

Kapitalmarktausblick KW 28

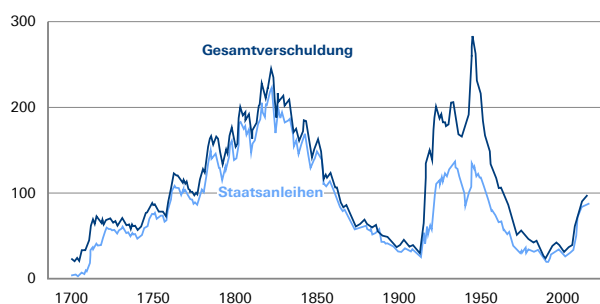
3. Juli 2020

Von guten und schlechten Staatsschulden – und warum der Vergleich mit der schwäbischen Hausfrau hinkt

Die Erfahrungen der vergangenen Jahrhunderte sprechen eigentlich dafür, dass eine hohe Staatsverschuldung gefährlich ist und oft eine Schuldenkrise oder hohe Inflationsraten verursacht. Jedoch gibt es auch Fälle wie Großbritannien, das nach den Kriegen gegen Napoleon und gegen Deutschland über Jahrzehnte mit einer Staatsverschuldung von über 200 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) lebte und nur langsam über viele Jahrzehnte hinweg die Verschuldung wieder abbaute – ohne negative Folgen zu erleiden.

Länder können lange Zeit mit hohen Schuldenständen leben

Staatsverschuldung im Vereinigten Königreich in % des BIP; 1694–2017



Quelle: voxeu.org

Gute und schlechte Staatsverschuldung

Mithilfe eines vereinfachten Modells des Geldsystems lässt sich die Rolle der Staatsschulden in der Ökonomie veranschaulichen: Als die Engländer im 19. Jahrhundert ein weiteres Land eroberten und als Kolonie unterwarfen, benötigten sie einheimische Arbeitskräfte. Sie boten britische Pfund als Zahlung an, was die einheimische Bevölkerung jedoch ablehnte. Erst als die Engländer eine Hüttensteuer einführten und diese in britischen Pfund erbracht werden musste, fanden sich Arbeitskräfte. Gleichzeitig entstanden sogar Märkte, sodass der Teil der Bevölkerung, der nicht für die Regierung arbeitete, die notwendigen Einnahmen zur Entrichtung der Steuer erwirtschaften konnte. Das Modell zeigt: Der Staat druckt das Geld und sammelt es wieder vollständig über die Steuern ein.

Unterstellt man nun in dem Modell, dass die Staatsangestellten aus plötzlicher Angst vor Arbeitsunfähigkeit

einen Teil ihres Einkommens sparen, bleibt zu wenig Geld für die restliche Bevölkerung übrig, um die notwendigen Steuern zu zahlen. Es kommt zu einer makroökonomischen Störung. Der Staat muss nun die Gehälter der Staatsbediensteten um den Betrag ihrer geplanten Ersparnisse erhöhen. Er darf jedoch gleichzeitig nicht die Steuern anheben. Der Staat muss sich also verschulden. Die Staatsverschuldung ist in diesem Fall wohlfahrtsfördernd, da sie einerseits den Sparwunsch der Bevölkerung erfüllt und andererseits die makroökonomische Störung behebt.

Die Erfahrungen Japans in den vergangenen 30 Jahren zeigen, dass dieses Szenario gar nicht so unrealistisch sein könnte. Der Grund für die hohe Sparneigung in Japan dürfte dabei weniger die Angst vor Arbeitsunfähigkeit sein als vor einer hohen Lebenserwartung und einer langen Ruhestandsphase.

Natürlich könnte sich ebenso plötzlich die Angst wieder verflüchtigen, und die Staatsdiener könnten ihre Ersparnisse wieder ausgeben, was eine hohe Inflation zur Folge hätte. In diesem Fall müsste der Staat jedoch nur die Steuern erhöhen, um eine größere Inflation zu vermeiden. Zugegebenermaßen war ich ein Befürworter der deutschen Schuldenbremse bei ihrer Einführung, weil ich mir nicht vorzustellen vermochte, dass das oben beschriebene Szenario eintreten könnte. Die damaligen Warnungen vieler US-Ökonomen vor der Schuldenbremse stellen sich jedoch nun als zutreffend heraus. Daher plädiere ich nun dafür, die Schuldenbremse abzuschaffen.

