

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Das globale Ende der nachhaltigen Fiskalpolitik

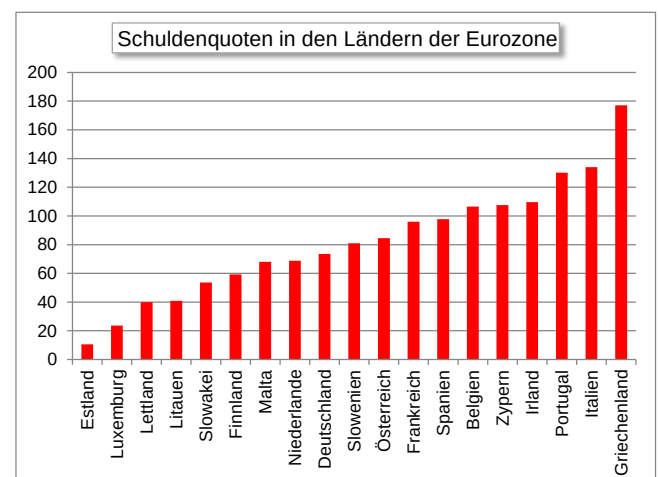
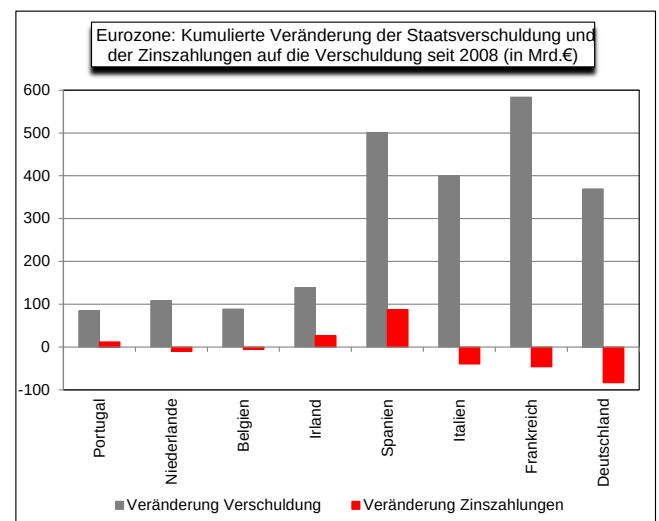
Man kann es wirklich kaum fassen: In einem gerade veröffentlichten Buch mit dem Titel „Un président ne devrait pas dire ça...“ berichten zwei französische Journalisten u.a. von einem offensichtlich bestehenden Geheimvertrag Frankreichs mit der EU-Kommission. Im Kern geht es darum, dass Frankreich offiziell als Ziel an dem Stabilitätspakt festhalte, von der EU-Kommission aber nicht bestraft wird, wenn man das Ziel verfehle. Hollande wird in dem Buch mit folgenden Worten zitiert: „Wir sagen also: Wir machen den Vertrag, wir geben drei Prozent Defizit als Ziel an, aber sie wissen sehr genau, dass wir das nicht erreichen werden. Dem hat man zugestimmt“. Das Buch ist das Ergebnis aus 61 Interviews über vier Jahre. Da der französische Präsident bisher kein Dementi ausgesprochen hat, dürfte es sich bei den Zitaten um belastbare Fakten handeln. Er liefert laut Buch auch gleich die Begründung für einen solchen Vertrag mit: „Wir sind eben Frankreich, wir schützen Euch, wir haben eine Armee, eine Kapazität der Abschreckung. Die Europäer ... wissen, dass sie uns brauchen. Und das hat eben seinen Preis, der gezahlt werden muss“. Übersetzt und etwas auf die Spitze getrieben bedeutet das in etwa: Wir haben die Atombombe, was interessieren uns Verträge.

Man müsste fast lachen, wenn es nicht zum Weinen wäre. Denn diese Einstellung lässt erkennen, dass die tiefere Bedeutung und ökonomische Sinnhaftigkeit des Stabilitätspaktes von Frankreich (wie von vielen anderen Ländern auch) nicht verstanden wird. Natürlich haben die Kritiker des Stabilitätspaktes Recht, wenn sie darauf verweisen, dass es am Ende nicht darauf ankomme, ob das Defizit bei 3,0% oder bei 3,3% liege. Nur ist das gar nicht der Punkt. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt (so der volle Name) muss im Kontext des sog. Vertrages von Maastricht gesehen werden, in dem festgelegt wurde, dass Staaten der Eurozone eine Verschuldung von unter 60% des BIP aufweisen sollen und dabei ein laufendes Haushaltsdefizit von drei Prozent des BIP nicht überschreiten dürfen. Diese Zahlen waren wiederum nicht „vom Himmel gefallen“, sondern machen vor dem Hintergrund diverser Berechnungen Sinn, die mathematisch präzise beweisen, dass bei einem Wachstum von nominal 5% ein Defizit von drei Prozent bei einer Verschuldung von 60% gerade noch mit einer nachhaltigen Staatsfinanzierung vereinbar sind. Das Problem daran ist nur, dass die Annahme einer jährlichen Wachstumsrate von nominal 5% in den 80er Jahren vielleicht noch gerade plausibel erschien, unter heutigen Bedingungen aber komplett unrealistisch ist.

Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass unter heutigen Rahmenbedingungen beispielsweise ein Land wie Frankreich rein mathematisch nur noch ein Defizit von etwa einem Prozent aufweisen darf, um eine langfristig tragfähige Staatsverschuldung aufzuweisen. Wenn nun aber das tatsächliche Haushaltsdefizit Frankreichs im Jahr 2016 bei 3,5% liegen wird, verfehlt man nicht nur das formale Ziel des Stabilitätspaktes, sondern auch das ökonomisch letztlich relevante Ziel in dramatischem Umfang. Fakt ist, dass der französische Staat mit der jetzigen Haushaltsplanung

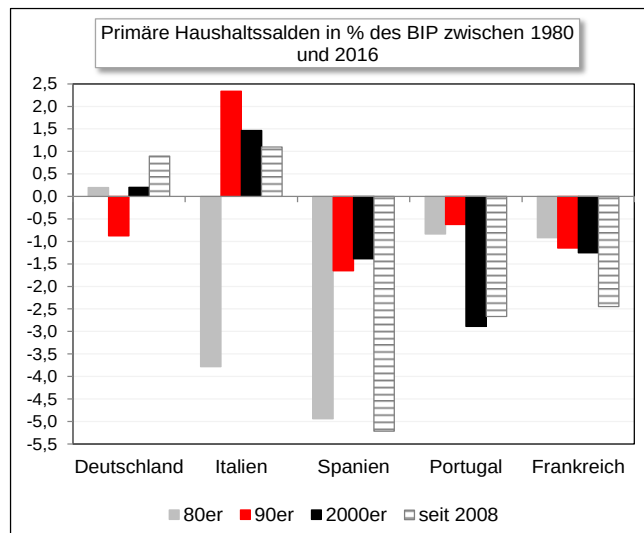
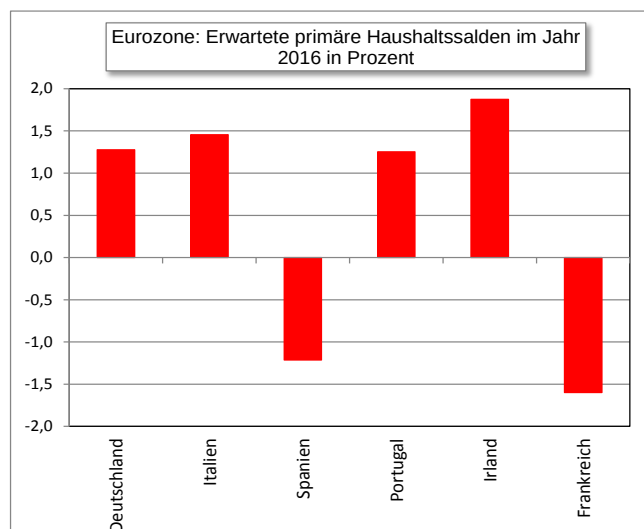
das Ziel aufgegeben hat, einen nachhaltig finanzierbaren Staatshaushalt zu betreiben.

Unter normalen Umständen würde eine solche Finanzpolitik an den Märkten durch Kursabschläge bei Staatsanleihen bestraft. Dieser Mechanismus ist aber weitgehend außer Kraft gesetzt, da die EZB indirekt die Garantie abgegeben hat, hohe Renditen von Staatsanleihen zu verhindern. Somit haben Länder wie Italien, Frankreich und Deutschland das Kunststück fertig gebracht, trotz eines Anstieges in der Staatsverschuldung weniger für Zinsen ausgeben zu müssen als zuvor. So lange dies so bleibt, kann sich ein Staat refinanzieren, obwohl die Verschuldung in eine zunehmend dramatische Schieflage gerät. Damit gerät aber die Geldpolitik der EZB in eine Art Geiselschaft, denn am Ende entscheidet nur noch die Geldpolitik der EZB darüber, ob Staaten solvent bleiben oder nicht. Ursprünglich war der Vertrag von Maastricht genau deswegen aufgesetzt worden: Staaten sollten verpflichtet werden, so zu wirtschaften, dass die Notenbank eben nicht in eine solche Situation gerät. Das hat sich jetzt erledigt, und wahrscheinlich wäre es ehrlicher, den Vertrag komplett abzuschaffen, als Jahr für Jahr so zu tun, als ob man sich daran hielte.



