armutsrate von Amerikanern afroamerikanischer und hispanischer Herkunft ist fast

¹ Der Wert bewegt sich zwischen 0 (das Einkommen ist für alle gleichmäßig verteilt) und 1 (ein Einziger bezieht das ganze Einkommen).

² Der Gini-Index betrug Ende der 1960er Jahre (1967) noch 0,397; heute (2009) misst die Kennzahl 0,468 (vgl. U.S. Census Bureau 2010, 40–43).

dreimal so hoch (26 bzw. 25%) wie jene der weißen Bevölkerung (9%) (vgl. Pew Research Center 2011, 56–61). Auch ihre Gesundheitsversorgung ist schlechter als die ihrer weißen Mitbürger: Ein Fünftel der schwarzen und gar ein Drittel der hispanischen Bevölkerung waren vor der Reform ohne Krankenversicherungsschutz (vgl. Pew Research Center 2011, 71–75).

Die Ungleichheit birgt nicht nur sozialen Sprengstoff, sondern verhindert auch, dass die Wirtschaft wieder in Gang kommt. Wenn es stimmt, dass die amerikanische Wirtschaft zu zwei Dritteln von der Nachfrageseite her, also vom Privatkonsum, angetrieben wird, dann wird die soziale Schiefelage auch die wirtschaftliche Erholung beeinträchtigen. Woher soll die Kaufkraft kommen, wenn – wie mit der letzten Anhebung der Schuldenobergrenze vereinbart – zum künftigen Schuldenabbau in erster Linie Sozialleistungen und andere nachfragewirksame Ausgaben des Bundes und der Einzelstaaten gekürzt werden? Im Vergleich zu anderen entwickelten Ländern leisten die USA ohnehin wenig Umverteilung in Form von Arbeitslosengeld und Sozialabgaben: nur 9%, während der OECD-Durchschnitt 22% der Haushaltseinkommen beträgt (vgl. OECD 2008, insbesondere Country Notes: United States). Immer mehr Amerikaner haben immer weniger Kaufkraft und können künftig nicht mehr wie bisher auf Pump konsumieren; auch die Politik hat keinen finanziellen Handlungsspielraum mehr für weitere Wirtschaftsförderprogramme.

Politikblockade

Spätestens im Sommer 2011, seit den heftigen Auseinandersetzungen um die Anhebung der Schuldenobergrenze, wurde deutlich, dass das politische System blockiert ist. Sollte der Präsident versuchen, die Wirtschaft mit kreditfinanzierten Ausgaben anzukurbeln, würde er am Kongress scheitern. Auf republikanischer Seite würden das die libertären, staatsfeindlichen Repräsentanten der Tea-Party-Bewegung, aber auch fiskalkonservative Demokraten, sogenannte Blue Dogs, zu verhindern wissen. Auch in der Handelspolitik sind dem Präsidenten bis auf Weiteres die Hände gebunden. Er wird kein Mandat für Freihandelspolitik erhalten, sollte er diesen Machtkampf mit dem Kongress überhaupt wagen. Angesichts der finanz- und handelspolitischen Blockade bleibt die US-Notenbank die einzig handlungsfähige Institution.

Amerika versucht, sich aus seiner Schuldenfalle zu befreien, indem die eigene Notenbank jene Staatsanleihen aufkauft, die über den Markt von ausländischen Investoren nicht mehr bedient werden. Mit diesem als »quantitativer Lockerung« (quantitative easing) beschönigten Gelddrucken wird der Dollar unter Druck gesetzt. Die Abwertung der Leitwährung hat zwei Nebeneffekte, die aus amerikanischer Sicht durchaus willkommen sind: Zum einen kann man sich da-

mit eines Großteils der Schulden entledigen. Zum anderen sollen mit der Abwertung der eigenen Währung die Exporte verbilligt und damit gefördert werden.

Selbst wenn diese Strategie der Dollar-Schwäche kurzfristig aufgehen sollte, würden damit langfristig nicht die grundlegenden Strukturprobleme der US-Wirtschaft beseitigt. Eines davon ist, dass die USA in den vergangenen Jahrzehnten ihre Industrieproduktion haben dahinsiechen lassen. Die USA sind heute eine Dienstleistungsgesellschaft, spezialisiert auf Finanzdienstleistungen. In diesem Sektor wurden viele Innovationen getätigt, darunter aber auch einige, die wesentlich zur Wirtschafts- und Finanzkrise beigetragen haben. Dieser Dienstleistungssektor, der als Fortschritt gepriesen wurde, während die Europäer auf dem geschmähten »alten« Kontinent immer noch im Produktions- und Industriegewerbe verhaftet schienen, hat sich als problematisch erwiesen. Mittlerweile verstehen die Verantwortlichen auch in Amerika wieder, dass der Industriesektor nicht vernachlässigt werden darf.

Präsident Obama hat das Problem erkannt und seinen Landsleuten deutlich gemacht, dass Amerika wieder produzieren muss. Mit dem Green New Deal – der aufgrund der derzeitigen Politikblockade wohl erst nach den Wahlen umgesetzt werden kann – sollen einerseits Arbeitsplätze geschaffen werden. Andererseits will Amerika durch eine Entzugskur seiner vom Ölimport abhängigen Wirtschaft auch binnenwirtschaftliche sowie außenpolitische Kosten bzw. Risiken verringern.

Abhängigkeit von Ölimporten

Die internationale Abhängigkeit der Weltmacht USA vom Erdöl hat – anders als beim Energieträger Gas³ – deutlich zugenommen: Deckten die USA 1950 ihren Bedarf noch überwiegend durch die Gewinnung eigener Ressourcen, so stammten 2009⁴ bereits über 60% des Gesamtölverbrauchs aus Importen, insbesondere von den Nachbarstaaten der so genannten westlichen Hemisphäre und von Ländern am Persischen Golf (vgl. U.S. Department of Energy: Energy Information Administration (EIA) 2010, Tab. 6.1, S. 187).