Geht man nun in dem Modell davon aus, dass der Staat aus Prestige Gründen den höchsten Turm der Welt bauen will, muss der Staat sich verschulden, um die größere benötigte Zahl an Arbeitskräften zu bezahlen – ohne gleichzeitig die Steuern anheben zu können, da ansonsten in diesem Beispiel ein Aufstand drohen würde. Es ist somit mehr Geld im Umlauf, und es wird weniger produziert, weil Arbeitskräfte von der Privatwirtschaft in die Staatswirtschaft gewechselt sind. Es entsteht somit ein inflationäres Szenario, da niemand sparen will, sondern das zusätzliche Geld sofort ausgegeben wird. Die hohe Staatsverschuldung ist in diesem Fall wohlfahrtsmindernd.

Das Phänomen der exzessiven Staatsausgaben aus Prestige- oder Kriegsgründen ist der aus der Vergangenheit bekannte Normalfall.

Warum der Vergleich des Staates mit der schwäbischen Hausfrau hinkt

Zunächst ist es wichtig zu verstehen, dass die Staatsverschuldung nur im Verhältnis zum BIP eine relevante Größe ist. Das BIP spiegelt nämlich die Steuerbasis wider und ist daher die notwendige Größe, um die Schuldentragfähigkeit eines Landes zu bestimmen.

Oft wird der Staatshaushalt mit dem Ausgabeverhalten eines Unternehmens oder der berühmt-berüchtigten „schwäbischen Hausfrau“ verglichen. Der Vergleich hinkt jedoch. Spart die schwäbische Hausfrau, muss sie sich keine Sorgen um etwaige makroökonomische Auswirkungen machen. Einsparungen des Staates hingegen wirken sich deutlich auf das Bruttoinlandsprodukt aus. Kürzt beispielsweise der Staat seine Ausgaben, sinkt damit eins zu eins das Bruttoinlandsprodukt. Fällt dann der Zins als eine Folge dessen, lässt sich dadurch die private Kreditnachfrage stimulieren, und das BIP kann per saldo weniger stark fallen oder sogar steigen.

In einem Umfeld mit einer geringen Kreditaufnahmebereitschaft des Privatsektors können Einsparungen des Staates jedoch insofern kontraproduktiv sein, als der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu Entlassungen im Privatsektor führt und sogar zu einer steigenden Sparquote der Privathaushalte aufgrund der gestiegenen Unsicherheit. In diesem Fall fällt das BIP überproportional, und die Verschuldung im Verhältnis zum BIP steigt trotz der Einsparungen des Staates. Der Staat kann also nur dann erfolgreich sparen, wenn entweder der Privatsektor oder Konsumenten, Unternehmen oder Staaten aus dem Ausland einspringen und mehr Geld ausgeben.

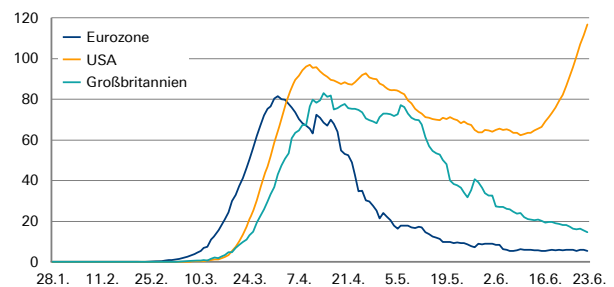
Konjunkturdaten in der kommenden Woche: nur für Historiker von Interesse

Aus Deutschland werden die Auftragseingänge (Montag), die Industrieproduktion (Dienstag) sowie die Exporte (Donnerstag) vom Mai veröffentlicht. Die Daten sind jedoch schon Geschichte und werden kaum dazu beitragen, die aktuelle Wachstumsdynamik einzuschätzen. Viel wichtiger ist der Blick auf das Infektionsgeschehen, das zeigt, dass die Corona-Epidemie in der

