

# Schroders

## TalkingPoint



### Wachstum jenseits der Finanzkrise

Virginie Maisonneuve und Katherine Davidson

Mai 2012

Seit Mitte 2011 reagieren die Märkte stärker denn je unmittelbar auf makroökonomische Tagesereignisse. Wir erleben

derzeit weitreichende Strukturveränderungen. Ob autoritär, sozialistisch oder kapitalistisch: es ist so gut wie sicher, dass sich auch die politischen Systeme in den kommenden Jahrzehnten ändern werden, um sich dem Wandel ihrer jeweiligen Bevölkerungsstruktur anzupassen. Auch wenn man sich bei der Titelauswahl weiter auf die Fundamentaldata eines Unternehmens konzentrieren sollte – es ist entscheidend, die Entwicklung dieser wirtschaftlichen und sozialen Systeme genauso gut zu kennen wie die Druckpunkte, die zu diesen Veränderungen führen. Ein wichtiger Nachhaltigkeitsfaktor ist daher die Verschuldung, für die der demografische Wandel auch bedeutsam ist.



Virginie  
Maisonneuve



Katherine  
Davidson

Leiterin globale und  
internationale  
Aktien

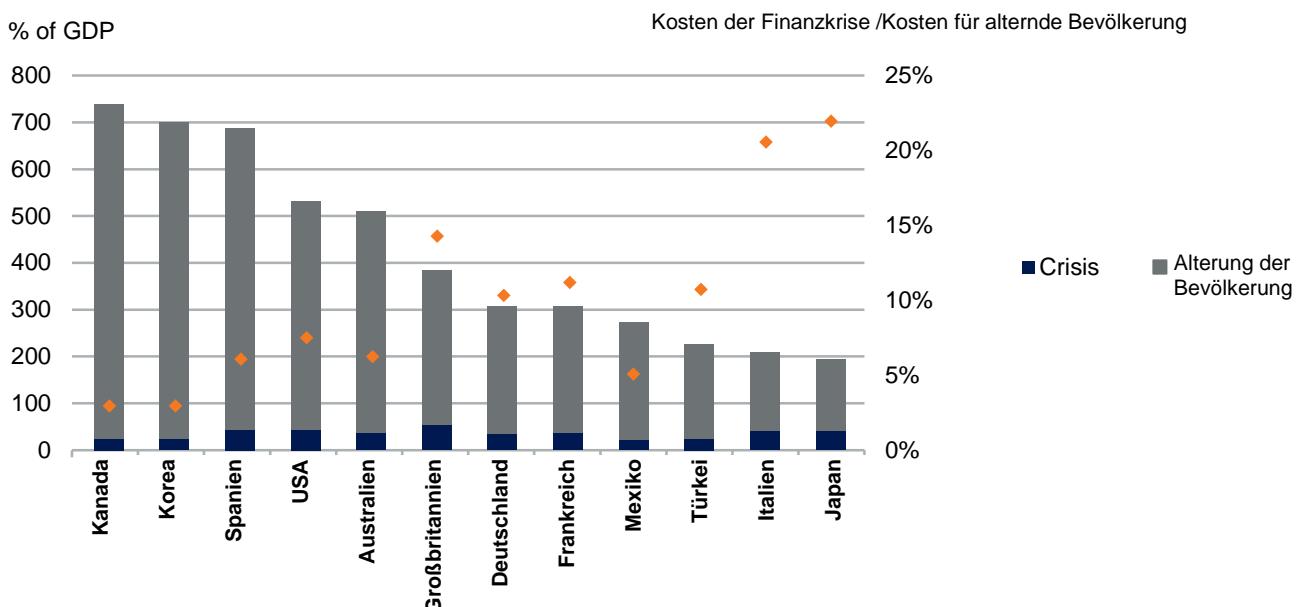
Portfolio-  
Managerin, Global  
Demographic  
Opportunities

Altersversorgungssysteme könnten die Staatschuldenquoten bis 2050 auf über 300 Prozent steigen. Dabei dürften die Prognosen angesichts der anhaltenden Konjunkturflaute mit größerer Sicherheit noch nach oben korrigiert werden.<sup>2</sup> Mit Blick auf die Krise in Europa muss man sich zwangsläufig fragen, ob diese hohe Verschuldung tragbar ist, welche Folgen sich daraus für das Wachstum ergeben und welche politischen Möglichkeiten es gibt.