Das amerikanische Energieministerium prognostiziert, dass die derzeitige Importmenge bis 2035 nur wenig, von 10 auf 9 Mill. Fässer pro Jahr, sinken wird, selbst wenn dabei angenommen wird, dass die inländische Biokraftstoffproduktion bis dahin merklich, auf 2,5 Mill. Fässer pro Jahr, steigen sollte (vgl. U.S. Department of Energy: Energy Information Administration (EIA) 2011). Demnach wird die massive

³ Die USA beziehen derzeit nur 7% ihres Gasverbrauchs von außerhalb (vgl. U.S. Department of Energy: Energy Information Administration (EIA) 2010, Tab. 5.1, S. 129).

⁴ Die Zahlen für 2010 sind erst gegen Ende September 2011 verfügbar.

Importabhängigkeit bis auf weiteres bestehen bleiben, insbesondere von den Staaten am Persischen Golf. Diese haben ihre Marktmacht durch Zusammenarbeit in einem Kartell forciert: in der 1960 gegründeten Organisation erdölexportierender Länder, kurz OPEC.

Das Zusammenspiel weltweit steigender Nachfrage mit abzusehenden Kapazitätsgrenzen, insbesondere von Nicht-OPEC-Ländern, bringt die OPEC in eine noch dominantere Marktposition, was die Möglichkeit höherer und instabiler Preise begünstigt. Da alle anderen Ölanbieter an ihrer Kapazitätsgrenze produzieren, kann seit Ende der 1990er Jahre die OPEC mittels ihres Hebels der Begrenzung der produzierten Ölmengen den Preis in der Tendenz hochhalten (vgl. Müller 2006, 13).

Energiepreise als Krisenfaktor

Teure Energieimporte beeinträchtigen die US-Wirtschaft. Bereits im Sommer 2005 gab der damalige Notenbankchef Alan Greenspan der US-Legislative zu bedenken, dass allein die seit Ende 2003 erhöhten Energiepreise das amerikanische Wirtschaftswachstum 2004 und 2005 jeweils um $\frac{1}{2}$ bzw. $\frac{3}{4}$ Prozentpunkt vermindert hätten (zit. in Aversa 2005). Hohe Energiepreise belasten in erster Linie energieintensive Wirtschaftssektoren, und sie verursachen damit indirekt zusätzliche Kosten für andere Wirtschaftszweige. Auch die Konsumenten spüren den Anstieg der (Energie-)Preise, und sie sehen sich angesichts ihrer geschrumpften Kaufkraft veranlasst, andere Ausgaben zu verringern. Gemäß einer Gallup-Umfrage vom Mai 2007 belasten die gestiegenen Mineralölpreise spürbar das Budget von zwei Dritteln der Bevölkerung. Einer von fünf Amerikanern (18%) ist dadurch in eine finanzielle Notlage geraten, weitere 49% bekundeten, dass die gestiegenen Ölpreise sie dazu genötigt haben, ihr Ausgaben- und Sparverhalten drastisch anzupassen. Haushalte mit niedrigen und mittleren Einkommen waren davon besonders betroffen (vgl. Jones 2007).

Damit haben hohe Energiekosten – der Preis für ein Fass Rohöl stieg innerhalb von fünf Jahren von etwas über 25 Dollar (2003) auf über 140 Dollar (2008) – mit zur Finanz- und späteren Wirtschaftskrise beigetragen. Sicherlich gibt es eine Vielzahl von Gründen, die gemeinhin angeführt werden; aber die hohen Ölpreise sollten bei der Ursachenforschung nicht außer Acht gelassen werden. Haben sie doch insbesondere auf Mobilität angewiesene Amerikaner, vor allem einkommensschwache Kreditnehmer, genötigt, andere Ausgaben »einzusparen«, und dazu geführt, dass sie ihre Kreditzahlungen nicht mehr leisten konnten. Bereits im Februar 2007 wurde deutlich, dass vor allem notleidende *subprime mortgages*, das sind Kredite an Kreditnehmer mit schlechter Bonität, dazu führen würden, dass Hunderttausende Häuser zu Schleuderpreisen auf den Markt gewor-

fen werden. Die wenig später geplatze Immobilienblase hat dann voll auf die Geldmärkte durchgeschlagen, zumal viele Banken, Versicherungen und Hedge-Fonds in diese riskanten Hypothekengeschäfte verwickelt waren. Viele von ihnen hatten das Risiko weitergegeben, indem sie ihre Forderungen in Form neuer (von Rating-Agenturen als absolut sicher eingestuft) »Wert«-Papiere an nimmersatte institutionelle und private Renditejäger weltweit weiterverkauften. Das Ergebnis des Dominoeffektes ist bekannt: Die amerikanische Immobilien- und Finanzkrise weitete sich zur Weltwirtschaftskrise aus.

Zwar wirkte sich die darauf folgende Rezession wieder spannend auf die Ölmärkte aus: Weniger Nachfrage bewirkte, dass der Ölpreis zwischenzeitlich wieder gesunken ist. Doch im Zuge der wirtschaftlichen Erholung sind mit zunehmender Energienachfrage dann auch die Energiepreise wieder angestiegen, um erneut zum wirtschaftlichen Problem zu werden. Analysten von Goldman Sachs rechnen damit, dass der mittlerweile wieder gestiegene Benzinpreis (das Fass der Sorte Brent kostete im Juni 2011 bereits 110 Dollar) im zweiten Quartal 2011 zwischen 0,5 und 0,75% Wachstum vermindern würde. Auch künftig sei keine Entspannung zu erwarten: Der Ölpreis soll bis Jahresende 2012 auf 140 Dollar (für ein Fass Brentöl) steigen.⁵ Das erscheint durchaus plausibel; es sei denn, wir steuern bereits auf eine weitere Wirtschaftskrise zu, die die Preise wieder entspannen dürfte.