Eurozone schon seit Ende April weitestgehend unter Kontrolle ist:

Der Euroraum hat die Covid-19-Epidemie gut gemeistert, und Großbritannien hinkt hinterher

Gleitender 7-Tage-Durchschnitt, Fälle pro Mio. Einwohner

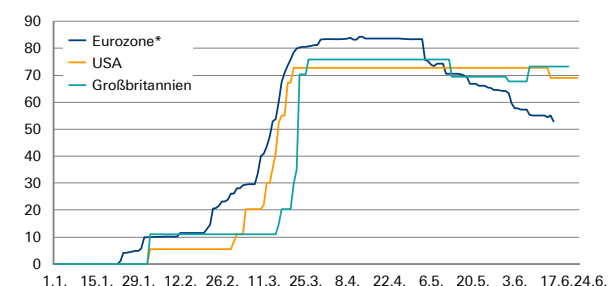


Quellen: Johns Hopkins Coronavirus Resource Center, Metzler

Damit konnten die Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion schon seit Anfang Mai die Quarantänenvorschriften zu lockern beginnen. Allerdings ist dabei zu bedenken, dass die davor beschlossenen Einschränkungen von öffentlichem Leben und Wirtschaft merklich strenger ausgefallen waren als in Großbritannien oder den USA.

Der Euroraum konnte die Quarantänenvorschriften schon substanziiell lockern

Lock-down-Indikator



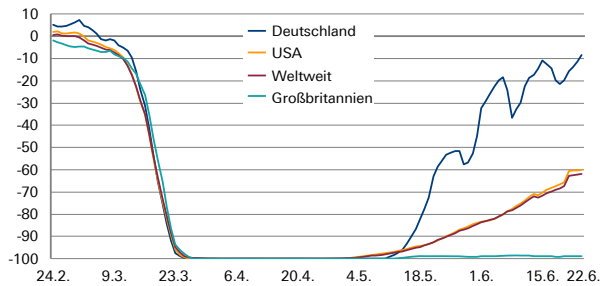
* Index für die Eurozone wurde aus den BIP-gewichteten Werten der einzelnen Länder berechnet

Quellen: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government, Metzler

Jede gelockerte Quarantänenvorschrift bedeutet wieder mehr wirtschaftliche Freiheit. Dementsprechend ist es wenig verwunderlich, dass die täglich verfügbaren Konjunkturindikatoren schon jetzt zeigen, dass sich die Wirtschaftstätigkeit in Deutschland und den anderen Mitgliedsländern der Europäischen Union wieder merklich belebt hat, während die USA und vor allem Großbritannien noch konjunkturell hinterherhinken.

Täglicher Wirtschaftsindikator: Die britische Wirtschaft leidet immer noch unter dem Lock-down

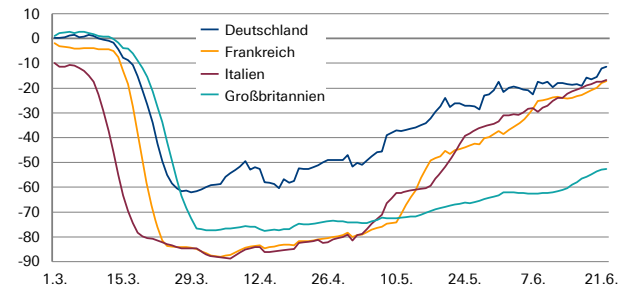
Online-Restaurantreservierungen via OpenTable, in % ggü. Vj., gleitender 7-Tage-Durchschnitt



Quellen: OpenTable, Metzler; Stand: 24. Juni 2020

Täglicher Wirtschaftsindikator: Der Konsum in Großbritannien erholt sich nur zögerlich

Anzahl der Einzelhandelskunden*, gleitender 7-Tage-Durchschnitt, in %



* Umfasst Restaurants, Cafés, Einkaufszentren, Vergnügungsparks, Museen, Bibliotheken und Kinos, Veränderung gegenüber dem Median der Periode vom 3. Januar bis 6. Februar 2020

Quellen: Google-Mobilitätsbericht, Metzler; Stand: 22. Juni 2020

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.