



Standpunkt

Juli 2009

Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen

©2009. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen

- ◆ Mit der Großen Rezession 2008/09 ging ein dreißigjähriger Globalisierungsboom vorläufig zu Ende. Die Liberalismusrevolution der 1980er Jahre hatte weltweit beispiellose Wohlfahrtsgewinne ausgelöst, die Hunderte von Millionen Menschen aus der Armutsfalle befreiten.
- ◆ Der lange Boom war von ungewollten Nebeneffekten beeinträchtigt. Die generöse Politik der Zentralbanken, die Integration der Emerging Markets in die Weltfinanzströme und die Finanzinnovationen führten zu einer Überversorgung von Liquidität, die multiple Assetpreisblasen entfachte. Die immer komplexer werdenden Weltfinanzsysteme brachen unter dem Gewicht der eigenen Unbeherrschbarkeit und aufgrund der Unterschätzung der Risiken geleveragter Investments zusammen.
- ◆ Zentralbanken und Politiker haben aus vergangenen Erfahrungen gelernt. Während eine restriktive Geldpolitik zur Verteidigung des Goldstandards die Große Depression der 1930er Jahre mit verursacht hatte, schalteten die politischen Akteure in diesem Zyklus schnell auf eine aggressive Geld- und Fiskalpolitik um. Sie konnten so die Kernschmelze und die akute Systemkrise stoppen.
- ◆ Zentralbanken und Politiker können mit Notstandsprogrammen aber nur Assetpreise reflationieren, sie können keine Strukturprobleme lösen. Die Erblast aus dem langen Globalisierungsboom ist die Überschuldung der Volkswirtschaften. Die Schulden und die zukünftigen Belastungen mussten aufgrund der Rettungsmaßnahmen in weitem Maße durch die öffentliche Hand übernommen werden, um das Deleveraging der Privatwirtschaft und eine Wiederbelebung der Märkte zu ermöglichen.
- ◆ Eine Wirtschaftspolitik, die auf Wachstum, Investieren und Sparen ausgerichtet ist, wäre die beste Option, um der Schuldenlast Herr zu werden. Für die Durchsetzung einer solchen Politik gibt es in den großen Ländern aber kaum Anzeichen. Dies nährt die Angst vor Inflationsgefahren, die aus hoher Staatsverschuldung herrühren.
- ◆ Auf lange Sicht ist die gegenwärtige Übergewichtung in Schuldverschreibungen des Staates in einem extremen Niedrigzinsumfeld nicht risikolos. Die Erwartung einer Reflationierung der Volkswirtschaften spricht langfristig für reale Assets, speziell Aktien (und Währungen) aus dem Bereich der Emerging Markets, die von der Schuldenproblematik in den OECD-Ländern wenig betroffen sind.
- ◆ Der Große Crash in den 1930er Jahren und das Chaos in den 1970er Jahren sorgten damals dafür, dass die Investoren über ein ganzes Jahrzehnt den Aktienmarkt weitgehend mieden und die langen Bullenmärkte verpassten. Dies dürfte angesichts des zweiten Aktiencrashes in zehn Jahren diesmal nicht viel anders sein.

Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen

Die Liberalismusrevolution der 1980er Jahre

Anfang Mai 2009 feierte Margaret Thatcher einen wichtigen Jahrestag. Mit ihrer Regierungsübernahme in Großbritannien am 4. Mai 1979 leitete sie die „Thatcher-Revolution“ ein, die Großbritannien in den 1980er Jahren grundlegend veränderte.¹ Nach einem jahrzehntelangen Versuch, in Großbritannien sozialistischen Konzepten zum Durchbruch zu verhelfen, ging die Labourpartei bei den Wahlen am 3. Mai 1979 unter und machte einer konservativen Regierung Platz; eine Reaktion der Bevölkerung auf das Chaos, in welches das Land in den Monaten davor angesichts einer massiven Streikwelle und eines regelrechten Zusammenbruchs der öffentlichen Ordnung gestürzt war („Winter of Discontent“).

Der Paradigmenwechsel im Vereinigten Königreich war Teil einer globalen Bewegung („Nichts ist stärker als eine Idee, deren Zeit gekommen ist“). Es folgten Anfang der 1980er Jahre die „Reagan-Revolution“ in den USA, die Neuausrichtung der Politik in Deutschland unter der CDU/FDP-Regierung Helmut Kohls („geistig-moralische Wende“) und die neue Wirtschaftspolitik in China unter Deng Xiaoping, der eine langfristige Transformation zum kapitalistischen Land einleitete („Sozialismus chinesischer Prägung“). Der Politikwechsel wäre in Osteuropa und der Sowjetunion vermutlich ebenfalls schon damals vollzogen worden (sichtbar am Aufstieg der polnischen Gewerkschaftsbewegung in der 1980er Jahren), wenn der dortige Sozialismus mit Demokratie kombiniert gewesen wäre. So aber dauerte es bis Anfang der 1990er Jahre, bis sich die Länder des Sozialismus nach dessen ökonomischem Scheitern aus der Not heraus dem neuen Zeitgeist anschlossen und den vermutlich endgültigen weltweiten Sieg des Kapitalismus (und der liberalen Demokratie) perfekt machten.²

In den Nachkriegsjahren hatte man nicht nur in den kommunistischen Ländern in einem starken, lenkenden Staat die einzige Kraft gesehen, um einen Wiederaufbau der Weltwirtschaft zu ermöglichen. Der Kapitalismus war nach den Erfahrungen der beiden Weltkriege diskreditiert. Man experimentierte in vielen Ländern mit Sozialismus, Dirigismus, Korporatismus, Planwirtschaft oder einem „Dritten Weg zwischen Sozialismus und Kapitalismus“. Schon in den 1960er verloren diese Versuche ihren Nimbus des „Alles ist machbar“, aber erst das Krisenjahrzehnt der 1970er Jahre („Die Grenzen des Wachstums“) bereitete den Boden für einen Paradigmenwechsel.