Längerfristig angelegte Studien verdeutlichen, dass hohe Ölpreise durchaus im Zusammenhang mit wirtschaftlichen Rezessionen stehen (vgl. z.B. Beispiel Hamilton 2011). Den zehn der elf amerikanischen Wirtschaftsrezessionen nach dem Zweiten Weltkrieg gingen signifikante Ölpreiserhöhungen voraus. Zwar sind für Einbrüche der wirtschaftlichen Entwicklung jeweils eine Vielzahl von Faktoren verantwortlich, doch hohe Ölpreise können der sprichwörtlich letzte Öltropfen sein, der das mit anderen Problemen bereits bis zum Rande gefüllte Fass zum Überlaufen bringt. Sie geben einer ohnehin taumelnden Wirtschaft den Rest, wie es der Autor der Studie, James Hamilton von der University of California in San Diego, nahelegt. Für Hamilton besteht kein Zweifel, »dass auch die in der ersten Jahreshälfte 2011 erhöhten Ölpreise die Wirtschaft gebremst haben«⁶ und auf das Jahr hochgerechnet bereits bis zu einem Prozentpunkt Wirtschaftswachstum gekostet haben dürften.

Dieses dialektische Auf und Ab – das Aufeinanderfolgen von hohen Ölpreisen, Wirtschaftseinbruch, niedrigeren Ölpreisen, wirtschaftlicher Erholung, Anziehen der Ölpreise und den damit bedingten erneuten wirtschaftlichen Problemen – wird sich wiederholen, solange es den energiehungrigen Industriemächten nicht gelingt, sich von diesem Teufelskreis

⁵ So der Chefökonom von Goldman Sachs im Interview (vgl. Hatzius 2011).

⁶ James Hamilton zitiert in Plumer (2011).

zu befreien, indem sie ihr Wirtschaften auf möglichst niedrigen Verbrauch fossiler Brennstoffe umsteuern.

Ressourcenkonkurrenz

Der Problemdruck wird künftig noch größer. Denn ehemalige Entwicklungsländer wie China und Indien verbrauchen im Zuge ihrer wirtschaftlichen Aufholjagd immer mehr Energie und verschärfen damit die Knappheit an den Rohstoffmärkten. Nach den Prognosen der Internationalen Energieagentur (IEA) werden fast ausschließlich (zu 93%) Nicht-OECD-Mitgliedstaaten für den weltweiten Anstieg des Primärenergieverbrauchs bis 2035 verantwortlich sein. Allen voran soll China allein 40% des erwarteten Anstiegs für sich vereinnahmen, gefolgt von Indien mit knapp 20%. Gemäß den Daten der IEA habe China schon 2009 die USA als den weltweit größten Energieverbraucher überholt (vgl. IEA 2010). Insbesondere durch seine merkantilistische, zunehmend auch militärisch flankierte Energiesicherungspolitik bedroht das Reich der Mitte die Energieressourcen und damit die von Sicherheitsexperten sogenannten vitalen Interessen Amerikas.

Während die von Geostrategen häufig ins Feld geführte *hard power*, die Militärmacht Amerikas, an die (finanziellen) Grenzen ihrer Fähigkeiten stößt, die nationale Energieversorgungs- und wirtschaftliche Sicherheit zu gewährleisten, bieten die technologischen und hoffentlich auch politischen Fähigkeiten – sprich *smart power* – vielversprechende Alternativen. Anstatt in einen Wettbewerb mit aufstrebenden Mächten um knapper werdende fossile Energieressourcen zu treten, könnte sich Amerika in eine stärkere Lage als Anbieter begehrter Ressourcen positionieren. Das weltweite Interesse an erneuerbaren Energien bietet eine Chance für die Vereinigten Staaten, sich wieder als Führungsmacht zu etablieren, indem sie die internationale Zusammenarbeit anführen, um die globalen Energie-, Sicherheits-, Umwelt- und Wirtschaftsprobleme zu lösen.

Literatur

- Aversa, J. (2005), »Oil Prices Said to Slow U.S. Economy a Bit«, *Associated Press*, 18. Juli.
 Hamilton, J. (2011), »Historical Oil Shocks«, *Handbook of Major Events in Economic History*, im Erscheinen.
 Hatzius, J. (2011), »Der Ölpreis steigt auf 140 Dollar«, *Handelsblatt*, 27. Juni, 38–39.
 IEA, International Energy Agency (2010), *World Energy Outlook 2010*, http://www.iea.org/weo/docs/weo2010/weo2010_es_german.pdf.
 Jones, J.M. (2007), *Oil Company Greed Seen as Major Reason for High Gas Prices*, Gallup, Washington, D.C.
 Müller, F. (2006), *Energie-Außenpolitik. Anforderungen veränderter Weltmarktkonstellationen an die internationale Politik*, SWP-Studie 33/06, Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin.
 OECD (2008), *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*, Paris.
 Pew Research Center (2011), *Twenty-to-One. Wealth Gaps Rise to Record Highs Between Whites, Blacks and Hispanics*, Washington, D.C.

Plumer, B. (2011), »How Much of Our Economic Woes are Caused by Oil?«, *Washington Post Blog*, 11. August 2011, http://www.washingtonpost.com/blogs/ezra-klein/post/how-much-of-our-economic-woes-are-caused-by-oil/2011/08/11/gIQAALABx8I_blog.html?wpisrc=nl_politics, aufgerufen am 22. August 2011.

U.S. Census Bureau (2010), *Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States: 2009*, Washington, D.C.

U.S. Department of Energy: Energy Information Administration (EIA) (2010), *Annual Energy Review 2009*, Washington, D.C.

U.S. Department of Energy: Energy Information Administration (EIA) (2011), *Annual Energy Outlook 2011*, Washington, D.C.



Bernd Weidensteiner*

Trotz steigender Belastungen keine Schuldenkrise

Die Vereinigten Staaten haben keine Schuldenkrise. Ganz im Gegenteil: die Schuldverschreibungen der amerikanischen Bundesregierung gehen weg wie warme Semmeln. Für zehnjährige Treasury Notes musste der US-Finanzminister im August gerade mal eine Rendite von 2,30% bieten, bei sehr kurzen Laufzeiten bekommt er seine Kredite nahezu zinslos. Das Vertrauen der Anleger in den sicheren Hafen der US-Staatsanleihen hat allen Unkenrufen zum Trotz nicht gelitten.

Der Markt – die vielen, vielen Investoren aus der ganzen Welt, die ihre Mittel in Staatsanleihen anlegen – ist nicht über Gebühr beunruhigt, was die Aussichten für die amerikanischen Staatsfinanzen angeht. Woher kommen dann die Sorgen? Sehen die Kassandras das, was der Markt ignoriert, ein Super-Griechenland? Liegt es an den verschärften politischen Konflikten in den USA? Oder sind die Staatsfinanzen langfristig instabil, auch wenn die kurzfristigen Probleme zu bewältigen sind?

