

25. April 2018

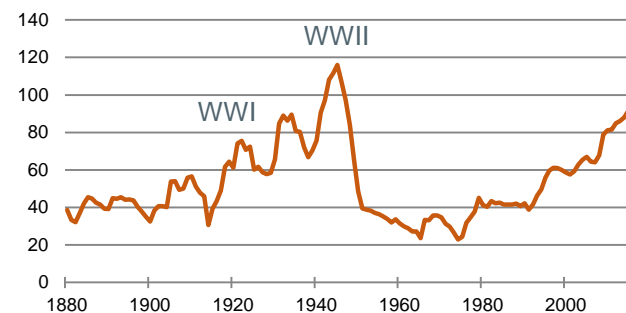
- Die Verschuldung in der Welt ist, anders als versprochen, seit der großen Finanzkrise nicht gesunken, sondern erheblich gestiegen. Das ist ein Warnzeichen.
- Das schürt Ängste bei den Anlegern, belastet die Finanzmärkte und hat erhebliche negative Makrowirkungen.
- Eine neue Finanzkrise muss sich daraus nicht ergeben. Wenn es jedoch irgendwo "knallt", können Weiterungen unter diesen Bedingungen schwer aufgehalten werden.

Wenn eines sicher ist, dann dies: Es wird auch wieder eine neue Finanzkrise in der Welt geben. Wann und in welcher Form wissen wir natürlich nicht. Dass sie wieder durch Zockereien am amerikanischen Immobilienmarkt passiert, schließe ich aus. Die Geschichte wiederholt sich nicht. Aber könnte sie vielleicht durch die so stark gestiegene Verschuldung von Staaten, Unternehmen und Privathaushalten ausgelöst werden? Das Thema ist derzeit in aller Munde. Der Internationale Währungsfonds hat auf seiner Frühjahrstagung in der letzten Woche in Washington eindringlich davor gewarnt.

Tatsächlich ist die Verschuldung inzwischen extrem hoch. Sie ist in der Welt mehr als doppelt so groß wie die gesamte Wirtschaftsleistung. Seit der großen Finanzkrise ist sie nicht zurückgegangen (wie alle das versprochen und prognostiziert hatten). Sie ist im Gegenteil um über 10 % gewachsen. Etwas mehr als ein Viertel entfallen auf die privaten Haushalte, 30 % auf die Unternehmen. Der Löwenanteil von 42 % betrifft den Staat.

STAATSSCHULDEN IN % BIP

Industrielländer



Quelle: IWF

Die Grafik zeigt, wie sich die Staatsverschuldung in den letzten 140 Jahren entwickelt hat. In Kriegszeiten war sie wie zu erwarten besonders hoch. Danach ging sie meist zurück (zum Teil auch durch Währungsreformen). Heute ist sie höher als im Ersten Weltkrieg und etwas niedriger als im Zweiten Weltkrieg. Allein das ist schon beängstigend. Von einem Rückgang auf globaler Ebene kann nicht die Rede sein, allenfalls in einzelnen Ländern (zum Beispiel in der Bundesrepublik).

Nun soll man die Verschuldung nicht generell verteufeln. Nicht jeder Kredit ist schlecht. Ohne Kredite wären Wirtschaft und Gesellschaft nicht denkbar. Viele Familien mit

Kindern könnten sich ein Haus oder ein Auto erst leisten, wenn die Kinder bereits erwachsen sind. Unternehmen könnten nur im Ausmaß der erwirtschafteten Gewinne wachsen, investieren und Arbeitsplätze schaffen. Wachstum und Wohlstand wären geringer. Staaten ohne Verschuldung sind häufig solche, die zu wenig in die Zukunft investieren.

