

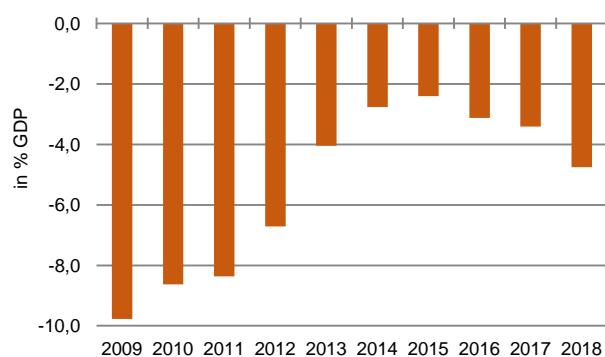
## Ende der Austerität?

19. September 2018

- › Es sieht so aus, als ob die Zeit der Konsolidierung der Staatsfinanzen zu Ende geht.
- › Das hängt nicht nur mit geringerer Disziplin der Finanzminister zusammen.
- › Höhere öffentliche Defizite helfen Aktien (zumindest kurzfristig) und schaden Bonds.

Eine der erfreulichsten Entwicklungen der letzten Jahre war die Konsolidierung der Staatsfinanzen in vielen Industrieländern. Im Euroraum hat sich der Fehlbetrag in den öffentlichen Haushalten von über 6 % des BIPs in der großen Finanzkrise auf 1 % verringert. In Deutschland wurden in den letzten Jahren sogar Überschüsse erreicht. Die gesamte Staatsverschuldung ist wieder unter 60 % des BIPs gefallen.

**DER WIND DREHT SICH**  
Fehlbetrag im US-Bundshaushalt



Quelle: Fred, eigene Schätzung

Es sah so aus, als sei die Welt auf dem besten Weg den Moloch immer größerer Löcher in den Staatsfinanzen endlich zu besiegen. Es war zwar noch ein weiter Weg zu soliden Verhältnissen. Auch verlief die Entwicklung in einzelnen Ländern unterschiedlich. Aber die Einsicht, dass hohe Staatsschulden am Ende allen schaden, schien doch zugenommen zu haben. Die Märkte atmeten auf.

Jetzt scheint sich der Wind aber wieder zu drehen. In Italien wettert die neue Regierung gegen das finanzpolitische "Diktat" von Brüssel. Rom würde das öffentliche Defizit liebend gerne wieder über die Grenze von minus 3 % erhöhen. Griechenland, kaum aus dem Anpassungsprogramm der Troika entlassen, hat angekündigt, dass es einige der geplanten Sparmaßnahmen rückgängig machen möchte. Die USA, die die Neuverschuldung nach der großen Finanzkrise ebenfalls deutlich reduziert hatten, sind dabei den Fehlbetrag ebenfalls drastisch zu erhöhen (Grafik). In diesem Jahr wird der Staatshaushalt durch Investitionsprogramme und die Steuerreform vermutlich um zusätzliche USD 300 Mrd. belastet. Unter Ökonomen ist ein theoretischer Streit entbrannt, ob die Sparmaßnahmen in Europa in

den letzten Jahren vielleicht nicht doch etwas überzogen waren.

In jedem Fall scheinen die Finanzminister wieder großzügiger zu werden. Die Zeit der Austerität, die zur Gesundung der öffentlichen Haushalte führen sollte, geht zu Ende. In Europa verlieren die Maastricht-Kriterien ihre disziplinierende Wirkung. Das ist eine neue Welt für die Kapitalmärkte.

Es hängt nicht nur damit zusammen, dass die Welt schlechter geworden ist und dass eine neue Generation von Finanzministern an die Macht gekommen ist, für die solide Staatsfinanzen nicht mehr so wichtig sind. Es gibt auch andere Gründe.

Einer ist die nachlassende konjunkturelle Dynamik. Die Steuereinnahmen werden in Zukunft nicht mehr so stark sprudeln. Die Finanzpolitik bereitet sich in guter keynesianischer Tradition darauf vor, einen stärkeren Konjunkturabschwung zu verhindern. Bisher oblag dies weitgehend den Zentralbanken. Sie fallen für diese Aufgabe jetzt aber aus, weil sie ihr Pulver bei der Überwindung der Finanzkrise verschossen und seitdem nicht genügend neue Munition ansammelt haben.