Das neue Paradigma bestand in einer Renaissance von (geläutertem) Kapitalismus und (Ordo-) Liberalismus. Die Devise der kommenden Jahrzehnte waren der Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsleben, Privatisierungen, der Abbau von Regularien, Öffnung und Wettbewerb, Fokussierung auf technischen Fortschritt und Produktivitätsgewinne und später dann die Globalisierung sowie die Integration der Emerging Markets in die kapitalistische Weltwirtschaft. Insgesamt ging es also um eine starke Betonung des Ökonomischen („Herrschaft der Märkte“).³

Die Erfolgsbilanz des Liberalismus

Die Liberalisierung und die fortschreitende Globalisierung haben eine historisch einmalige Erfolgsbilanz vorzuweisen. Seit dem Politikwechsel der 1980er Jahre ist die Welt von einem Zuwachs an Wohlstand charakterisiert, wie es ihn noch nie zuvor gegeben hat. Die Pro-Kopf-Einkommen sind fast überall in der Welt gestiegen, hunderte von Millionen von Menschen haben die Schwelle aus der Armut überschritten, immer mehr Länder der Emerging Markets wurden in die weltwirtschaftliche Arbeitsteilung integriert und die Zahl der

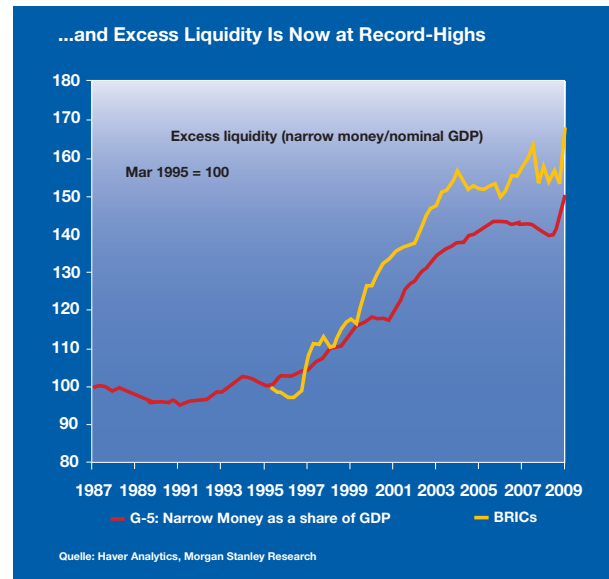
Wohlhabenden ist in allen Weltregionen gestiegen. Das starke Wachstum des Weltsozialprodukts der letzten Jahrzehnte wird nur noch vom explodierenden Wachstum des Welthandels übertroffen. Die Welt ist zu einer wohlhabenderen „Einigen Welt“ zusammengewachsen.

Grenzen und Probleme der Liberalisierung

Nachdem der lange Globalisierungsboom in der Weltwirtschaft und an den Kapitalmärkten 2008/09 abrupt zu Ende gegangen war und die Welt in die größte Wirtschaftskrise seit den 1930er Jahren stürzte, sind zwei ungewollte Begleiterscheinungen der Liberalisierung / Globalisierung deutlich geworden: Zum einen die mit dem langen Boom verbundenen und durch Fehler der Geldpolitik verstärkten Assetpreisblasen, durch deren Platzen die Welt letztlich in den Abgrund gestürzt wurde, zum anderen die Frage nach der Verteilung der durch die Globalisierung ausgelösten Wohlfahrtsgewinne.

Einerseits haben die westlichen Zentralbanken durch die Globalisierung und die Dynamik der Finanzinnovationen an den Kapitalmärkten in den letzten Jahrzehnten die alleinige Kontrolle über die Steuerung der globalen Liquidität verloren. Die rasende Entwicklung der Verbriefungsmärkte und Credit-Derivate, die Deregulierung und die vertiefte Integration der internationalen Kapitalmärkte, der Aufbau der Schattenbankensysteme und die hohen Sparquoten der Menschen in den Emerging Markets, die den OECD-Ländern permanent Gelder zur Verfügung stellten und damit die Realzinsen niedrig hielten („Savings Glut“), haben es für die Zentralbanken in den Zeiten rasanten Wandels fast unmöglich gemacht, ein für die Konjunktursituation angemessenes Leitzinsniveau zu bestimmen und einen passenden Geldmantel zu stricken (vgl. Abbildung 1).⁴

Abbildung 1: Weltweite Überschussliquidität

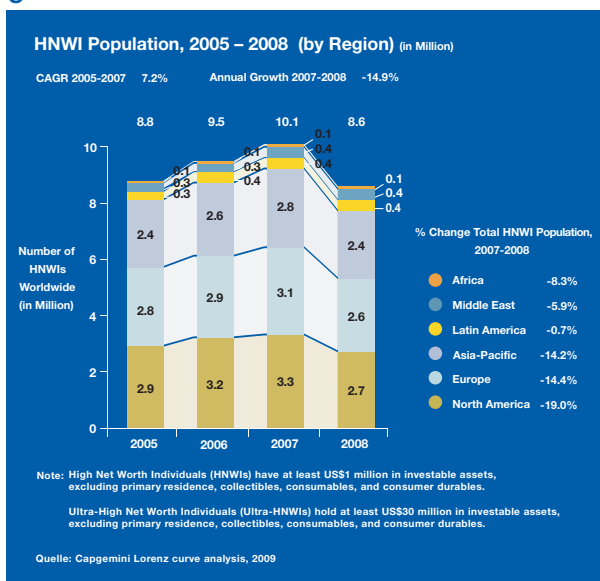


So trugen die Zentralbanken dazu bei, den durch die Globalisierung ausgelösten Kapitalmarktboom zu verstärken, indem sie die Zinsniveaus zu lange zu niedrig hielten und die Welt zu üppig mit Geld versorgten.⁵ Die Banken nutzten den gewonnenen Spielraum und die niedrigen Zinsen, um ihre Bilanzen auszuweiten, unterschätzten aber in einem ewig steigenden Markt die Risiken auf ihren Büchern und vernachlässigten das Risikomanagement.⁶ Als Folge des Platzens der daraus resultierenden multiplen Assetpreisblasen ging der lange Boom abrupt zu Ende und die Welt geriet 2008 in die größte Rezession seit den 1930er Jahren.