»Aus den hohen Schulden muss sich nicht zwangsläufig eine neue Finanzkrise ergeben. Sie sind aber ein Zeichen, dass Regierungen, Unternehmen und Haushalte den Ernst der Lage nicht verstanden haben.«

Aber jetzt haben wir des Guten zu viel. Das ist ein Zeichen, dass in der Gesellschaft nicht ordentlich gewirtschaftet wird. Die Ausgaben sind größer als die Einnahmen. Das macht den Menschen Angst. Bei Privaten besteht die Gefahr von Pleiten. Beim Staat trauen die Menschen der Regierung nicht mehr (mit entsprechenden Folgen für Populismus und Staatsverdrossenheit). Manche fürchten, dass es zu einer Währungskrise kommen könnte. In den Lehrbüchern der Volkswirtschaftslehre haben wir früher gelernt, dass Staaten nie pleite gehen können, weil sie das Monopol zur Erhebung von Steuern haben. Ich würde das heute nicht mehr querschreiben.

Die hohe Verschuldung ist auch eine Hypothek der Finanzmärkte. Die Aktienkurse sind niedriger als sie sonst wären. Anleger bevorzugen Werte mit gesunder Finanzstruktur. An den Bondmärkten wären die Zinsen niedriger. Die Credit Spreads von Unternehmens- zu risikoärmeren Staatsanleihen könnten geringer sein. Das alles ist im Augenblick nicht so sichtbar, weil die Notenbanken die Märkte mit Liquidität fluten. Es wird sich jedoch umso stärker zeigen, wenn es wieder normalere monetäre Verhältnisse gibt.

Wegen der hohen Verschuldung sind auch die Schwankungen an den Märkten höher. Investoren müssen mehr zahlen, wenn sie sich gegen Kurseinbrüche absichern wollen. Im Augenblick ist die Volatilität noch relativ niedrig. Das wird sich jedoch ändern, wenn die Notenbanken die Liquidität einfangen und sich die Zinsen wieder auf normalere Niveaus heben.

Schließlich hat die hohe Verschuldung auch erhebliche Makrowirkungen. Das Wirtschaftswachstum leidet. Rezessionen dauern länger. Staaten sind gerade in Zeiten hohen Refinanzierungsbedarfs verletzlich gegenüber externen Schocks. Es ist kein Zufall, dass Italien in Europa das Land mit der höchsten Staatsverschuldung ist und sich gleichzeitig mit der Erholung aus der großen Finanzkrise am schwersten tut. Der Währungsfonds richtet daher einen dringenden Appell an die Staaten, die jetzt noch guten Zeiten zu nutzen, ihre Haushalte zu sanieren und Puffer für schwierige Zeiten aufzubauen.

Gibt es einen allgemeinen Maßstab, wie hoch die Staatsverschuldung sein darf, um die Handlungsfähigkeit der Regierungen zu erhalten? Nein. In Europa wurde mit den Maastricht-Kriterien die Grenze von 60 % formuliert, bis zu

der die Staatsverschuldung steigen kann. Diese Grenze ist jedoch willkürlich. Für Schwellen- und Entwicklungsländer müsste sie viel niedriger liegen. In manchen Staaten könnte sie höher sein, wenn das Land seine Verschuldung überwiegend im Inland deckt (wie z. B. Japan). Letztlich hängt es auch vom generellen Umfeld ab, wie sensibel die Gläubiger auf die Verschuldungsnot eines Staates reagieren.

Für den Anleger

Aus den hohen Schulden muss sich nicht zwangsläufig eine neue Finanzkrise ergeben. Sie sind aber ein Zeichen, dass Regierungen, Unternehmen und Haushalte den Ernst der Lage nicht verstanden haben. Die Risikoneigung ist zu hoch. Wir befinden uns im bekannten "Minsky-Moment", das jeder Krise vorausgeht. Je länger es anhält und je höher die Verschuldung steigt, umso größer die Gefahr, dass es an irgendeiner Stelle "knallt". Das beginnt normalerweise an besonders heiklen Schwachpunkten. Bei Ländern sind es solche mit hoher Verschuldung und/oder instabilen Bedingungen wie etwa Venezuela, Eritrea, Zimbabwe oder Somalia. Es würde sich dann schnell auch auf andere Staaten oder Unternehmen ausbreiten. Noch ist es glücklicherweise nicht so weit.

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. 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 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 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 Investitionsentscheidung 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 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.