»Insgesamt müssen bei höherer Staatsverschuldung daher alle Alarmglocken schrillen.«

Ein anderer ist die Überwindung der Investitionslücke, die sich in den Jahren der Austerität aufgebaut hat. Überall fehlt es an Kindergärten und Schulen, Straßen und Brücken sind marode. So etwas kann man eine gewisse Zeit tolerieren. Jetzt muss es repariert werden. Siehe der Einsturz der Brücke in Genua.

Hinzu kommt die ungleichere Einkommensverteilung in vielen Ländern. Löhne und Gehälter vor allem der ärmeren Schichten sind zurückgeblieben. Die Kapitaleinkommen sind überproportional gestiegen. So etwas kann der Staat nicht auf Dauer hinnehmen, ohne soziale Unruhen zu riskieren. Daher werden jetzt auch die Sozialausgaben kräftig ausgeweitet. Hierbei spielt natürlich auch die demografische Entwicklung eine Rolle. Sie erfordert mehr Zuschüsse für die Renten.

## Ende der Austerität?

19. September 2018

Natürlich könnte man viele dieser Probleme auch ohne höhere öffentliche Verschuldung lösen. Man müsste nur die Prioritäten in den Staatshaushalten überdenken. Warum kann man nicht beispielsweise die Subventionen kürzen oder Sozialausgaben zielgerechter ausgestalten? Dem steht aber der um sich greifende Populismus entgegen. Entweder sind die Regierungen selbst populistisch und werben mit zusätzlichen Staatsausgaben oder großzügigen Steuersenkungen um Wählerstimmen (wie in Italien). Oder sie werden von der Opposition in diese Richtung gedrängt (wie in Deutschland). Wenn es um die Stabilität der Gesellschaft oder der Regierungen geht, bleibt die finanzpolitische Solidität erfahrungsgemäß immer auf der Strecke.

Was sind die Folgen dieser Entwicklung? Öffentliche Defizite gelten unter Ökonomen und an den Märkten immer als etwas Schlechtes. So pauschal sollte man jedoch nicht argumentieren. Eine höhere öffentliche Verschuldung kann auch ihr Gutes haben, wenn damit Fehlentwicklungen in der Gesellschaft repariert und Wachstum und Beschäftigung gesichert werden.

Allerdings muss man wissen, dass das nicht unproblematisch ist. Es geschieht nämlich auf Pump. Darüber hinaus gibt es auch andere Nachteile. Die Haushalte werden gegenüber Zinsschwankungen verletzlicher. Das wird sich

gerade in den kommenden Jahren zeigen, wenn die Zinsen steigen. Zudem erhöhen sich die Zinsen weiter als dies durch die geldpolitische Normalisierung erforderlich ist. Die öffentliche Hand verdrängt die private Wirtschaft und deren Investitionen. Das ist das berühmte "Crowding Out". Schließlich verschlechtert sich die Stabilität des Finanzwesens. Rating-Agenturen reagieren darauf sehr sensibel und stufen die Staaten bei einer nachhaltigen Verringerung der Solidität der öffentlichen Finanzen zurück. Insgesamt müssen bei höherer Staatsverschuldung daher alle Alarmglocken schrillen.

## Für den Anleger

Höhere Staatsverschuldung hat immer zwei Wirkungen. Auf der einen Seite profitieren die Aktien, weil das Wachstum anzieht. In den USA sind die Kurse seit dem Amtsantritt von Präsident Trump deutlich stärker als in anderen Ländern gestiegen. Das ist allerdings eine Blase, die irgendwann platzen wird. Auf der anderen Seite steigen die Zinsen und die Kurse der Bonds fallen. Da sollte man vorsichtig sein.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).**  
**Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsaussagen 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 unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) 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. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenständige 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 Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://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 eigenenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. 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 noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.