Der zweite Nebeneffekt der Globalisierung war eine ungleicher werdende Einkommensverteilung (auch wenn Daten über Verteilungseffekte immer mehr Fragen auslösen als Antworten geben). Wie schon beim ersten Globalisierungsschub der Moderne von etwa 1870-1914 profitierten nicht alle Menschen in gleichem Maße vom Vermögens- und Einkommenszuwachs, der durch die Globalisierung zustande kam. Die Einkommen stiegen im Durchschnitt in fast allen Ländern stark an, die Einkommensverteilung wurde aber sowohl zwischen den Regionen als auch innerhalb einzelner Volkswirtschaften ungleicher, weil es trotz des generell steigenden Wohlstands Globalisierungsgewinner und Globalisierungsverlierer gab.

Insbesondere in den angelsächsischen Ländern und in den Emerging Markets sind die Entwicklungen besonders krass verlaufen, weil es dort kaum Umverteilungsmechanismen gibt und der Sozialstaat wenig ausgebaut ist. Naturgemäß profitieren die Wohlhabenden, gut Ausgebildeten und die Flexibleren am stärksten von der Globalisierung, während viele Ärmere, schlecht Ausgebildete oder Inflexible eher unter dem verstärkten Wettbewerbsdruck leiden. Die Einkommens- und Vermögenszuwächse in Folge von großen Innovationschüben sind keineswegs normal-, sondern fast schon exponential verteilt („Power-law distribution of wealth“), was heißt, dass eine kleine Gruppe von Reichen phantastisch überproportionale Anteile an den Weltwohlfahrtsgewinnen für sich vereinnahmt. Daher ist die Zahl der Reichen und Ultrareichen (HNWIs und Ultra-HNWIs) in der Zeit des großen Globalisierungsbooms bis zum Crash 2008 explosionsartig gewachsen (vgl. Abbildung 2).⁷

Abbildung 2: Reiche als Globalisierungsgewinner



Die politischen Systeme hinken mit ihren Veränderungsprozessen den ökonomischen Entwicklungen meilenweit hinterher. Einer wirklich fairen globalen Zusammenarbeit auf politischer Ebene sind wir in den letzten Jahrzehnten kaum näher gekommen. Die Demokratien werden durch die neuen turbokapitalistischen Autokratien massiv herausgefordert. Die Vorstellungen über gute Unternehmensführung, die Aufgaben von Unternehmen, Arbeitnehmerrechte oder die Rolle des Staates in einer Volks-

wirtschaft variieren selbst in den westlichen Ländern extrem stark, was die Zusammenarbeit der Länder oder das Entwickeln einer einheitlichen westlichen Position erschwert.

Eine politische Antwort auf die Herausforderungen (und Grenzen) der Globalisierung ist man bisher weitgehend schuldig geblieben. Es scheint, als stünde das politische Lager der Turboliberalisierer dem Lager der Staatsverfechter konfrontativ gegenüber, während die Mitte pragmatischen Handelns, dem wohl die meisten Bürger am nächsten stehen, weitgehend vernachlässigt wird. Dies führt in einer Krise wie der heutigen zu einer extremen Verunsicherung bei den Menschen, weil sie das Gefühl haben, dass die ökonomischen wie die politischen Eliten versagt haben und es praktisch keine Institution mehr gibt, der echtes Vertrauen entgegengebracht werden kann. Im Kern geht es bei der Überwindung der Großen Rezession 2008/09 um eine Vertrauenskrise, wie immer in den großen Wirtschaftskrisen der Vergangenheit.⁸

Die Große Rezession

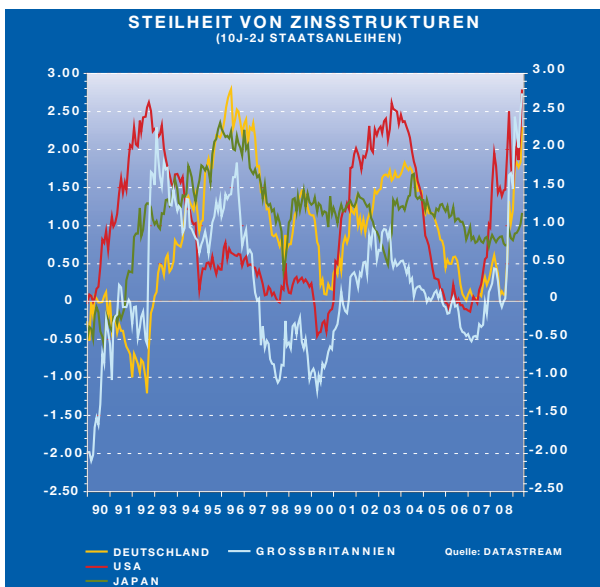
Der Boom der letzten dreißig Jahre endete so wie in der Geschichte jeder Boom endete: in einem Crash. Die Geschichte der Menschheit ist eine Geschichte von „Boom und Bust“, von Gier und Furcht. Das Auf und Ab der Konjunktur und der Kapitalmärkte ist inhärenter Bestandteil des Wirtschaftssystems und des menschlichen Verhaltens („Herd Mentality“), insofern in einer offenen Weltwirtschaft praktisch unvermeidbar.⁹ Die Blasen und ihr Platzen sind sozusagen der Preis, den die Menschheit für den Fortschritt zahlt, weil sich nur so neue Märkte ihren Weg bahnen können.¹⁰ Dies macht es extrem schwierig, den Markt effizient zu regulieren, auch wenn man die starken Schwankungen als wirklich teuren Mangel des ansonsten sinnvollen Marktmechanismus ansieht.¹¹

Da der Boom, auf den wir zurückblicken, einer der ganz großen und lang anhaltenden der Wirtschaftsgeschichte war, sind auch die Übertreibungen, das Fehlverhalten der Akteure, die Intransparenzen und Ungleichgewichte sowie die Exzesse aller Art, die insbesondere in der Schlussphase des Booms entstanden, dramatischer als während der meisten vergangenen Zyklen.

