

EXTRABLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

8. August 2011

Herabstufung USA und Krise in Italien

Ja, seht. Zum Straucheln braucht's doch nichts, als Füße.

Auf diesem glatten Boden, ist ein Strauch hier?

Gestrauchelt bin ich hier; denn jeder trägt

Den leid'gen Stein zum Anstoß in sich selbst.

Dorfrichter Adam in: Kleist, Der zerbrochene Krug

Die Lage ist, genau genommen, unverändert zur Vorwoche. S&P hat uns nicht Neues mitgeteilt über die Kreditwürdigkeit der USA. Die Ratingagentur hat sich sogar einen eher peinlichen Fehler erlaubt, bei dem sie das Defizit der USA um über \$ 2.000 Mrd. in den nächsten 10 Jahren überschätzt,¹ was nicht eben für deren Rechenkünste spricht.

Wirtschaftlich gesehen können die USA ihre Schulden jedenfalls bedienen. Sie könnten mittelfristig problemlos Steuern erhöhen (z.B. eine Mehrwertsteuer einführen), ohne dass es besonders weh täte. Und sie haben eine Zentralbank, die notfalls die Regierung stützen wird.

Was sich in den letzten Wochen geändert hat, ist die politische Einschätzung der USA. Die Republikaner sind dort ideologisch so verbohrte, dass man ihnen zutrauen muss, bereit zu sein, das Land lieber in die Pleite zu treiben, als gegen ihre Steuer-Prinzipien zu verstoßen. Das Problem ist also nicht die Zahlungsfähigkeit, sondern der Zahlungswille der Amerikaner.

Das größere Problem haben also nach wie vor die Europäer. Italien ist zu groß, um von der Gemeinschaft gestützt zu werden, hat aber Schwierigkeiten, höhere Steuern einzutreiben und keine Zentralbank auf die sich die Regierung im Zweifelsfall stützen kann. Das Selbe gilt für Spanien. Beide Länder müssen durch einen ekelhaften Anpassungsprozess, der im Falle Italiens noch nicht einmal begonnen hat. Europa hat in diesem Sinne sein Schuld-



Dr. Georg Graf von Wallwitz

problem noch nicht akzeptiert. Es ist noch nicht einmal in der Depression, die sich normalerweise vor der Akzeptanz des Übels einstellt. Wir sind nach wie vor im

¹ <http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Just-the-Facts-SPs-2-Trillion-Mistake.aspx>

EXTRABLATT
FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE
8. August 2011

Stadium der Leugnung ("Der Süden Europas kommt aus eigener Kraft aus dem Sumpf, es fehlt ihm nur etwas Zeit, die ihm von den Finanzmärkten nicht zugestanden wird"), der Wut ("Die Ratingagenturen sind schuld! Die Kapitalisten!") und des Verhandeln ("Wir versprechen, dass wir unsere Haushalte in Ordnung bringen!"). (Vgl. dazu die irgendwie anschauliche, aber vermutlich falsche Theorie von Elisabeth Kübler-Ross)².

Solange nicht alle hochverschuldeten Länder ihre **Haushalte massiv sanieren**, solange die Kapitalexporthoren sich nicht klar machen, dass sie zu einem **teilweisen Verzicht bereit sein müssen**, und solange die EZB klar macht, dass sie **im Notfall Geld zu drucken bereit** ist, bleibt uns die Krise erhalten. Da ist der Ausgang ungewiss und es ist nur klar, dass es bis zu einer Lösung noch eine ganze Weile dauern wird. Die Deutschen werden dem Süden so lange nur irgendwie möglich die Folterwerkzeuge zeigen, bevor sie zur Hilfe kommen (wenn überhaupt). Sonst, so befürchten sie, wird der Reformeifer im Süden mit dem Tag der Rettung verpuffen.

Alles eigentlich bekannte Probleme. Der Dax ist bei 6.000 ziemlich billig, die Unternehmen stehen gut da und werden auch nach dem Ende der Krise (das irgendwann kommen wird) noch immer gutes Geld abwerfen, in welcher Währung auch immer. Das selbe gilt für den Dow Jones oder andere global aufgestellte Firmen wie Nestle oder Vodafone oder LVMH.

Im Umkehrschluss bedeutet dies alles, dass die Märkte sich leicht stabilisieren können, insbesondere wenn die EZB eine konstruktivere (vulgo: inflationsfreundlichere) Haltung einnimmt. Dies könnte seit gestern bereits der Fall sein.

Aktien werden heute früh leiden, denn in einem Klima allgemeiner Verunsicherung - und das haben wir jedenfalls - wird jedes unvorhergesehene Ereignis wie ein Down-

grade zunächst mit fallenden Kursen beantwortet. Keiner weiß so recht, was das bedeutet, also verkauft man lieber mal, bevor es die anderen tun. Und da sich das jeder denkt, werden die Volatilität hoch und die Kurse schlecht sein.

Allerdings erwarte ich nicht zu viel Platz nach unten: Erstens sind die Aktienkurse schon zwischen 10% und 20% gefallen in den letzten Wochen. Wenn Italien oder Spanien Pleite gehen, geht es noch einmal 25% nach unten, aber **noch geben wir Rom nicht verloren**. An einer Pleite hat niemand ein Interesse. Zweitens **hat das Downgrade der USA kaum praktische Auswirkung**, weil es keine echte Alternative zu US-Staatsanleihen gibt. Die nächstgrößten Märkte für Staatsanleihen sind diejenigen Japans und Italiens. Und wer will die schon im Portfolio? Drittens sind die Märkte, die bereits offen haben, bemerkenswert ruhig und rational. Obwohl S&P klar gemacht hat, dass es den Amerikanern eventuell am Willen zur Schuldentilgung fehlt, was sich in Form einer Abwertung des Dollars elegant bewerkstelligen ließe, **fällt der Dollar bislang kaum**: Nicht mehr als ein halbes Prozent gegenüber dem Euro und den anderen wichtigen Währungen. (Der Franken steigt allerdings weiter.)

Also: Obwohl Grundhaltung defensiv bleiben sollte sehen wir heute vielleicht schon Kaufkurse, jedenfalls für einen ersten Schritt. Ob ein Dax unter 6.000 auf drei Wochen ein guter Kauf ist, wissen wir nicht. Auf drei Jahre gesehen ist er es wahrscheinlich schon.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA
+49-89-255 466-0

² http://en.wikipedia.org/wiki/Kübler-Ross_model