



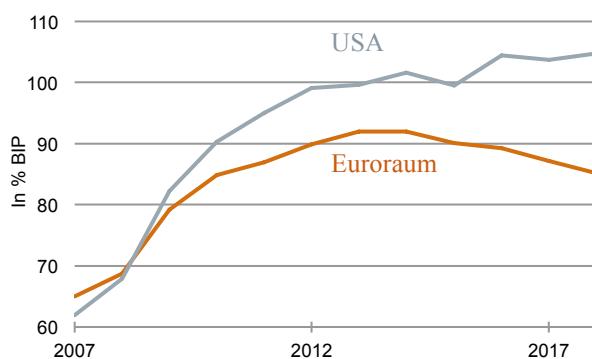
Dr. Martin W. Hüfner  
Chief Economist

- Eine neue Theorie macht Furore. Sie besagt, dass öffentliche Verschuldung nicht so schlimm ist wie vielfach angenommen.
- Tatsächlich führen die aktuell niedrigen Zinsen dazu, dass die Haushaltsdefizite niedriger ausfallen und die Verschuldung nicht so stark steigt.
- Das ist aber kein Freifahrtschein für die Finanzminister. Vorschlag einer zweistufigen Finanzpolitik in der EU.

Vor gut einem halben Jahr hielt der französische Ökonom Olivier Blanchard eine Rede, die für erhebliche Aufregung sorgte. Auf der renommierten Jahrestagung der American Economic Association stellte er die These auf, dass die niedrigen Zinsen bei gleichzeitig anhaltendem Wirtschaftswachstum eine Neubewertung der Finanzpolitik erforderlich machen. Er provokant formulierte er: "Öffentliche Schulden sind schlecht, sie sind aber keine Katastrophe. Man kann sie eingehen, man muss es aber richtig machen."

Damit rüttelte er an den Grundfesten der traditionellen finanzpolitischen Diskussion vor allem in Europa. Was haben wir in den vergangenen Jahren nicht alles für Anstrengungen unternommen, um die Staatsverschuldung zu reduzieren? Und das soll jetzt alles falsch sein? Wenn die neue Theorie recht hätte, dann hätte das auch erhebliche Auswirkungen auf die aktuelle Finanzpolitik. Es lohnt sich daher, der Sache nachzugehen.

#### STAATSVERSCHULDUNG Euroraum, USA



Quelle: Eurostat, Fred

Im Mittelpunkt der neuen Überlegungen steht die Differenz "R - G". R steht für die langfristigen Kapitalmarktzinsen, G für das gesamtwirtschaftliche Wachstum. Die Differenz von R und G ist derzeit negativ, das heißt die Zinsen sind niedriger als das Wachstum. Das gilt nicht nur für die USA mit Zinsen gerade mal etwas über 2 % und einer nominalen Wachstumsrate von über 5 %. Im Euroraum liegt die 10-jährige Bondrendite gemessen an den deutschen Bundesan-

leihen im Augenblick unter null, das Wirtschaftswachstum dagegen bei 3 %.

Diese Konstellation hat für die Staatsfinanzen in der Tat erhebliche Bedeutung. Wenn die Zinsen so niedrig sind, muss der Staat nicht so viel für den Schuldendienst ausgeben. Das entlastet den Finanzminister. Es war einer der Gründe für die "Schwarze Null" im deutschen Bundeshaushalt in den letzten Jahren.

»Sie ist alter Wein  
in neuen Schläuchen.«

Wenn andererseits die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate hoch ist, dann wirkt sich das positiv auf die Höhe der Gesamtverschuldung aus (in % des Bruttoinlandsproduktes). Sie geht zurück. Auch das hat sich in den letzten Jahren in Deutschland gezeigt, als sich die Verschuldung von über 80 % auf inzwischen 61 % verringerte. Auch im Euroraum ist die Quote kleiner geworden, allerdings nicht ganz so spektakulär (von 92 % auf 85 %). Siehe Grafik.