### Schuldenlast

Der IWF hat errechnet, dass sich der Kapitalwert der altersbedingten Ausgaben eines Staates auf das Neunfache der Finanzkrise beläuft (unter Berücksichtigung von steuerpolitischen Förderungsmaßnahmen, Unterstützung des Finanzsektors und automatischen Stabilisatoren)<sup>1</sup>. Ohne größere Reformen der Gesundheits- und

Abbildung 1: Kapitalwert der geldpolitischen Folgen von Krise und Bevölkerungsalterung



Quelle: IWF (2009), Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis



**Schroders**

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

Akademisch ausgedrückt, bleibt die Staatsschuldenquote so lange stabil, wie folgende Gleichung aufgeht:

$$(\text{Zinssatz} - \text{Wachstumsrate des nominalen BIP}) \times \text{Staatsschuldenquote} = \text{Primärsaldo/BIP}$$

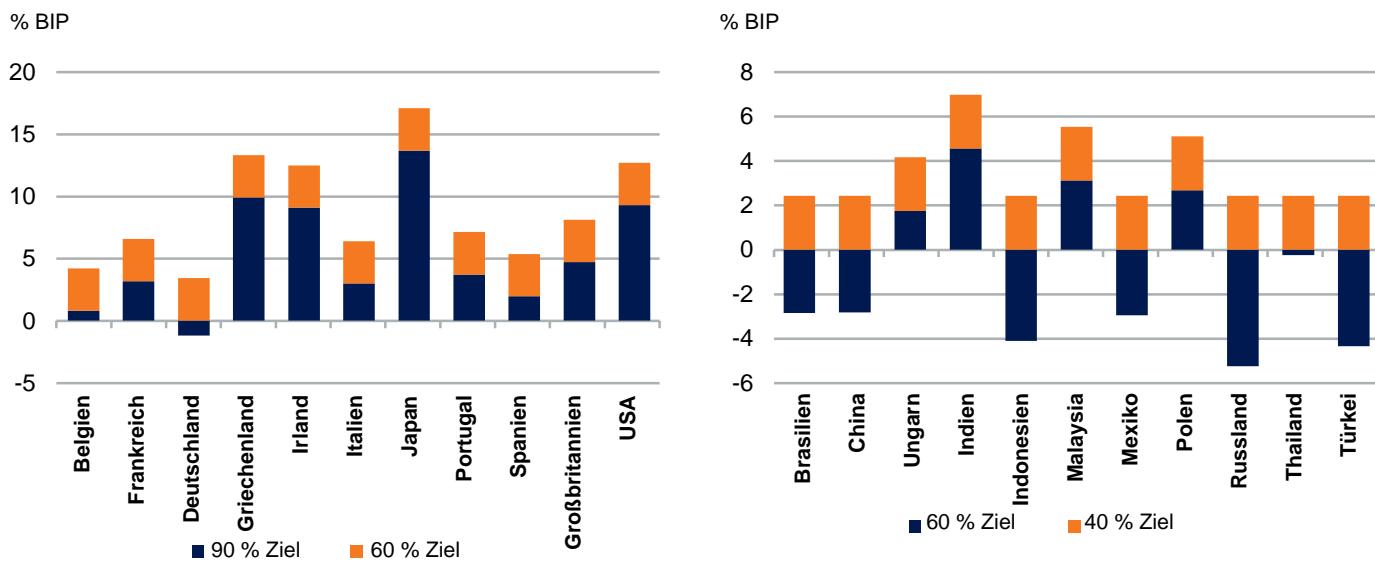
$$\text{oder} \quad \text{Wachstumsrate des nominalen BIP} = \text{Zinssatz} - \text{Primärsaldo/Ausgangsverschuldung}$$