Risiko 1: Liegt Athen am Potomac?

Auch griechische Anleihen fanden lange Zeit problemlos Abnehmer. In den guten Jahren nach dem Beitritt des Landes zur Europäischen Währungsunion waren Anleger mit Renditen zufrieden, die nur wenige Basispunkte über den Renditen für erstklassige deutsche Bundesanleihen lagen. Dann kam die Krise, die griechische Wirtschaft schrumpfte, und die Anleger begannen, an der Zahlungsfähigkeit Athens zu zweifeln. Und sobald der »Markt« – die Mehrzahl der Investoren – entscheidet, dass ein Land zahlungsunfähig ist, dann ist es zahlungsunfähig. Denn dann kann dessen Finanzminister die fälligen Anleihen und die neuen Defizite nicht mehr zu tragbaren Zinsen refinanzieren.

* Bernd Weidensteiner ist Volkswirt bei der Commerzbank, Frankfurt am Main.

Das gilt aber nur dann uneingeschränkt, wenn dieses Land kein eigenes Geld mehr drucken kann oder vorwiegend in ausländischer Währung verschuldet ist. Griechenland hat keine souveräne Geldpolitik mehr, die USA haben die Fed – und die ist immer noch die monetäre Supermacht dieses Planeten (David Beckwith). Und verschuldet sind die USA nur in Dollar, also ihrer eigenen Währung. Dazu kommt, dass die Anleger schlicht keine Alternative zu Treasuries haben. Gegenwärtig stehen 9 400 Mrd. Dollar Treasuries aus. Wohin wollen die Investoren denn fliehen? In Schweizer Anleihen (Marktvolumen 117 Mrd. Dollar)? Oder in Bunds (Marktvolumen 1 800 Mrd. Dollar)? Das ist kaum ein gangbarer Weg; kein anderer »sicherer Hafen« ist aufnahmefähig genug.

Risiko 2: Tiefe politische Gräben

Auch wenn die Fed im Fall der Fälle mit der Notenpresse bereitsteht und auch, wenn die Anleger Treasuries kaum en masse verkaufen können, sind die politischen Konflikte in den USA beunruhigend. Der letzte Tiefpunkt wurde durch die jüngsten Auseinandersetzungen um die Anhebung der gesetzlichen Schuldengrenze markiert. Denn zahlreiche Abgeordnete schienen die Zahlungsunfähigkeit der Regierung in Kauf nehmen oder gar herbeiführen zu wollen, um ihre Ziele durchzusetzen. Es ist daher nachvollziehbar, dass Standard and Poor's »politische Unsicherheiten« als wesentliche Begründung angeführt hatte, um die Herabstufung des US-Ratings zu rechtfertigen.

Die politischen Gräben sind in den USA in den letzten Jahren tiefer geworden. Das zeigt sich nicht zuletzt darin, dass Abstimmungen im Kongress immer stärker entlang der »Parteilinien« verlaufen. Vor 2000 war die Bereitschaft zur parteienübergreifenden Zusammenarbeit stärker ausgeprägt. Da die Opposition – also die Partei, die gerade nicht den Präsidenten stellt – in der Regel die Mehrheit in mindestens einem der beiden Häuser des Kongresses hat, fällt es nicht leicht, schmerzhaft Reformen durchzusetzen.

Allerdings heißt das nicht, dass gar nichts mehr durchzusetzen ist. Der im Konflikt um die Schuldenobergrenze unter Schmerzen gefundene Kompromiss mündete in ein Gesetz (»Budget Control Act«, BCA), das – so es denn wie geplant wirkt – die öffentlichen Defizite erheblich zurückführen könnte. Der unabhängige Rechnungshof des Kongresses (Congressional Budget Office, CBO) errechnete, dass der BCA die Defizite im Zehnjahreszeitraum 2012 bis 2021 auf zusammen 3,5 Billionen Dollar halbiert.

Risiko 3: Langfristige Instabilität der Staatsfinanzen

Da es kurz- bis mittelfristig keine Zweifel an der Zahlungsfähigkeit der amerikanischen Bundesregierung gibt, stellen

die üblichen Untergangsszenarien auf die lange Sicht – die nächsten Jahrzehnte – ab. Und da wird es notwendigerweise sehr spekulativ. Mit der Treffsicherheit langfristiger Budgetprognosen ist es schon für einen Zehnjahreszeitraum nicht besonders gut bestellt. Das lässt sich anhand der Projektionen des CBO illustrieren. Diese liefern gewöhnlich den Maßstab für Konsolidierungserfordernisse und sind damit ein Gradmesser für die Erfolge geplanter Maßnahmen. Sie haben jedoch ihre Besonderheiten, die zur Einordnung von Meldungen über »erreichte« Erfolge unbedingt beachtet werden sollten.

Annahmen, Annahmen ...

Die Projektionen des CBO beruhen auf der aktuellen Gesetzeslage. Das CBO unterstellt bei seinen Berechnungen demnach beispielsweise, dass die ursprünglich von der Regierung George W. Bushs durchgesetzten Steuererleichterungen wie vorgesehen auslaufen. Das ist allerdings kaum zu erwarten. Ähnliches gilt für die seit Jahrzehnten regelmäßig verlängerte »vorübergehende« Ausnahmeregelung für die Alternative Minimum Tax. Das CBO unterstellt bei diskretionären Ausgaben (also solche, die jährlich vom Kongress im Rahmen der Haushaltsgesetzgebung beschlossen werden müssen), dass sie langfristig im Gleichschritt mit der Inflation wachsen. Das kann zu vorsichtig sein; oft wachsen Ausgaben genauso schnell wie die nominale Wirtschaftsleistung, also mit einer höheren Rate als die Inflationsrate. Das kann aber auch zu einer Überschätzung der Ausgaben führen wie im Falle der Militäreinsätze in Afghanistan, die kaum noch zehn Jahre in der gegenwärtigen Intensität anhalten werden. Schließlich nimmt das CBO langfristig ein konstantes Wachstum an. Rezessionen kommen dabei naturgemäß nicht vor, allerdings auch keine Boomphasen wie in den 1990er Jahren.