Die Große Rezession 2008-2009 ist die tiefste seit der Großen Depression in den 1930er Jahren. In mancherlei Hinsicht, wie am Aktienmarkt oder bezüglich des Rückgangs des Welthandels, ist diese Krise fast größer.¹²

Allerdings haben die politischen Akteure aus den Erfahrungen der vergangenen Zyklen dazu gelernt.¹³ Die Große Depression wurde in starkem Maße durch eine restriktive Geldpolitik zur Verteidigung des Goldstandards verursacht.¹⁴ Die Gegenmaßnahmen von Staat und Zentralbank während dieses Crashes waren hingegen so aggressiv wie niemals zuvor. Mit massiven Zinssenkungen, Liquiditätsspritzen, Rekapitalisierungen des Finanzsystems und Fiskalpaketen ist es gelungen, die Kernschmelze des Systems zu stoppen. Die starken Versteilerungen der Zinsstrukturkurven in den USA und Europa sind klares Signal dafür, dass die Reflationierung gelingt. Zudem hat man sich bisher der Verführung des Protektionismus weitgehend verweigert.¹⁵ Die systemische Krise des vierten Quartals 2008 und des ersten Quartals 2009 scheint überwunden (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Steilheit von Zinsstrukturkurven



Mit dem Stopp der Kernschmelze des Finanzsystems sind aber keineswegs alle Probleme der Finanzkrise gelöst. Staat und Notenbank können Assetpreise mit aggressiver Geld- und Fiskalpolitik reflationieren, aber sie können mit Notstandsmaßnahmen keine Strukturprobleme lösen.¹⁶ Im Kern

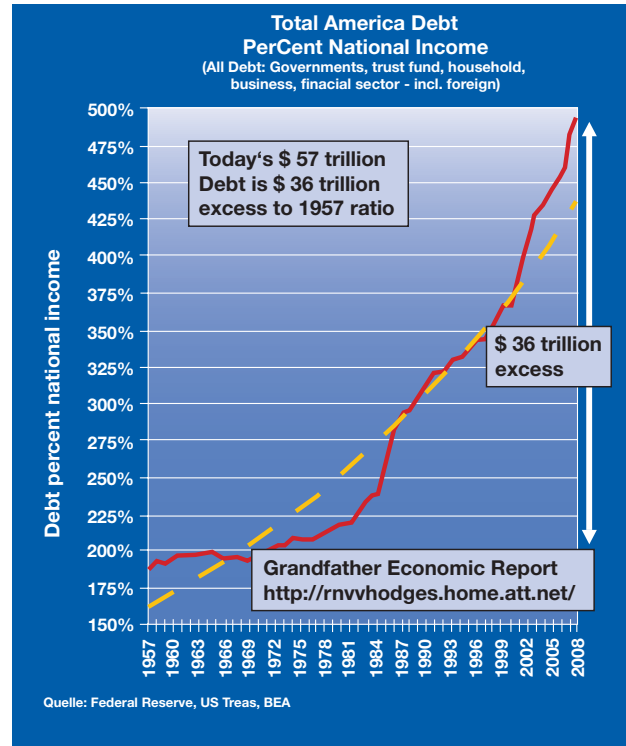
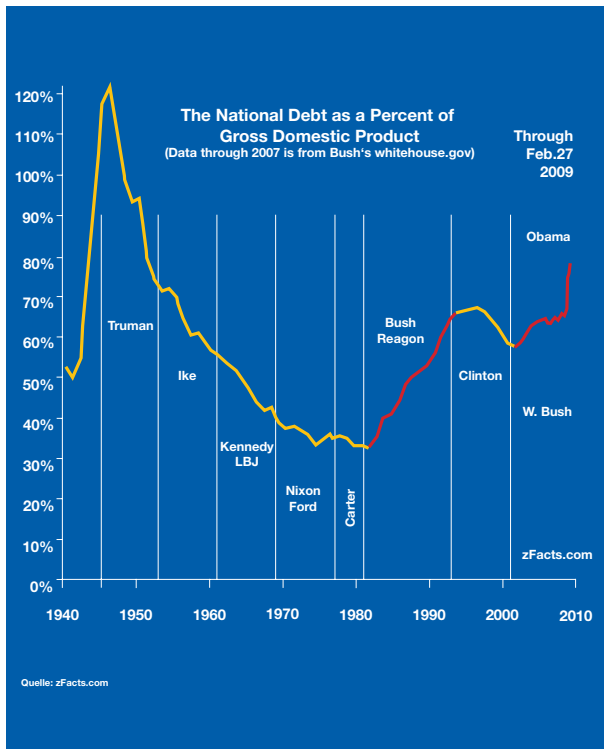
des Problems steht eine ungeheure Schuldenblase (Excess Leverage), welche den Globalisierungsboom begleitet hat. Durch die Länge des Booms, die jahrelange Niedrigzinspolitik und die Finanzinnovationen haben die privaten Haushalte, die Unternehmen, insbesondere die Banken, und auch der Staat enorme Schulden angehäuft.¹⁷

Diese Schulden sind nach der Bankenrettung nicht weg (mit wenigen Ausnahmen), sondern diese Schulden hat jetzt jemand anders. Der Staat und damit der Bürger in den OECD-Ländern übernehmen große Teile der während des Globalisierungsbooms von Privaten und Banken aufgehäuften Schulden, damit ein Deleveraging der Privatwirtschaft möglich wird (Staat als Lender of Last Resort). Die Privatwirtschaft wird entschuldet, damit sie wieder handlungsfähig wird, aber der Staat errichtet (gezwungenermaßen) einen Schuldenturm, der seine Handlungsfähigkeit über Jahrzehnte in Frage stellt.

Leben im Schatten des Schuldenturms

Die Staaten sind in den letzten Jahrzehnten nicht sehr vorsichtig mit ihrer Verschuldung umgegangen. Der starke Ausbau des Wohlfahrtsstaates in den OECD-Ländern seit den 1970er Jahren und die explodierenden Verteidigungshaushalte in den USA seit Ronald Reagan basieren in großen Teilen auf der Expansion des Schuldenstaates. In Deutschland hat die Wiedervereinigung zu zusätzlichen Lasten geführt, welche die Staatsschulden stetig nach oben getrieben haben. Die staatlichen Interventionen, um die Große Rezession zu stoppen, werden die Schulden weiter auftürmen; hierin unterscheiden sich die USA, Großbritannien und Euroland kaum (vgl. Abbildung 4).¹⁸

Abbildung 4a/b: US-Schuldenstand in Prozent des BIP



Die großen Länder gehen überschuldet in eine Zukunft hinein, die enorme Ressourcen erfordern wird, um die demographischen Herausforderungen zu meistern.¹⁹ Der Umgang mit den Schulden kann zur Schicksalsfrage werden, denn es gilt der Satz „What cannot go on forever, won't“.