Damit sich die Staatsschuldenquote hält, ergibt sich daraus intuitiv, dass Zähler und Nenner im gleichen Maße wachsen müssen. Dementsprechend müssen Schulden (der Zins auf die Ausgangsverschuldung minus/plus Primärüberschuss/-defizit des aktuellen Jahres) und BIP in gleichem Maße steigen. Ist der Zins höher als das BIP-Wachstum, ist ein Primärüberschuss erforderlich, um nur den aktuellen Schuldenstand zu wahren. Ein Beispiel: Um seine Staatsschuldenquote bei den aktuellen Zinssätzen auf 120 Prozent zu halten, müsste Italien entweder ein nominales Wachstum von 4,4 Prozent erzielen oder bräuchte auf Dauer einen Budgetüberschuss von 5,3 Prozent des BIP.

Theoretisch ließe sich so jeder Schuldenstand halten. Man müsste nur den Markt überzeugen, zu ausreichend niedrigen Sätzen zu finanzieren – wie dies in den USA und Japan erfolgt – und/oder für ausreichende Haushaltsdisziplin sorgen. Die Begleiterscheinung dabei ist jedoch, dass der Markt automatisch das Vertrauen verliert, wenn er die Sätze nach oben treibt. Je höher die Verschuldung, desto wackliger wird das Gleichgewicht. Denn schon eine kleine Zinsänderung reicht aus, um bei der obigen Gleichung unzumutbare Ergebnisse zu erzielen.

Eine Möglichkeit der Politik wäre es, die Verschuldung auf ein tragfähigeres Niveau zu reduzieren. Die unten stehenden Diagramme zeigen, welche haushaltspolitischen Anpassungen (Unterschied zwischen dem Primärsaldo 2011 und dem, den sie für den Rest des Jahrzehnts haben müssten) einige ausgewählte Länder nach unseren Schätzungen durchführen müssten, um bis Ende 2020 die angestrebte Staatsschuldenquote zu erreichen. Bei diesen illustrativen Beispielen wird davon ausgegangen, dass die Wachstumsrate der Zinsrate entspricht. Verwendet werden außerdem Ziele auf der Grundlage wissenschaftlicher Erkenntnisse (siehe unten) und Empfehlungen des IWF. Aus den Ergebnissen geht hervor, dass mit Ausnahme von Deutschland alle Industrieländer bis 2020 ihre Haushaltsslage deutlich verbessern müssten und umfangreiche Primärüberschüsse bräuchten, um eine angestrebte Staatsverschuldung von 90 Prozent zu erreichen. Hingegen erscheint die aktuelle Haushaltspolitik in den meisten Schwellenländern nachhaltiger. Hierbei wurden die altersbedingten Ausgaben, die pro Jahr noch mit ganzen fünf Prozent auf die Staatsausgaben aufschlagen könnten, nicht berücksichtigt.

Abbildung 2: Erforderliche haushaltspolitische Anpassungen, 2012–2020: illustrative Beispiele



Quelle: Schroders

Auch wenn die meisten westlichen Länder bereits sparen, erscheint eine haushaltspolitische Anpassung in dieser Größenordnung dennoch kaum machbar. Erstens wären die Proteste aus der Bevölkerung untragbar und zweitens würden diese kurzfristig das Wachstum erheblich beeinträchtigen. Das würde eine negative Rückkopplung in Gang setzen, bei der ein rückläufiger Nenner – das BIP – die Vorteile des Schuldenabbaus wieder zu Nichte machen würde.

Wachstum und Verschuldung stehen in einem komplexen Zusammenhang: Wachstum bietet zwar die beste Möglichkeit, die Schuldenlast zu verringern. Doch eine Verschuldung, die ein bestimmtes Maß überschreitet, wirkt sich negativ auf das Wachstum aus. In ihrem wegweisenden Aufsatz kommen Reinhart und Rogoff zu folgendem Schluss: Wenn die Staatsverschuldung in den Industrieländern 90 Prozent des BIP erreicht, sinkt das Wirtschaftswachstum deutlich. In den Schwellenländern liegt diese Zahl bei 60 Prozent. Man geht davon aus, dass eine hohe Verschuldung Unsicherheit und Erwartungen in Bezug auf Steuererhöhungen

aufkommen lässt und so die Unternehmensinvestitionen drastisch senkt. Treiben die Staatsschulden die Zinsen in die Höhe, so hat dies auch eine Verdrängungswirkung auf Privatinvestitionen und -konsum.