... und berühmte Fehlprognosen

Eine verlässliche langfristige Haushaltsprognose ist daher allenfalls zufällig zu erwarten. Noch Mitte der 1990er Jahre legte das CBO Projektionen beträchtlicher Defizite vor, bereits 1998 wies der Haushalt jedoch einen Überschuss aus. Um die Jahrhundertwende war das große Thema, das die Finanzmärkte bewegte, die Furcht, dass der US-Finanzminister seine Schulden zu schnell zurückzahlen könnte. Der sichere Hafen drohte, trocken zu fallen. Die Projektion vom Januar 2001 ging für den Zehnjahreszeitraum bis 2011 von staatlichen Überschüssen in Höhe von beinahe 6 000 Mrd. Dollar aus. Tatsächlich liefen Defizite von rund 6 000 Mrd. Dollar auf. Statt der projektierten Überschüsse von durchschnittlich etwa 4% des Bruttoinlandsprodukts verzeichnete die US-Regierung Fehlbeträge von 4%. Zwei Rezessionen, darunter die schwerste seit der Weltwirtschaftskrise,

und der Krieg gegen den Terror – unvorhersehbare Ereignisse – machten die Projektionen Makulatur. Auch die aktuellen Projektionen sind daher mit der entsprechenden Vorsicht zu genießen.

Stochern im Nebel

Sind Langfristprojektionen damit komplett nutzlos? Nein, wenn sie sachgerecht verwendet werden. Denn sie zeigen auf Basis der (unvollkommenen) aktuellen Informationslage Handlungsbedarf für die Fiskalpolitik an. Werden dann Maßnahmen getroffen, die zu einem anderen Defizitpfad führen, hat sich die Projektion gleichsam selbst zerstört. Sie war dann zwar »falsch«, hat aber zu »richtigen« Entscheidungen beigetragen.

Bei aller gebotenen Skepsis: wie sieht es langfristig aus? Vielleicht hilft der Blick zurück. Und der relativiert den Einfluss der Politik. Denn es gilt festzuhalten, dass die in der Vergangenheit immer wieder geglückte Konsolidierung der Staatsfinanzen nicht so sehr auf dem politischen Willen zur Umsetzung schmerzhafter Reformen beruhte. Sondern letztlich löste die wachsende Wirtschaft die Probleme. Die Haushaltssanierung steht und fällt daher mit dem Wachstum. Glaubt man daran, dass sich die USA früher oder später aus der aktuellen Krise befreien werden, gibt es auch keinen Grund, an den Staatsfinanzen zu zweifeln. Die Geschichte spricht für diese Annahme. Denn Wachstum ist die amerikanische Grunderfahrung seit der Unabhängigkeitserklärung 1776.

Allerdings wird auch die US-Wirtschaft in den nächsten Jahrzehnten hinter ihr »gewohntes« Wachstumstempo zurückfallen. Die USA haben zwar die geringsten demographischen Probleme unter den großen Industrieländern, verschont von den Folgen des demographischen Wandels werden aber auch sie nicht bleiben. Die Wachstumsrate der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter nimmt allen Prognosen zufolge ab. Und damit wird auch die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts langfristig sinken.

»Baby-Boomer« und die steigende Belastung des Bundeshaushalts

Damit stehen die Amerikaner vor ähnlichen Herausforderungen wie andere Industrieländer: die »Baby-Boomer«, die geburtenstarken Jahrgänge nach dem Zweiten Weltkrieg, treten in den Ruhestand, das Verhältnis zwischen Beitragszahlern in die Sozialversicherungen und Empfängern verschiebt sich zulasten der Zahler. Die von der Bundesregierung getragenen Versicherungsleistungen – Rente und die Krankenkassen für Rentner und Arme – werden einen immer höheren Anteil an der Wirtschaftsleistung beanspruchen. Das mit

Abstand wichtigste Problem sind die augenscheinlich unentwegt steigenden Gesundheitsausgaben. Bisherigen Versuchen, den Anstieg der Sozialausgaben abzubremsen, war kein dauerhafter Erfolg beschieden. Im Gegenteil: Die staatlichen Programme wurden ausgedehnt, die Ansprüche aus den Leistungsgesetzen binden einen immer größeren Teil des Budgets; der vom Gesetzgeber zu beschließende disponible Teil des Haushalts schrumpft ständig. Die Einnahmen hinken dabei tendenziell hinterher.

Größere Steuer- oder Abgabenerhöhungen sind in der US-Politik gegenwärtig tabu, und diese Abneigung ist in den letzten Jahren eher größer geworden. Daher bleibt vorerst nur, die Aufgaben des Staates zurückzuschneiden. Mit anderen Worten: an Leistungskürzungen führt kaum ein Weg vorbei. Alle seriösen langfristigen Sanierungsvorschläge legen ihr Augenmerk hauptsächlich auf Ausgabenkürzungen. Solche Pläne haben ein Verhältnis von Ausgabenkürzungen zu Steuererhöhungen von zwei oder gar drei zu eins. Früher oder später werden aber auch die Einnahmen des Staates an die erhöhten Ausgaben angepasst werden. Denn es ist sehr unwahrscheinlich, dass die staatlichen Ausgaben angesichts des demographischen Wandels im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung *nicht* ansteigen.

Die Politik ist gefordert – und wird liefern, irgendwann

Der lange Trend zur Ausdehnung staatlicher Aufgaben kommt offenbar an seine Grenzen. Die nächsten Jahrzehnte werden im Zeichen von Leistungskürzungen und auch Steueranhebungen stehen. Das ist naturgemäß schwieriger als das Versprechen neuer Leistungen. Es wird daher in den nächsten Jahren viel stärker als bisher auf die Politik, und letztlich auch auf die Kompromissfähigkeit der beiden politischen Lager ankommen, um den Bundeshaushalt auf eine langfristig tragfähige Grundlage zu stellen. Das wird nicht einfach sein, wie die verschärfte politische Konfliktlage andeutet, unmöglich ist es aber auch nicht. Das zeigte zuletzt der unter schwierigen Bedingungen gefundene Kompromiss um den Budget Control Act. Auch für den befürchteten Marsch in das staatliche Schuldendesaster gilt das »Gesetz« von Herbert Stein, einem Vorsitzenden des wirtschaftlichen Sachverständigenrates der US-Regierung in den 1970er Jahren: »If something cannot go on forever, it will stop«.