Voraussetzung ist natürlich, dass der Staat nicht gleichzeitig hohe Budgetdefizite "fährt" und damit den positiven Effekt auf die Verschuldung konterkariert. Das ist der Pferdefuß an den dargestellten Zusammenhängen (der in der Theorie leider nicht erwähnt wird). Er ist beispielsweise in den USA zu beobachten, wo die Steuern 2018 massiv gesenkt wurden. Die Verschuldung hat sich deshalb nicht ermäßigt, sondern im Gegenteil weiter erhöht, wenn auch in geringerem Tempo (Grafik). Auch in Ländern Europas droht diese Gefahr.

Damit ist die Geschichte von "R - G" aber noch nicht zu Ende. Blanchard fügt diesen Überlegungen noch einen weiteren Gedanken hinzu. Jeder erwartet, dass "R - G" in erster Linie wegen der aktuell ultralockeren Geldpolitik negativ ist. Das ist aber nicht der Fall. Wenn man sich die gesamte Nachkriegszeit anschaut, dann gibt es zwar erhebliche Schwankungen von "R - G". Nach der Ölkrise in den 80er Jahren waren die Zinsen zeitweise erheblich höher als das gesamtwirtschaftliche Wachstum. Im Durchschnitt über alle Jahre zusammengenommen, war "R - G" jedoch auch bei

dieser langfristigen Betrachtung negativ. Das gilt sowohl für die USA wie auch – in noch stärkerem Maße – für Europa.

Das relativiert die Bedeutung der "R – G"-Theorie. Sie ist kein neues Phänomen, das mit der aktuellen Niedrigzinspolitik zusammenhängt. Die Zusammenhänge gab es vielmehr schon immer, mal stärker mal weniger stark. Man hat sie nur nicht beachtet.

Insgesamt bringt uns "R – G" also nicht so viel weiter. Sie ist alter Wein in neuen Schläuchen. Trotzdem fällt sie in der gegebenen gesamtwirtschaftlichen Situation natürlich auf fruchtbaren Boden. Die Konjunktur schwächt sich stärker ab als erwartet. Ein größerer Einbruch kann nicht mehr ausgeschlossen werden. Die Geldpolitik steht Gewehr bei Fuß, um gegenzusteuern. Ihre Munition ist aber nach den vielen Jahren mit niedrigen Zinsen und hoher Liquidität begrenzt. Da sind die Finanzminister eigentlich gefordert. In einer solchen Situation kommt ihnen zu Pass, wenn ihnen Argumente für eine expansivere Politik geliefert werden.

Umso wichtiger ist, dass man die Gefahren, die mit einem Umsteuern verbunden sind, nicht übersieht. Nach wie vor befindet sich die Finanzpolitik in einer prekären Situation. Die Verschuldung der meisten Länder ist sehr hoch. Sie verunsichert die Märkte, "R – G" hin oder her. Sie wirkt damit auch negativ auf Konjunktur und Investitionen aus.

Auch ich halte gegenwärtig eine expansivere Finanzpolitik für erforderlich. Sie sollte aber zweistufig vorgehen. Voran gehen sollten die Länder mit aktuell niedriger Verschuldung wie etwa Deutschland. Sie können sich Steuersenkungen und mehr Infrastrukturinvestitionen leisten. Sie agieren damit als Lokomotiven. Alle anderen müssen einen Rückfall in das "Deficit Spending" früherer Jahre vermeiden und sich stattdessen auf Impulse von außen verlassen. So eine Arbeitsteilung müsste in einer Gemeinschaft wie der EU eigentlich machbar sein. Sie wäre die richtige Anwendung für "R – G".

### Für den Anleger

Richten Sie sich darauf ein, dass nicht nur die Geld-, sondern auch die Finanzpolitik expansiver wird, je länger die Konjunkturflaute anhält. Das hilft der gesamtwirtschaftlichen Aktivität und den Gewinnen. Andererseits ist es eine Belastung, wenn der Staat mehr Geld aufnimmt. Es könnte zu stärkeren Schwankungen an den Märkten führen.

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, Genaugigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemittelung 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 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 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 eigenverantwortlichen 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.