Es ist daher für eine Regierung sehr schwer, sich von einer hohen Schuldenlast zu befreien. Die Alternative wäre die Erzeugung einer hohen Inflation, die ein hohes nominales Wachstum ohne ein reales fördern würde. Laut Reinhardt und Rogoff gibt es wenig Anhaltspunkte dafür, dass die entwickelten Länder ihre Schulden weginflationieren (wahrscheinlich wegen der unabhängigen Zentralbanken). Häufiger ist dies jedoch in den Schwellenländern der Fall.

### Suche nach Möglichkeiten

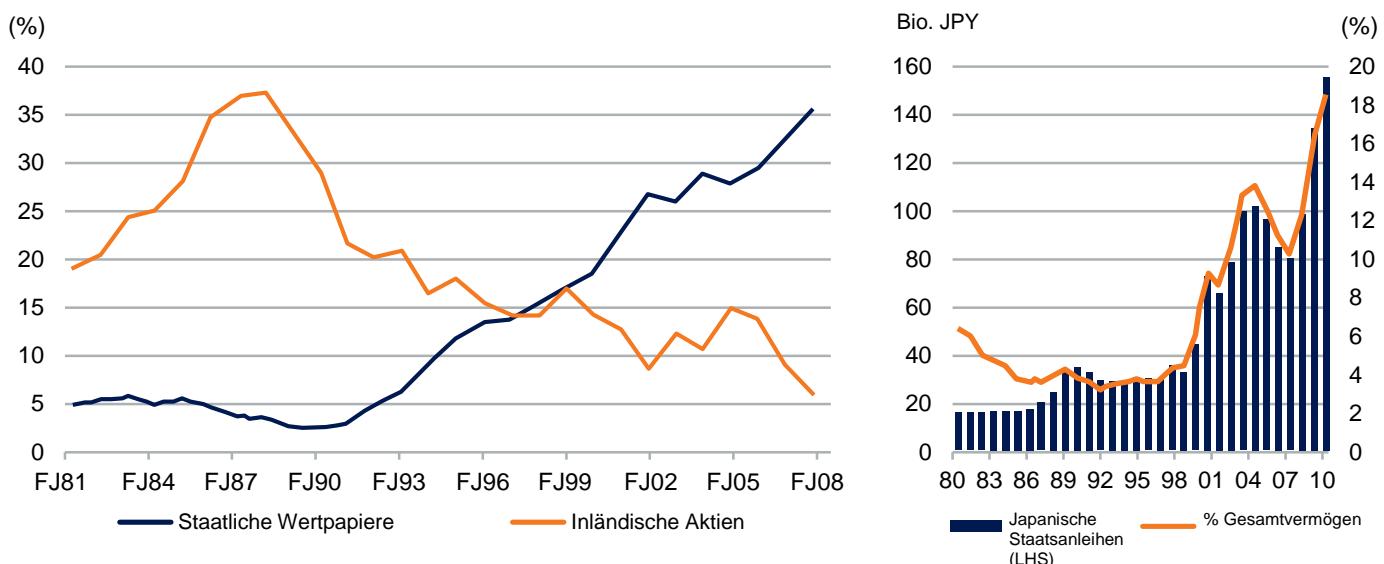
Beim derzeitigen Schuldenstand sind die Aussichten für die meisten Länder der westlichen Welt daher begrenzt. Angesichts der hohen Ausgangsschuldenquoten und des Einflusses der demografischen Veränderungen ist es unwahrscheinlich, dass wir den Schuldenberg allmählich allein abbauen werden. Und wir sind durch politischen Druck und die Kosten einer alternden Bevölkerung nicht in der Lage, nachhaltige Haushaltsüberschüsse zu produzieren. Der einzige Weg die Quadratur des Kreises zu erreichen: den Markt davon zu überzeugen, dass unsere langfristige Glaubwürdigkeit niedrige Zinsen rechtfertigt, oder die Zinssätze nach unten zu treiben, indem wir inländische Anleger dazu bringen, Staatsanleihen zu kaufen.