Trotz allem: Treasuries bleiben erstklassig

Allen gegenteiligen Befürchtungen zum Trotz dürften die USA ihre fiskalischen Probleme irgendwann lösen. Der Staat wird die Beanspruchung des Kapitalmarktes nach dem Ende der gegenwärtigen Krise zurückfahren können. Die Politik wird

früher oder später dazu gezwungen werden, den Anstieg der Ausgaben zu begrenzen, und auch Steueranhebungen werden einen gewissen Anteil an der Budgetsanierung tragen. Letztlich werden sich die USA auch mit einem flacheren Wachstumspfad arrangieren. Es bleiben genug Probleme, die sich auch periodisch zuspitzen werden. US-Staatsanleihen sind daher nicht die perfekte Anlage. Aber etwas Besseres ist vorerst nicht in Sicht.



Eckhard Janeba*

Die politischen Ursachen der Schuldenkrise in den USA

Wenn es nicht so deprimierend wäre, würde man auf die Frage »Droht den USA angesichts Ihrer Verschuldungssituation ein Vertrauensverlust« antworten wollen: »Ja, natürlich, aber welchem Staat nicht auch!?!« Es sind beängstigende Zeiten, in denen das Vertrauen wegzubrechen scheint, nicht zuletzt seit dem die Rating-Agentur Standard & Poor's am 5. August 2011 den USA das AAA-Rating für ihre Staatsanleihen entzog. Nichts scheint mehr sicher, gerade weil gleichzeitig die Euroländer tief in einer Krise stecken und ihre Verschuldungssituation nicht gelöst bekommen. Da ist es wenig Trost zu wissen, dass die traditionelle dritte Säule der Weltwirtschaft, Japan, mit einer Staatsverschuldung von knapp 200% des BIP noch schlechter da steht. Wer oder was genießt in dieser Welt noch Vertrauen? Gold, mit einem Preisanstieg von 34% seit Jahresbeginn, der aufwertende Schweizer Franken, und Norwegen mit einem Haushaltsüberschuss von 10,6% im Jahre 2010. Nicht viel, aber immerhin.

Die Schuldensituation in den USA

Die oben erdachte Antwort auf die Ausgangsfrage ist natürlich überzeichnet und mit Einschränkung sogar irreführend. Bedarf es nicht eines großen Vertrauens, wenn ein Staat seit drei Jahrzehnten fast ununterbrochen Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite anhäuft? Aufgrund der Größe der amerikanischen Wirtschaft und der Staatsschuld von fast 100% des BIP (knapp 15 Bill. US-Dollar) bedeutet dies einen ständigen, massiven Refinanzierungsbedarf. Die Gläubigerstruktur gibt dabei Hinweise, wer bisher Vertrauen in die USA hatte: Grob gesprochen wird ein Drittel der Summe von privaten Institutionen in den USA, ein Drittel von anderen amerikanischen staatlichen Organisationen, insbesondere dem Social Security Trust Fund, und ein Drittel im Ausland gehalten.

* Prof. Dr. Eckhard Janeba ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Finanzwissenschaft und Wirtschaftspolitik an der Universität Mannheim.

Letzteres ist bemerkenswert, denn Ausländer haben mit amerikanischen Staatsanleihen im Portfolio nicht nur ein bisher als sehr gering angesehenes Ausfallrisiko zu tragen, sondern auch ein Wechselkursrisiko. Allerdings galt in bisheriger Logik, dass der US-Dollar die Reserve- und Fluchtwährung Nummer 1 war und damit gerade in Krisenzeiten das Risiko als offenbar gering angesehen wurde. Der größte Teil der Schulden, der von Ausländern derzeit gehalten wird (vgl. U.S. Treasury), liegt in China (1 165 Mrd. Dollar) und Japan (911 Mrd. Dollar). Dies macht makroökonomisch Sinn, denn die massiven Handelsdefizite der USA, müssen durch Kapitalimporte gegenfinanziert werden, also durch Verschuldung im Ausland. Kein Wunder also, dass die Länder, die bilateral seit mehr als 25 Jahren zum Teil riesige Handelsüberschüsse mit den USA haben, auch die größten Gläubiger sind (vgl. U.S. Census Bureau 2011).

Interessant ist, wie gering über lange Zeit die Renditen für amerikanische Schuldanleihen waren, die als Indikator für den Marktpreis einer Staatsanleihe betrachtet werden können. Die Marktverzinsung eines Bonds spiegelt die Risikoprämie für den möglichen Zahlungsausfall wider. Offensichtlich haben die Gläubiger der USA bisher nicht an der Rückzahlung gezweifelt. Das mag für den amerikanischen Sozialversicherungsfonds nicht überraschen. Anders für die ausländischen Gläubiger. Dabei gilt es jedoch zu bedenken, dass für einzelne große Gläubiger wie China das Zweifeln an der Bonität amerikanischer Anleihen ein zweischneidiges Schwert ist. Eine Kurssenkung aufgrund massiver Verkäufe würde eine Entwertung amerikanischer Anleihen in den Händen Chinas bedeuten. Wer im Glashaus sitzt, sollte bekanntlich nicht mit Steinen werfen. Gleichwohl hat auch die chinesische Agentur Dagong Global Rating Company die Bonität amerikanischer Anleihen weiter heruntergestuft, mittlerweile nur noch auf die Stufe A (CNN).

Die Lage verschärfte sich weiter, als Standard & Poor's die Bonität der USA Anfang August 2011 schlechter einschätzte. Die Folgen sind mittel- und langfristig schwer abzuschätzen. Abbildung 1 zeigt den kurzfristigen Trend (vgl. U.S. Treasury 2011). Die Rendite einer zehnjährigen Anleihe der USA ist seit der Herabstufung durch Standard & Poor's eher gesunken und mit unter 2,3% im August 2011 auf sehr niedrigem Stand im Vergleich der letzten zwölf Monate. Dieses zeigt keinen unmittelbaren Vertrauensverlust an, was vielleicht auch daran liegt, dass die Größe und Liquidität des amerikanischen Anleihemarktes ohne Alternative ist und alleine deshalb die Nachfrage groß und die Renditen tendenziell klein sind.

