



Die Verstaatlichung der Kapitalmärkte

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Die Verschuldung von Staat und Wirtschaft ist in den letzten Jahren nicht nur weiter gewachsen, ihre Struktur ist auch schlechter geworden.**
- **Die Verbindlichkeiten der öffentlichen Hand machen inzwischen 83 % des Welt-BIP aus. Sie sind erstmals größer als die der Unternehmen.**
- **Die Automatik des "Deficit Spending" funktioniert nicht. Die "Schwarze Null" ist nicht das richtige Ziel.**

Eigentlich hätte sich die Verschuldung in der Welt nach der großen Finanzkrise 2008 zurückbilden müssen. Nach den vorherigen Übertreibungen, so die Theorie, würden sich die Schuldner wieder auf vernünftiges Wirtschaften besinnen. Sie würden die zu hohen Verbindlichkeiten abbauen. Das dauert nach den historischen Erfahrungen vier bis fünf Jahre. Dann sind die Verhältnisse wieder zurecht gerückt. Die Krise ist überwunden.

Nach der letzten Krise kam es jedoch anders. Die Unternehmensberatungsgesellschaft McKinsey hat dazu dieser Tage eine interessante Studie vorgestellt. Danach ist die Verschuldung in den letzten Jahren nicht zurückgegangen. Sie ist im Gegenteil angestiegen, sogar schneller als die Weltwirtschaft. Der Anteil der Schulden an der Wirtschaftsleistung in der Welt ist von 269 % im Jahr 2007 auf 286 % 2014 gestiegen.

Aber nicht nur das. Die Struktur der Verschuldung hat sich auch noch verschlechtert. Die Verbindlichkeiten der Privaten gingen – relativ – zurück, die der Staaten nahmen zu.

Am besten verhielten sich die privaten Haushalte. Sie haben ihre Verschuldung in einer Reihe von Staaten deutlich verringert. Am stärksten war das in den USA der Fall.

Die Verschuldung der Unternehmen hat maßvoll zugenommen. Eigentlich hätte man sich hier etwas mehr gewünscht. Denn der Gegenposten zu den Verbindlichkeiten sind die Investitionen. Sie waren zu schwach.

Überraschend war, dass die Verschuldung des Finanzsektors zurückgegangen ist. In der Öffentlichkeit hatte man zuletzt immer mehr den Eindruck, als seien die

Banken nach wie vor die bösen Buben der Weltwirtschaft. Ihre Position ist auch nach wie vor nicht gefestigt. Wo sich die Situation aber verbessert hat, war bei den Investmentvehikeln. Hier waren die problematischen Immobilienkredite an amerikanische Hausbesitzer verbrieft. Sie wurden abgewickelt. Daher der Rückgang der Schulden.

Bei den öffentlichen Finanzen hat sich die Situation dagegen deutlich verschlechtert. Der Staat avancierte in den letzten Jahren erstmals weltweit zum größten Schuldner auf den Kapitalmärkten. Er lag noch vor dem Unternehmenssektor, der eigentlich der wichtigste Schuldner sein sollte. Die Staatsschulden machen global jetzt 83 % der Wirtschaftsleistung aus.

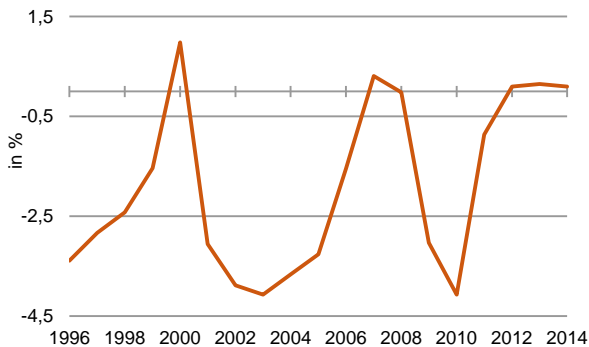
Das ist eine gefährliche Entwicklung. Nach der herrschenden Lehre bremsen Quoten ab 90 % Wachstum und Beschäftigung. Wir sind also kurz vor dem Punkt, an dem die hohe staatliche Verschuldung nicht nur ein Schönheitsfehler, sondern eine Wachstumsbremse ist.

Nun hängt die Zunahme der öffentlichen Verschuldung natürlich auch mit der Bekämpfung der Krise zusammen. Der Staat hat zur Rettung des Finanzsektors schlechte Kredite aus den Banken ausgegliedert und sie in eigene "Bad Banks" genommen. Zudem hat er die Rezession mit fiskalischem "Deficit Spending" bekämpft. Das ist an sich nicht zu kritisieren, vorausgesetzt es sind vorübergehende Maßnahmen, die sich nach der Krise wieder zurückbilden. Der deutsche Finanzminister ließ sich dafür feiern, dass er in seinem Haushalt nach den hohen Defiziten wieder eine "Schwarze Null" erreichte.

Ist also doch alles gar nicht so schlimm? Doch. Denn mit dem "vorübergehenden" Defizit ist es so eine Sache. Schauen Sie sich die Grafik an. Da zeigt sich am Beispiel Deutschlands, dass der Fehlbetrag im Staatshaushalt in den letzten 15 Jahren immer zwischen 0 und minus 4 % schwankte. Es war also keineswegs so, dass die staatlichen Defizite in Krisenzeiten immer wieder durch Überschüsse in guten Zeiten ausgeglichen wurden, wie es die Theorie des "Deficit Spending" unterstellt. Statt einen Überschuss zu erzielen war der Finanzminister schon glücklich, wenn er seinen Haushalt ausglich. Im Zeitverlauf gibt es daher keinen Haushaltsausgleich, sondern ein permanentes Defizit in der Größenordnung von rund 2 %. Das führt zu steigenden Staatsschulden.



Asymetrie des Deficit Spending
Öffentliches Defizit in Deutschland



Quelle: Bundesbank

Wer die Hydra der Staatsverschuldung wirklich bekämpfen will, darf sich nicht mit einer "Schwarzen Null" begnügen. Er muss nach Jahren mit Defiziten (die es immer wieder geben wird) auch Jahre mit Überschüssen anstreben. Nur so kann ein Anstieg der Staatsverschuldung und eine Verstaatlichung des Kapitalmarktes vermieden werden.

Das ist nicht nur in Deutschland so. In vielen anderen Staaten ist es sogar noch schlechter. Sie haben es nicht einmal geschafft, den Haushalt in normalen Zeiten auszugleichen. Der Anstieg der Staatsverschuldung ist also nicht ein vorübergehender "Betriebsunfall". Er ist in unserem System angelegt. Die öffentliche Verschuldung wird also – leider – weiter ansteigen.

Für den Anleger

Lassen Sie sich nicht von guten Konjunkturzahlen täuschen. Die Krise ist noch nicht vorbei. Die Staatsschuld steigt weiter und bremst das Wachstum. Schlimmer noch. Sie führt zu immer größeren Volumina an Anleihen, die der Staat vor sich herschiebt und regelmäßig refinanzieren muss. Dabei kann es leicht zu Störungen kommen. Vielleicht entsteht die nächste Finanzkrise auch in Ländern mit guter Bonität nicht bei den Privaten, sondern bei staatlichen Schuldner. Schließlich: Es mag zynisch klingen. Aber das Positive für manche Investoren ist, dass staatliche Papiere nicht knapp werden. Es sind immer genügend zu haben, selbst wenn die Zentralbanken jetzt so viele Staatsanleihen kaufen.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investimentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

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

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