Handlungsalternativen

Es ist für Volkswirtschaften ganz entscheidend, für welche Richtung sie sich an wichtigen Wegkreuzungen entscheiden, insbesondere in Zeiten des Paradigmenwechsels.²⁰ Heute werden angesichts des Schuldendramas entscheidende Weichen für unsere Zukunft gestellt, die auch für die Kapitalmärkte für Jahrzehnte den Weg weisen könnten. Es gibt vier Möglichkeiten, wie eine Volkswirtschaft mit einem Schuldenberg umgehen kann, und jeder dieser Wege führt für die Menschen (und die Kapitalanlagen) in eine andere Zukunft.²¹

1. Wachstum
2. Einnahmen steigern, Ausgaben begrenzen
3. Default
4. Inflation

Ad 1: Wachstum

Der für alle Beteiligten beste Weg aus der Schuldenfalle ist eine konsequente Wachstums- und Innovationspolitik. Aus der Verschuldung heraus wachsen, indem das Wirtschaftswachstum stetig höher als die Neuverschuldung bleibt, macht die Schulden auf Dauer schmerzfrei und beherrschbar. Die Förderung von Innovationen, Investitionen, des privaten Unternehmertums, Gründeraktivitäten, Offenheit, Flexibilität und allem, was die Dynamik innerhalb einer Volkswirtschaft ausmacht, könnte die Grundlage für einen langen Aufschwung der Volkswirtschaften legen und den Schulden- druck langfristig von den Menschen nehmen.²²

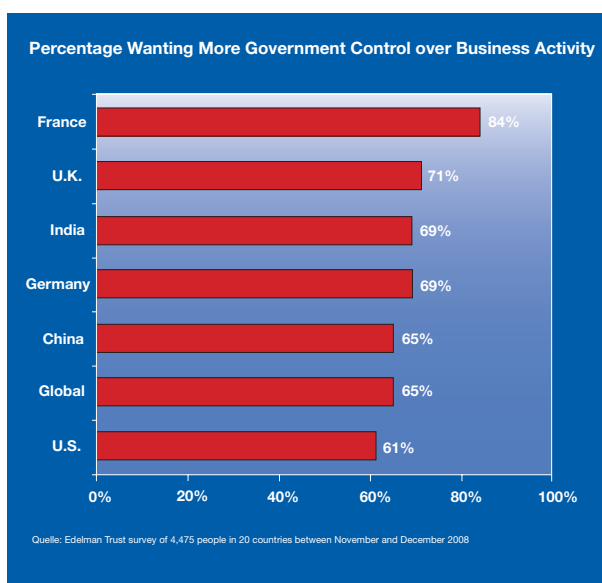
Unglücklicherweise ist dieser Weg aus der Schuldenmisere bei der Politik und auch bei den Bürgern nicht hoch im Kurs. Viele sehen die gegenwärtige Rezession als Signal an, das Wachstumspolitik automatisch ins Unglück führt. Dabei übersehen sie völlig, dass das Weltsozialprodukt und die Weltwohl- fahrt aufgrund des langen Booms der letzten dreißig Jahre trotz der Rezession heute viel höher sind, als sie es ohne die Liberalisierungswelle der 1980er Jahre jemals geworden wären. Die heutige Situation zeigt an, wie schwierig das Leben für die

Menschen wird, wenn kein Wachstum mehr da ist, und nicht, dass wir ohne Wachstum leben sollten.

Dabei ist völlig unbestritten, dass man in Zeiten des Klimawandels die Frage nach der Qualität des Wachstums stellen muss, es geht nicht um Wachstum um jeden Preis. Aber in Zeiten hoher Schuldenstände der Staaten wird auch quantitatives Wachstum benötigt, weil man ansonsten in unbremste Verteilungskonflikte hineingerät, und sich der Handlungsspielraum der Regierungen immer mehr einengt. Es gibt sozusagen eine moralische Verpflichtung zu Wachstum, denn nur dann ist „Wohlstand für alle“ möglich. In schrumpfenden Volkswirtschaften haben die Armen (und die Umwelt) wenig zu erwarten.²³

Hier liegt das Grundübel der Finanzmarktkrise. Der Glauben an den Kapitalismus wurde grundlegend erschüttert. In Kontinentaleuropa und speziell in Deutschland ist die Marktwirtschaft sowieso schon mit moralischen Bedenken belegt und gilt als unsolidarisch, als Ausläufer von Egoismus und Materialismus, und der Trend zu einer ungleicheren Verteilung während des Globalisierungsbooms wird als Signal einer eklatanten Fehlentwicklung angesehen. Staatliche Interventionen hingegen werden tendenziell unter dem Aspekt paternalistischer Fürsorge betrachtet. Daher werden mehr Staatseingriffe befürwortet (vgl. Abbildung 5).²⁴

Abbildung 5: Starker Staat gefragt



Das ethische Programm der Marktwirtschaft ist den meisten Kontinentaleuropäern nie so recht vermittelt worden.²⁵ Angesichts der Exzesse und des Versagens der Eliten in Wirtschaft und Banken im Boom der letzten Jahrzehnte fühlen sich die Skeptiker bestätigt. Die gegenwärtige Krise ist im Kern eine Vertrauenskrise (sinnigerweise spricht man in Bezug auf den die Krise auslösenden Markt von Credit-Krise, und das Wort „Credit“ stammt aus dem Lateinischen „credere“, was „vertrauen“ bedeutet). Es wird der Politik schwer fallen, für die Marktwirtschaft und eine effiziente Wachstumspolitik einzustehen.

Umso wichtiger aber ist es, dass die Meinungsführer aus Wirtschaft und Politik in den nächsten Jahren nach gemeinsamen Lösungen suchen, um das Vertrauen wiederherzustellen, und sich nicht wie zuletzt mit gegenseitigen Schuldzuweisungen zerfleischen. Die Marktwirtschaft bleibt die einzige Lösung, auch wenn sie durch eine vernünftige Regulierung und eine Änderung falscher Anreizsysteme in den Unternehmen (und Banken natürlich) verbessert werden muss. Aber mehr Staat bedeutet weniger Wachstum und höhere Inflationsraten, inflationsarmes Wachstum ist nur in einer offenen Marktwirtschaft denkbar.²⁶

Ad 2: Einnahmen steigern und Ausgaben begrenzen

Das Steigern der Einnahmen und die Begrenzung der Ausgaben ist ein zweiter Weg, eine Schuldenkrise zu verhindern, am besten gepaart mit einer konsequenten Wachstumspolitik. Jedoch hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass auch dies kein Weg ist, den die Politik gerne geht. Die Bereitschaft, Ausgaben zu begrenzen, taucht in der gegenwärtigen Diskussion weder in den USA noch in weiten Teilen Europas wirklich auf.