Die Rolle der Politik in den USA

Die entscheidende Frage ist aber, ob die Herabstufung durch S&P die einmalige Ausnahme einer profilsüchtigen Rating-Agentur ist, oder einen dauerhaften Wechsel einläutet, dem andere Rating-Agenturen und dann Gläubiger folgen wer-

Abb. 1
Rendite für zehnjährige Staatsanleihen
 USA, die letzten zwölf Monate



den. Dazu ist es hilfreich, die Begründung von Standard & Poor's für die Herabstufung näher anzuschauen, die vor allem auf die politischen Risiken abzielt: »We have changed our view of the difficulties in bridging the gulf between the political parties over fiscal policy, which makes us pessimistic about the capacity of Congress and the Administration to be able to leverage their agreement this week into a broader fiscal consolidation plan that stabilizes the government's debt dynamics any time soon« (Standard & Poor's). Diese Einschätzung ist im Kern richtig. Anders als Staaten wie Griechenland, die ebenfalls eine große Verschuldung pro Kopf aufweisen, handelt es sich in den USA vorwiegend um eine politische und nicht eine ökonomische Krise im engeren Sinn.

Ökonomisch gesehen haben die USA ein funktionierendes Steuersystem. Bei allem Lamentieren über die Komplexität des Steuersystems und die Bürokratie des amerikanischen Fiskus, die durchaus berechtigt ist (vgl. Slemrod und Bakija 2008), muss konstatiert werden, dass das Besteuerungspotenzial hoch ist. Im Vergleich zu anderen Industriestaaten ist die Steuer- und Abgabenquote in den USA im Jahr 2009 mit nur 24% niedrig (Deutschland 37%), was noch unterhalb von Japan (28,1%) und Irland (27,8%) liegt (vgl. BMF 2011). Gerade die Konsumbesteuerung ist vergleichsweise niedrig, und die wiederkehrenden Debatten zur Einführung einer nationalen Umsatzsteuer in den USA deuten zumindest die Möglichkeit an.

Politisch aber ist eine Steuererhöhung, egal welcher Art, ein Tabu für einen großen Teil der Bevölkerung und die republikanische Mehrheit im US-Repräsentantenhaus. Dabei umfasst die Unterstützung für die Anti-Steuerpolitik nicht nur die Bezieher hoher Einkommen, sondern auch viele Menschen mit vergleichsweise geringem Einkommen, die aber ein großes Misstrauen gegenüber dem Staat an sich haben. Für die Republikaner besteht die Alternative in einer Sen-

kung der Staatsausgaben, vor allem im sozialen Bereich. Haushaltstechnisch ist dies in der Tat eine äquivalente Strategie zur Steuererhöhung, eine Tatsache, die im deutschen Diskurs nicht hinreichend beachtet wurde. Es gibt Gründe, die fiskalische Position langfristig durch eine höhere Besteuerung zu verbessern, aber dies ist eine politische Entscheidung, die in den USA getroffen werden muss.


Problematisch ist, dass die Konsensfähigkeit der beiden Parteien offensichtlich abgenommen hat. Vermutlich seit der ersten Clinton-Administration Anfang der neunziger Jahre ist der Präsident noch stärker in den Mittelpunkt des Kreuzfeuers gerückt: der Monica-Lewinsky-Skandal unter Clinton 1998, die strittige Präsidentenwahl zwischen George Bush jr. und Al Gore im November 2000, die Anschläge vom 11. September 2001, die umstrittene Einmarsch in den Irak 2003 und nun kürzlich die Einführung des *Patient Protection and Affordable Care Act* unter Obama, mit dem die Anzahl der Personen mit Krankenversicherungsschutz und die Abdeckung von Krankheiten verbreitert wurde. Diese Reform kommt vielen Amerikanern vor wie Sozialismus pur.

Wege zurück zum Vertrauen

Der kürzlich ausgehandelte Kompromiss zwischen Republikanern und Demokraten stellt nur eine Teillösung dar, da der Großteil der Ausgabenreduktion erst durch ein neu zu gründendes Komitee bis November 2011 konkretisiert werden muss. Steuererhöhungen sind nicht ausgeschlossen, aber in großem Umfang eher unwahrscheinlich. Die politische Taktiererei dürfte also weitergehen, da nun alles gebannt auf die Präsidentenwahl im November 2012 start.

Die Politisierung und Heftigkeit der Auseinandersetzung wird auch durch die nur zweijährige Wahlperiode für die Abgeordneten des Repräsentantenhauses befeuert. Damit besteht praktisch dauerhafter Wahlkampf, was dadurch verstärkt wird, dass angesichts der zurückgedrängten Rolle der amerikanischen Parteien die einzelnen Kandidaten noch stärker ihr Profil im Wahlkampf zeigen müssen. Wie so oft, kann eine institutionelle Regelung, die durchaus ihren Sinn hat – nämlich hier für eine enge Anbindung der Politiker an ihre Bürger und damit mehr *accountability* zu sorgen – einen ungewünschten Nebeneffekt haben. Die herbe Schlappe, die die Demokraten bei den Wahlen zum Repräsentantenhaus im November 2010 erlitten hatten, hat die Position des Präsidenten Obama unterminiert.

Abb. 2
Taxpayer Protection Pledge



AMERICANS FOR TAX REFORM
United States House of Representatives candidates

Taxpayer Protection Pledge

I, _____, pledge to the taxpayers of the _____ district
of the state of _____, and to the American people that I will:

ONE, oppose any and all efforts to increase the marginal income tax rates for individuals and/or businesses; and
TWO, oppose any net reduction or elimination of deductions and credits, unless matched dollar for dollar by further reducing tax rates.

Signature

Date

Witness

Witness

Pledges must be signed, dated, witnessed and returned to:
AMERICANS FOR TAX REFORM
722 12th Street, WASHINGTON, DC 20005
PHONE (202) 785-0266 FAX (202) 330-5224

Quelle: <http://atr.org/taxpayer-protection-pledge>.