Das hat (bisher) in Japan erstaunlich gut funktioniert. Hier haben die Banken und Pensionsfonds mittlerweile einen großen Teil ihrer Vermögenswerte in japanische Staatsanleihen investiert. In Großbritannien haben die verstaatlichten Banken umgestellt: Während sie früher bei britischen Staatsanleihen Short-Positionen hatten, halten sie nun sieben Prozent der Emissionen (was sich auf 3,5 Prozent des Bankvermögens beläuft). Und die Finanzinstitute insgesamt finanzieren nun die Hälfte der britischen Staatsverschuldung in Höhe von einer Billion GBP. Ein zynischer Kommentator könnte sogar anmerken, dass die Kapital- und Liquiditätsregeln für Banken nach Basel III und Solvency II für Versicherungsunternehmen den Finanzinstituten als Anreiz dienen, Staatsanleihen nicht nur aufgrund ihres „risikofreien“ Rufes anderen Anlageklassen vorzuziehen. Diese „finanzielle Repression“, bei der inländische Finanzinstitute gezwungen sind, den Staat zu negativem Realzins zu finanzieren, dürfte im 21. Jahrhundert zu einem wichtigen Thema werden.

**Abbildung 3: Japanische Staatsanleihen im Besitz japanischer Finanzinstitute, 1980–2011**

(a) Versicherungs- und Pensionsfonds

(b) Banken



Quelle: CLSA.

Anlegern bieten sich in den Industriestaaten immer noch viele attraktive Möglichkeiten. Doch sie müssen dabei auf mittel- und langfristige Nachhaltigkeit achten. Unternehmen müssen extrem taktvoll vorgehen und sich strategisch so positionieren, dass sie sich die wachsenden Nachfragemöglichkeiten zunutze machen können. So werden zum Beispiel durch die Bevölkerungsalterung demnächst neue Arten von Waren und Dienstleistungen gefragt sein: ältere Menschen geben mehr Geld für Lebensmittel aus. Und bei ihrem steigendem Gesundheitsbewusstsein dürften gesunde, lokale Produkte das Rennen gegenüber Fast Food oder Essen im Restaurant machen. Ebenso geben ältere Leute in der Regel weniger für Kleidung, Möbel und Unterhaltung aus, dafür aber mehr für Haushaltshilfe, Bücher und Energie. Während dieser Teil der Bevölkerung zwar seltener öffentliche Verkehrsmittel nutzt und weniger Autos kauft, ist er der wichtigste Abnehmer von Pauschalreisen und Kreuzfahrten.