In Deutschland könnte die Einführung der viel diskutierten Schuldenbremse²⁷ zwar ein interessanter Schritt sein, um Vertrauen wiederzugewinnen, jedoch zeigt ein Blick auf die Wahlkampfprogramme im Bundestagswahlkampf, dass das grundsätzliche Ziel der Schuldenstabilisierung auf die aktuelle Politikplanung und die Wahlversprechen gar keine Auswirkungen hat (so belastet die kürzlich ausgesprochene Rentengarantie die Beitragszahler, aber

auch die öffentlichen Haushalte, drastisch). Zudem gilt die Schuldengrenze erst in recht ferner Zukunft, insbesondere für die Bundesländer. Dies alles erklärt die Tatsache, dass der Markt solche Maßnahmen nicht als Durchbruch ansieht, sondern als vage Ankündigung, die jederzeit revidiert werden kann, wenn es der jeweils nächste Wahlkampf erfordert.²⁸

Es gibt zudem kaum Signale, dass man strukturelle Probleme in den Haushalten (Sozialsysteme, Gesundheitswesen, Pensionslasten) wirklich angehen will. Denkt man an die kommenden Herausforderungen durch die demographischen Veränderungen, besteht nicht viel Hoffnung, dass man zu Begrenzungen von Ausgaben fähig sein könnte.

Es bleibt die Einnahmenseite, aber auch hier erscheinen uns der Handlungsfähigkeit der Politik enge Grenzen gesetzt. Gerade in Hochabgabenländern wie Deutschland sind Steuern und Sozialabgaben nicht mehr beliebig steuerbar, will man nicht kontraproduktive Effekte erzielen, indem man das langfristige Wachstumspotential weiter untergräbt. Eine Lösung des Schuldenproblems nur über die Einnahmensteigerung erscheint uns in Abwesenheit einer wirklichen Wachstumspolitik unmöglich.

Ad 3: Default/Insolvenz

Den Default/die Insolvenz als Möglichkeit für ein entwickeltes Land zu erwähnen, sich aus seiner Schuldenlast zu befreien, sollte eigentlich nur eine theoretische Aufzählung sein. Was es für das Weltfinanzsystem bedeuten würde, wenn Staaten wie die USA, Großbritannien oder Deutschland ihre Schulden nicht bedienen, werden Zentralbanken und Politik nicht wirklich testen wollen.

Die jüngsten Turbulenzen im Staatsanleihenmarkt in Euroland, die Spreadausweitungen der Staatsanleihenrenditen Irlands, Griechenlands und Italiens zu deutschen Bundesanleihen und Diskussionen um eine Herabstufung des Ratings der Anleihen von Großbritannien zeigen aber, wie groß die Bredouille ist, in die sich viele Länder bereits gebracht haben. Es handelt sich hier um einen Frühindikator, dass eine politische Umkehr in vielen Bereichen erforderlich ist, will man einen „Weg in die Schuldenknechtschaft“ vermeiden.²⁹

Ad 4: Inflation

Die bisherige Diskussion hat gezeigt, dass es für die Politik sehr schwierig ist, sich nominal von einer drückenden und wachsenden Schuldenlast zu befreien. Dies macht es verführerisch, die Schulden real, also durch Inflation zu reduzieren. Hohe Inflationsraten implizieren eine Umverteilung von den Gläubigern zu den Schuldnern. Tritt der Staat als Großschuldner auf, weckt er im Markt Erwartungen, er könne auf lange Sicht eine höhere Inflation akzeptieren, um sich dadurch kaufkraftmäßig gesehen zu entschulden. Selbst der ehemalige Chef der US-Notenbank, Alan Greenspan, spricht mittlerweile davon, dass „die Notwendigkeit, sehr große Haushaltsdefizite zu finanzieren, die Notenbanken unter Druck setzen könnte, Geld zu drucken, mit dem sie einen großen Teil der neu ausgegebenen Schuldtitel aufkaufen könnten“.³⁰

Solche Spekulationen am Markt (bis hin zur Diskussion um eine mögliche Hyperinflation und Währungsreform wegen explodierender Geldmengenaggregate) müssen die Zentralbanken und die Regierungen mit allen Mitteln verhindern. Glauben die Marktteilnehmer an eine sich langsam entwickelnde Inflationsmentalität bei Politikern oder der Zentralbank, drohen der Finanzierungsfähigkeit der Staaten wirkliche Risiken. Langfristig steigende Nominalzinsen würden die Zinslast der Staatsverschuldung immer drückender machen und jeglichen Handlungsspielraum der Politik ersticken. Schon gegenwärtig ist an den Märkten zu spüren, dass das Inflationsszenario langfristig von vielen als der wahrscheinlichste Ausweg aus der Schuldenmiserie angesehen wird. Politik und Zentralbank müssen dies als Warnsignal begreifen.

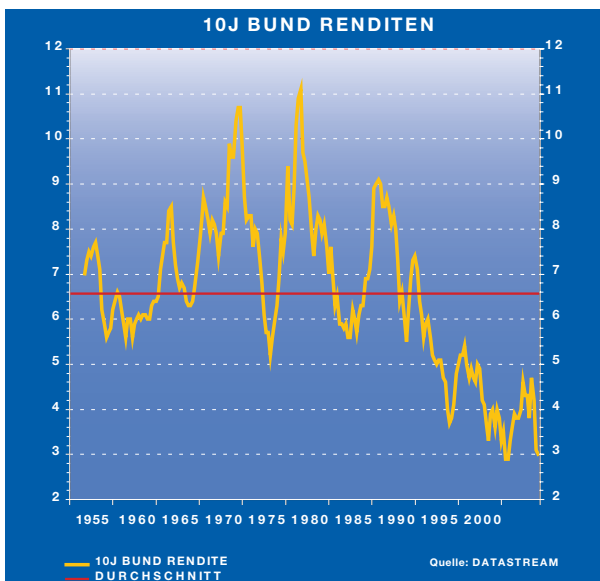
Konsequenzen für die Kapitalanleger

Trotz aller Kritik an der Zentralbankpolitik der letzten Jahrzehnte sollte man insbesondere die US-Zentralbank noch immer beim Wort nehmen: „Don't fight the Fed“. Die Zentralbank will die Welt reflationieren, und sie tut es, was die heftige Versteilerung der Zinsstrukturkurven demonstriert. Kein Anleger sollte in den nächsten Monaten gegen den Reflationierungswillen der Zentralbanken wetten.