Gleichzeitig wird die Kompromissfähigkeit weiter ausgehöhlt, indem scheinbar unverrückbare Positionen aufgebaut werden. An erster Stelle steht hier das radikale Forum *Americans for Tax Reform*, das der Aktivist Grover Norquist bereits 1985 gründete und dessen Hauptziel lautet: »*Americans for Tax Reform opposes all tax increases as a matter of principle*« (<http://atr.org/about>). Bis auf sechs republikanische Abgeordnete im Repräsentantenhaus (von 240) und sieben Republikaner im Senat (von 47) haben in dem *Taxpayer Protection Pledge* dieses Prinzip schriftlich versichert (vgl. Abb. 2.). Würden sie dieses brechen, würden sie vermutlich von ihrer politischen Basis zerrissen, und selbst den einen oder anderen Wechselwähler verschrecken, der dann an der Glaubwürdigkeit des Kandidaten zweifeln dürfte.

Gerade auf republikanischer Seite haben derartige Bekenntnisse eine gewisse Tradition. Der ehemalige Sprecher des Repräsentantenhauses Newt Gingrich war der Initiator des *Contract with America*, der unter anderem einen Begrenzung der Steuern und Verschuldung zum Ziel hatte und mit radikalen Maßnahmen die Ineffizienz des öffentlichen Sektors und des politischen Systems eliminieren wollte. Dieser »Vertrag« wurde zur Basis eines sensationellen Erfolges bei der republikanischen Übernahme des Repräsentantenhauses im November 1994, zur Halbzeit der ersten Clinton-Regierung.

Eine systemimmanente politische Uneinigkeit ist auch im institutionellen System der USA angelegt. Politische Entscheidungen werden im Zusammenspiel von Präsident, Re-

präsentantenhaus und Senat getroffen. Da jede Institution direkt vom Volk gewählt wird, selbst die Vertreter der Bundesstaaten im Senat (also anders als unsere Vertreter im Bundesrat, die als Vertreter der Landesregierung agieren), ist ein politisches Patt durchaus wahrscheinlich. Dieses Problem ist uns in bestimmtem Maße auch in Deutschland bekannt, wo Bundestag und Bundesrat oftmals unterschiedliche Mehrheiten haben. Der Unterschied liegt darin, dass die Exekutive in Deutschland vom Bundestag und nicht vom Volk direkt gewählt wird und die Amtszeiten der Bundestagsabgeordneten länger ist. Ein Teil der deutschen Blockade zwischen Bundestag und Bundesrat wurde in der Föderalismusreform I abgeschwächt, indem sich Bund und Länder auf ein Kompromiss einigten, der im Grundgesetz verankert wurde: Weniger zustimmungspflichtige Gesetze, und damit mehr Kompetenz beim Bund, und dafür Abweichungsmöglichkeiten für die Länder

im Gegenzug. Es ist allerdings nicht ersichtlich, wie eine amerikanische Verfassungsänderung aussehen könnte, die ein politisches Patt weniger wahrscheinlich machen würde, zumal deren Verfassung von 1787 wie in Stein gehauen scheint und als viel weniger anpassungsfähig und -bedürftig angesehen wird als das relativ junge deutsche Grundgesetz.

Ausblick

Es scheint offensichtlich, dass es einen leichten Weg aus der Krise für die USA nicht geben wird. Das Vertrauen amerikanischer Bürger in die Konfliktbewältigung ihrer Politiker schwindet. Es bleibt die Frage, wie viel Vertrauen der Rest der Welt in die USA setzen. Auf andere aber dann doch wieder ähnliche Weise wie China hat Deutschland ein massives Eigeninteresse am guten ökonomischen Zustand der USA, vor allem aber nicht nur wegen der hohen deutschen Exporte in die USA, die damit für Beschäftigungsstabilität in Deutschland sorgen.

Hinter den Vertrauensproblemen in den USA steckt eine klare ökonomische Schieflage, die seit mehreren Jahrzehnten aufgebaut wurde und in einer zu großen Konsumneigung der privaten Haushalte und des Staates liegen. Das ökonomische Problem könnte der amerikanische Staat durch Ausgabensenkungen oder Steuererhöhungen lösen. Beides scheint aber politisch blockiert. Es bleibt abzuwarten, wie diese Auseinandersetzung ausgehen wird. Die institutionelle Struktur des politischen Systems in den USA lässt be-

fürchten, dass auch nach der Präsidentenwahl im November 2012 keine klare politische Mehrheit vorhanden sein wird und damit das Vertrauen in die USA weiter schwinden könnte. Die Sorge um ein schwindendes Vertrauen in die USA sollte uns aber nicht davon abhalten, unsere eigenen Verschuldungsprobleme bei Bund, Ländern und Euro Ländern zu lösen, um zumindest das Vertrauen in unsere eigenen Institutionen zu stärken.

Literatur

- Bundesministerium der Finanzen (2011), »Die wichtigsten Steuern im internationalen Vergleich«, *Monatsbericht des BMF*, Mai, 54–66.
- CNN (2011), »Chinese agency downgrades U.S. credit rating«, <http://edition.cnn.com/2011/BUSINESS/08/02/china.us.rating/index.html>, heruntergeladen am 23. August 2011.
- Contract with America, Republican National Committee, 1994.
- Slemrod, J. und J. Bakija (2008), *Taxing Ourselves: A Citizen's Guide to the Debate on Taxes*, 4th edition, MIT Press, Cambridge M.A.
- Standard & Poor's (2011), »United States of America Long-Term Rating Lowered to »AA+« on Political Risks and Rising Debt Burden; Outlook Negative«, RatingsDirect on the Global Credit Portal, 5. August.
- U.S. Census Bureau (2011), »U.S. Trade in Goods by Country«, <http://www.census.gov/foreign-trade/balance/>
- U.S. Treasury (2011a), »Major foreign holders of treasury securities«, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>, heruntergeladen am 7. September 2011.
- U.S. Treasury (2011b), »Historical Treasury Rates«, <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Pages/index.aspx>.