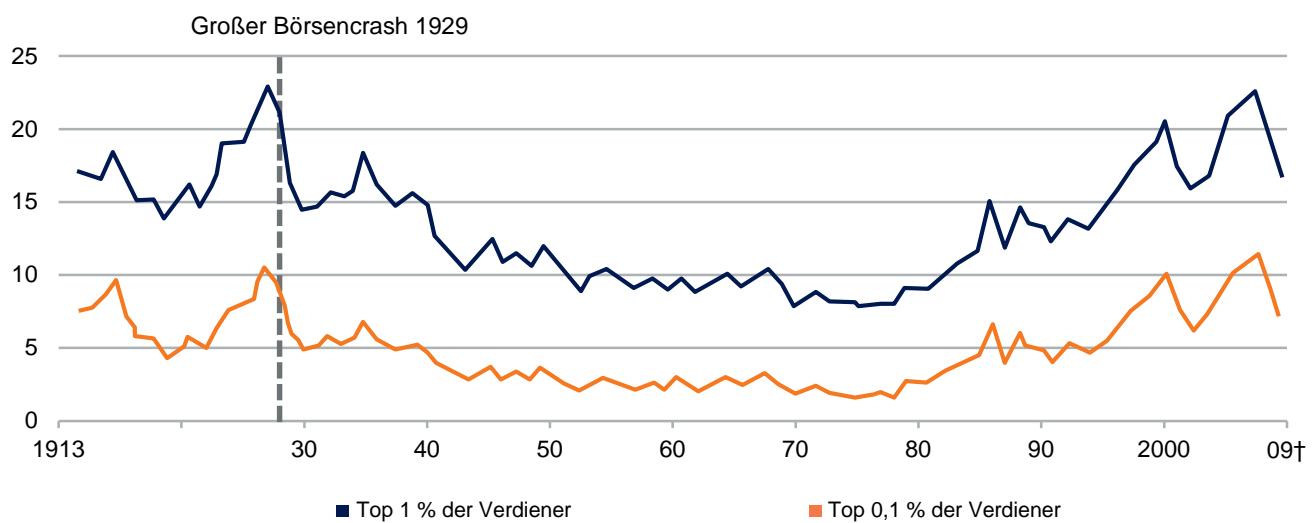
In diesem Umfeld zeichnet sich umso deutlicher ab, wie wichtig es ist, weltweit zu investieren. So können sich Anleger dann gezielt die – lokalen oder westlichen – Unternehmen heraussuchen, die von der Nachfrage in den Schwellenländern (die meistens nicht so hoch verschuldet sind) profitieren.

## Politik

Anleger müssen auch auf die politischen Folgen achten, die sich aus dem Bemühen der westlichen Länder um den Abbau ihres untragbar hohen Schuldenstands ergeben. Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass es ganz klar einen Zusammenhang zwischen Ausgabenkürzungen (gezielten Maßnahmen zum Schulden- oder Defizitabbau) und der Gefahr öffentlicher Unruhen gibt. Demonstrationen, Aufstände, Streiks, Attentate und Umsturzversuche kommen bei Kürzung der staatlichen Ausgaben um fünf Prozent doppelt so häufig vor wie bei Ausgabensteigerung zur Beeinflussung des BIP-Wachstums.

Interessanterweise kommen die Verfasser zu dem Schluss, dass die Unruhen speziell durch die Ausgabenkürzungen angetrieben werden. Was darauf schließen lässt, dass es erfolgreicher wäre, die Staatshaushalte auf Einnahmenbasis zu stärken. Ungeachtet möglicher Proteste: Wahrscheinlich ist es politisch und wirtschaftlich am sinnvollsten, sich die Spitze der Einkommens-/Wohlstandspyramide anzuschauen. Auch wenn wir hier vorschnell urteilen mögen: Wir halten progressive Besteuerung und sogar eine Transaktionssteuer durchaus für diskussionswürdig. Ungeachtet des potenziellen Einflusses auf das Wachstum könnten diese Steuern dazu beitragen, eine andere der untragbaren Konsequenzen der jüngsten Booms wieder ins Lot zu bringen: die zunehmende soziale Ungleichheit.

Abbildung 4: Einkommensungleichheit in den USA



Quelle: Thomas Piketty and Emmanuel Saez (1913–2007). Steve Kapalan (2008–09); Jon Bakija, Adam Cole, Bradley Heim.  
Quelle: Economist (2012).

Ungleichheit trägt außerdem zu politischer Instabilität bei. Selbst in der bemerkenswert konservativen Politik der USA wurde Ungleichheit seit den 1940er Jahren stets mit einer Verdoppelung der sozialen Polarisierung in Verbindung gebracht; sie wuchs unter Reagans Politik der freien Marktwirtschaft. Die Kombination aus Ungleichheit und Sparmaßnahmen ist besonders explosiv: Sie erhöht die Feindseligkeit zwischen den verschiedenen Bevölkerungsschichten und politischen Polen und sogar zwischen den Ländern, wenn sich der Kampf um die raren Rohstoffe verschärft.