Der langfristige Ausblick für die Erträge der einzelnen Assetklassen wird allerdings durch die aufgezwungene Verschuldung des Staates eingetrübt. Auch wenn das wegen der Weltwirtschaftskrise noch immer disinflationäre realwirtschaftliche Umfeld und die Steilheit der Zinsstrukturkurve den Staatsanleihenmarkt in den nächsten Monaten unterstützen dürften, ist es fraglich, ob diese Assetklasse angesichts explodierender Emissionsvolumina in den nächsten Jahren und der diskutierten Inflationsgefahren wirklich auf Dauer eine risikoarme Assetklasse ist.³¹

Es wird daher interessant sein zu sehen, wie sich in den nächsten Jahren der Markt für inflationsindexierte Anleihen weiterentwickelt, denn er könnte bei einer sich verbessernden Breite und Liquidität eine interessante Diversifikationsmöglichkeit werden. Auch Unternehmensanleihen solider Emittenten haben auf Dauer eine Chance, zur in gewissem Sinne risikoärmeren Alternative zu Staatsanleihen zu werden. In jedem Falle sollten die Anleger nicht verpassen, sich langfristig nach Alternativen zu der gegenwärtigen starken Übergewichtung von Staatsschuldtiteln umzuschauen, denn historisch gesehen bewegen wir uns in einem extremen Niedrigzinsumfeld (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Renditen von Bundesanleihen



Im Prinzip spricht der Reflationierungsdruck der Zentralbanken für Investments in reale Werte, also insbesondere den Aktienmarkt, zumal deutsche Institutionelle hier dramatisch untergewichtet sind.³² Die OECD-Aktienmärkte dürften aber von der schwierigen Verschuldungssituation der Staaten belastet werden, insbesondere wenn ein Politikwechsel in Richtung mehr Staat, höhere Steuern und weniger Freiheit einsetzten sollte. Dies wäre dann ein ganz starkes Argument für Investments in Emerging Markets (Aktien und Währungen), denn die dortigen Märkte sind von der steigenden Verschuldung und der sinkenden Dynamik der OECD-Länder kaum berührt.

Allerdings sind wir nicht allzu zuversichtlich, was Aktienmarktinvestments der Anleger in den nächsten Jahren angeht. Der Große Crash in den 1930er Jahren und das Chaos in den 1970er Jahren sorgten dafür, dass die Investoren über ein ganzes Jahrzehnt den Aktienmarkt weitgehend mieden und die langen Bullenmärkte verpassten.³³ Erfahrungen aus Bärenmärkten und Wirtschaftskrisen bestimmen die Risikoaversion insbesondere junger Anleger über ein ganzes Leben. Dies spricht nach den Aktienmarkturbulenzen des letzten Jahrzehnts vielleicht für einen kommenden Bullenmarkt, aber nicht dafür, dass jemand dabei sein wird.

Zusammenfassung

Mit der Großen Rezession 2008/09 ging ein dreißigjähriger Globalisierungsboom vorläufig zu Ende. Die Liberalismusrevolution der 1980er Jahre hatte weltweit beispiellose Wohlfahrtsgewinne ausgelöst, die Hunderte von Millionen Menschen aus der Armut befreiten.

Der lange Boom war allerdings von ungewollten Nebeneffekten beeinträchtigt. Die generöse Politik der Zentralbanken, die Integration der Emerging Markets in die Weltfinanzströme und die Finanzinnovationen führten zu einer Überversorgung von Liquidität, die multiplen Assetpreisblasen entfachte. Die Wohlfahrtsgewinne waren zudem höchst ungleich verteilt, was die Unterstützung des Systems durch den Menschen unterminierte. Die immer komplexer werdenden Weltfinanzsysteme brachen schließlich unter dem Gewicht der eigenen Unbeherrschbarkeit sowie aufgrund der Unterschätz-

zung der Risiken geleveragter Investments durch Banken, Anleger und Regulierungsbehörden zusammen.

Zentralbanken und Politiker haben aus vergangenen Erfahrungen dazu gelernt. Während eine restriktive Geldpolitik zur Verteidigung des Goldstandards die Große Depression der 1930er Jahre mit verursacht hatte, schalteten die politischen Akteure in diesem Zyklus schnell auf eine extrem aggressive Geld- und Fiskalpolitik um. Sie konnten so die Kernschmelze und die akute Systemkrise stoppen.

Zentralbanken und Politiker können mit Notstandsprogrammen aber nur Assetpreise reflationieren, sie können keine Strukturprobleme lösen. Die große Erblast aus dem langen Globalisierungsboom ist die Überschuldung der Volkswirtschaften. Die Schulden und die zukünftigen Belastungen mussten aufgrund der Rettungsmaßnahmen in weitem Maße durch die öffentliche Hand übernommen werden, um das Deleveraging der Privatwirtschaft und eine Wiederbelebung der Märkte zu ermöglichen.

Eine Wirtschaftspolitik, die auf Wachstum, Investieren und Sparen ausgerichtet ist, wäre die beste Option, um der drückenden Schuldenlast auf Dauer Herr zu werden. Für die Durchsetzung einer solchen Politik gibt es in den großen Ländern aber kaum Anzeichen. Dies nährt an den Kapitalmärkten Diskussionen über die Inflationsgefahren, die aus hoher Staatsverschuldung herrühren.

Die Anleger sollten kurzfristig nicht gegen den Erfolg der aggressiven Geldpolitik der Zentralbanken wetten. Es spricht in naher Zukunft nichts gegen Investments in Staatsanleihen, denn die Zinsstrukturkurve ist sehr steil und die Weltwirtschaftskrise dürfte noch einige Quartale disinflationär wirken.

Auf lange Sicht ist die gegenwärtige Übergewichtung in Schuldverschreibungen des Staates in einem extremen Niedrigzinsumfeld aber nicht risikolos. Die Gefahr einer Reflationierung der Volkswirtschaften spricht langfristig für reale Assets,

speziell Aktien (und Währungen) aus dem Bereich der Emerging Markets, die von der Schuldenproblematik in den OECD-Ländern wenig betroffen sind.

Allerdings sind wir nicht allzu zuversichtlich, was strategische Aktienmarktinvestments der Anleger in den nächsten Jahren angeht. Der Große Crash in den 1930er Jahren und das Chaos in den 1970er Jahren sorgten damals dafür, dass die Investoren über ein ganzes Jahrzehnt den Aktienmarkt weitgehend mieden und die langen Bullenmärkte verpassten. Dies dürfte angesichts des zweiten Aktien-crashes in zehn Jahren diesmal nicht viel anders sein.

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 140

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ J. Blundell: Margaret Thatcher's Revolution, The Washington Times, 4. Mai 2009.
- ² F. Fukuyama: Das Ende der Geschichte, Kindler-Verlag, 1992.
- ³ D. Yergin / J. Stanislaw: The Commanding Heights, The Battle Between Government and the Marketplace That Is Remaking the Modern World, New York, 1998.
- ⁴ J. Fels: The Global Liquidity Cycle Revisited, Morgan Stanley Global Monetary Analyst, 27. Mai 2009; J. O'Neill: The "Savings Glut" and the Rise in the ERP, Goldman Sachs Global Economics Weekly, 27. Mai 2009.
- ⁵ A. Kühnlenz: Greenspan ist nicht allein schuld, FTD, 29. Juni 2009, S. 14.
- ⁶ G. Tett: Fool's Gold, Free Press-Verlag, Mai 2009.
- ⁷ M. Levy / S. Solomon: New evidence for the power-law distribution of wealth, Physica A 242, 1997, S. 90-94; Merrill Lynch / Capgemini: World Wealth Report 2009.
- ⁸ G.A. Akerlof / R.J. Schiller: Confidence and Its Multipliers, in: ders, Animal Spirits, Princeton University Press, 2009.
- ⁹ D. Robson: How to control you herd of humans, New Scientist, Heft 2694, 4.2.2009.
- ¹⁰ M. Horx: Soft-Kapitalismus, zukunftsinstitut, Trend-Report 2009.
- ¹¹ R. Frydman / M.D. Goldberg: Financial Markets and the State: Price Swings, Risk and the Scope of Regulation, Capitalism and Society, Working Paper No. 29, Februar 2009.
- ¹² J. Mauldin: A Tale of Two Depressions, Investorinsight.com, Wochenkommentar, 22.6.2009
- ¹³ P. Swagel: The financial Crisis – An Inside View, Brookings Paper on Economic Activity, Spring 2009, Conference Draft.
- ¹⁴ Y. Harada: WWII not needed to end Depression, The Nikkei Weekly, 6. April 2009. S. 27.
- ¹⁵ P.C. Roberts: Doomed by the Myths of Free Trade – How the Economy was Lost, 24.2.2009, www.counter-punch.org
- ¹⁶ G. Heinsohn: Die nächste Blase schwillt schon an, FAZ, 20. Mai 2009, S. 31
- ¹⁷ W. Bonner / A. Wiggin: Empire of Debt – The Rise of an Epic Financial Crisis, Wiley-Verlag, 2006.
- ¹⁸ nn: Währungsrisiken und Inflationsgefahren, Märkte und Zertifikate, März 2009. S. 8-17.
- ¹⁹ J. O'Neill et al: Four Demographic Trends that Will Shape the 21st Century, Goldman Sachs Global Economics Weekly, 24. Juni 2009.
- ²⁰ A. Beattie: Making Choices – Why Did Argentina Succeed And The United States Stall?, in: A. Beattie, False Economy, Penguin-Verlag, 2009.
- ²¹ W. Brock: The End Game Draws Nigh – The Future Evolution of The Debt-to-GDP Ratio, John Mauldin's Outside the Box Newsletter, Mai 2009.
- ²² G. Hutchins: After the Panic, Innovation, Fortune Magazin, 30. März 2009, S. 32-33.
- ²³ B.M. Friedman: The Moral Consequences of Economic Growth, Vintage-Verlag, 2006.
- ²⁴ K. Homann: Das ethische Programm der Marktwirtschaft, Vortragsreihe des Instituts der deutschen Wirtschaft, Nr. 4, Februar 2007; E.M. Kerschner / M. Geraghty: Global Consumerism at the Crossroads, Citigroup Thematic Investment Focus, 27. März 2009.
- ²⁵ W. Abelshauser: Erhards neue Kleider, FAZ, 24.4.2009, S. 12.
- ²⁶ A. Laffer: Capitalism In the Trenches, Fighting For Its Life, Laffer Associates Research, 24. März 2009.
- ²⁷ F. Heinemann: Rekordschulden und die neue Schulden-grenze, Performance, 6/2009, S. 58-59.
- ²⁸ enn: Rentengarantie belastet Beitragszahler drastisch, FAZ, 17. Juni 2009.
- ²⁹ F.A. Hayek: The Road to Serfdom, Routledge-Verlag, 2. Auflage, 2001.
- ³⁰ A. Greenspan: Es ist die Inflation, Dummkopf, FTD, 29. Juni 2009, S. 24.
- ³¹ G. Hübner: Kehrtwende, pw-Journal, 01/09, S. 82-86.
- ³² T. Lauricella / C. Cui: Preparing for a reflatd global economy, WSJ Europe, 30.3.2009, S. 21.
- ³³ U. Malmendier / S. Nagel: Depression Babies – Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking?, NBER Working Paper, August 2007.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund August 2007

„Investieren in Infrastruktur – Lazard Global Listed Infrastructure“

Investment Perspektive IV/2007

„Wasserinvestments – die wahren Blue Chips“

Hintergrund Oktober 2007

„Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen“

Hintergrund November 2007

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2007“

Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

Standpunkt Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen “Stairway to Heaven” und “Highway to Hell”

Hintergrund Juli 2008

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

Standpunkt August 2008

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

Hintergrund November 2008

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

Standpunkt März 2009

„Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen“

Hintergrund April 2009

„Warum Unternehmensanleihen jetzt“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29