Diese politische Instabilität ist Teil dessen, was wir als „Zersplitterung des globalen Dorfs“ bezeichnen – ein Prozess, bei dem sich parallel zur Globalisierung Gräben bilden. Diese Gräben sind sozialer, politischer und wirtschaftlicher Natur und Folge des Globalisierungsprozesses selbst. Auch wenn sich dies nicht direkt auf das wirtschaftliche Wachstumspotenzial eines Unternehmens auswirkt, so dürfen Anleger dennoch die aus dieser Entwicklung erwachsende Gefahr der zunehmenden Volatilität nicht außer Acht lassen. Unter die Lupe genommen werden muss zum Beispiel, ob die Geschäftsleitung fähig ist, sich in einem so komplexen und unbeständigen Betriebsumfeld zu behaupten.

## Neue globale Balance

Dem Argument, dass zu hohe Sparquoten in den Schwellenländern die westliche Welt in die Verschuldung „zwangen“, können wir uns nicht anschließen. Aber wir stimmen zu, dass das Ausmaß der weltweiten Ungleichgewichte die Verwundbarkeit aller Länder gegenüber wirtschaftlichen Erschütterungen erhöht hat und dass diese Unausgewogenheit letztendlich nicht tragbar ist.

Mit freien Wechselkursen dürften diese Ungleichgewichte mithilfe von Währungsbewegungen leichter auszugleichen sein. Aber auch ohne eine vollständige Liberalisierung kann durch den inflationären Effekt von Handelsüberschüssen auf Preise und Löhne eine Anpassung allmählich eintreten. Das hat eine schrittweise Erosion der Wettbewerbsfähigkeit zur Folge, während Binnenkonsum und Importnachfrage gestärkt werden. Zurzeit erleben wir einen Übergang dieser Art in China, wo die Wettbewerbsfähigkeit durch schnelle Lohninflation und eine Aufwertung des Renminbi um 25 Prozent seit 2005 reduziert wurde. Diese Entwicklung hat in Kombination mit einer sinkenden externen Nachfrage während der Krise und gezielten staatlichen Konjunkturausgleichsmaßnahmen dazu geführt, dass der Handelsüberschuss in den vergangenen drei Jahren um fast die Hälfte

geschrumpft ist. Auch wird es den Verbrauchern in den Schwellenländern durch die Entwicklung der Finanzmärkte und insbesondere des Versicherungssektors möglich, ihre Ersparnisse für die Zukunftssicherung zu senken. Dadurch wird zum einen der Inlandskonsum gestärkt. Zum anderen schrumpft wiederum die vermeintliche „Sparschwemme“, mit der die übermäßige Schuldenmacherei und die Handelsdefizite des Westens finanziert wurden.

In den Industriestaaten dürften die Leistungsbilanzdefizite durch Schuldenabbau und niedrigere Konsumausgaben auf natürliche Weise schrumpfen. Gleichzeitig haben sich fast alle Regierungen im Westen den Exportausbau zum Ziel gesetzt. Trotzdem fehlt vielen Ländern eine schwungvolle, wettbewerbsfähige Exportbranche: Die Lohnstückkosten in Südeuropa haben sich zwischen der Einführung des Euro 2002 und dem Beginn der Finanzkrise verdoppelt. Außerdem ist es eine Binsenweisheit, dass nicht alle Länder gleichzeitig ihre Konjunktur durch den Nettoexport ankurbeln können. Während die Industrieländer bei arbeitsintensiven Produkten einen klaren Vergleichsvorteil behalten, wird es ihnen schwerfallen, einen Handelsüberschuss zu erzielen.

Zwar wird es dauern, das Gleichgewicht wiederherzustellen. Doch wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum der globalen Handelsströme im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren verlangsamen wird.

### **Wichtiger Hinweis**

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Virginie Maisonneuve und Katherine Davidson und stellen nicht notwendigerweise die in anderen Mitteilungen, Strategien oder Fonds von Schroders ausgedrückten oder aufgeführten Ansichten dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. **Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.**

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen. Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.