Letztlich gibt es im Euroraum nur ein größeres Land, das seine Verschuldung auf einen annähernd nachhaltig finan-

zierbaren Pfad gebracht hat, und das ist Deutschland. Kurioser Weise wird gerade Deutschland dafür kritisiert, und es kursieren vergleichsweise seltsame Ideen, was Deutschland anders machen müsse, um Europa oder gleich die ganze Welt „zu retten“. Wir wurden selbst mit solchen Vorschlägen konfrontiert, da wir vor einigen Tagen von Portfolio-Managern aus London danach befragt wurde, wann den Deutschland damit beginne, sein Staatsdefizit zu erhöhen. Wir waren vor dem Hintergrund dieser Anfragen zunächst perplex, da wir als Volkswirte für eine solche finanzpolitische Vorgehensweise weder einen Spielraum noch einen Anlass sehen; trotzdem gingen wir in Hintergrundgesprächen der Frage nach, wie es zu dieser auffallenden Häufung von Fragen in diese Richtung kommen konnte.



Im Ergebnis zeigte sich, dass u.a. der IWF bei Portfoliomanagern die unrealistische Erwartung geweckt hatte, wonach es in Deutschland noch vor der Wahl im kommenden Jahr zu einer expansiven Fiskalpolitik kommen sollte und auch kommen werde. Offensichtlich war es auf der Jahrestagung von IWF und Weltbank u.a. zur Forderung gekommen, wonach Deutschland mehr zur Befeuerung der Weltwirtschaft und Stabilisierung des Euroraumes tun müsse, und zwar durch zusätzliche, kreditfinanzierte Staatsausgaben. Die Argumentation ist dabei auf den ersten Blick plausibel, was vermutlich auch erklärt, warum selbst Finanzprofis auf

sie „hereinfallen“ und tatsächlich glauben, das sich daraus Handlungsempfehlungen für die Bundesregierung ableiten lassen. Fakt ist, dass Deutschland seit vielen Jahren erhebliche Handelsbilanzüberschüsse aufweist, die zum Teil darauf zurückzuführen sind, dass der Euro aus deutscher Perspektive zu stark unterbewertet ist. Diese starken Handelsbilanzüberschüsse sind für Deutschland nicht nur von Vorteil, denn sie führen saldenmechanisch zu massiven Kapitalexporten. So lange diese Kapitalexporte mit renditestarken Investments einhergehen, mögen diese Kapitalexporte volkswirtschaftlich sinnvoll sein. Leider haben sich deutsche Investoren im Ausland in den letzten Jahren nicht als besonders erfolgreich erwiesen. Mit den Kapitalexporten gingen nicht selten miserable Investments in Wertpapiere und Unternehmen einher, so dass aus rein volkswirtschaftlicher Sicht der extreme Handelsüberschuss nicht zu einem Vermögenszuwachs geführt hat, so wie dies im Idealfall hätte sein können – in gewisser Weise hat also „umsonst“ gearbeitet. Gerade aus dieser Sicht hat sogar Deutschland ein Interesse an einer ausgeglichenen Handelsbilanz, doch lässt sich eine solche Handelsbilanz nicht planen, sondern ist das Ergebnis einer Vielzahl einzelwirtschaftlicher Entscheidungen in einem freien Markt. Letztlich sind diese Überschüsse das Resultat eines suboptimalen Währungsraumes, der aus Volkswirtschaften mit unterschiedlicher Leistungsfähigkeit besteht.

Der Vorwurf des IWF und der Weltbank lautet nun, dass Deutschland nicht genug tue, diese Ungleichgewichte zu beseitigen. In diesem Zusammenhang wird erwartet, dass Deutschland seine Schulden erhöhen solle und dadurch mehr konsumieren könne, um letztlich die Handelsbilanzüberschüsse zu reduzieren. Dieser Plan ist aus unserer Sicht komplett abwegig. Die Handelsbilanzüberschüsse sind ein strukturelles Problem, das sich grundsätzlich nicht mit Fiskalpolitik lösen lässt. Fiskalpolitik hat einen zyklischen Charakter. Wenn es der Wirtschaft schlecht geht, machen steigende, kreditfinanzierte Ausgaben Sinn, weil sie einen positiven fiskalischen Impuls erzeugen. Wenn es der Wirtschaft (zu) gut geht, kann mit negativen fiskalischen Impulsen dem Boom die Spitze genommen werden, was eine Blasenbildung unwahrscheinlicher macht und dementsprechend ebenfalls eine sinnvolle Maßnahme darstellt. Wenn aber ein strukturelles Phänomen mit fiskalpolitischen Maßnahmen angegangen werden soll, dann kann dies überhaupt nur funktionieren, wenn dieser fiskalische Impuls immer wieder erneuert wird – im Prinzip bedeutet dies, dass man jedes Jahr das Defizit erhöhen müsste, um einen konstanten Erfolg in der Bekämpfung des strukturellen Phänomens zu erzielen! In letzter Konsequenz fordert die Weltbank und der IWF von Deutschland, den Pfad einer (so eben gerade noch) nachhaltigen Staatsfinanzierung zu verlassen und fiskalpolitisch in die Fußstapfen Frankreichs zu treten. Das wiederum funktioniert nur mit Rückendeckung der Notenbanken, die diesen fiskalischen Interventionismus wohlwollend begleiten müssen, damit es nicht zum Desaster kommt – womit wir wieder beim Thema Geiselschaft wären.

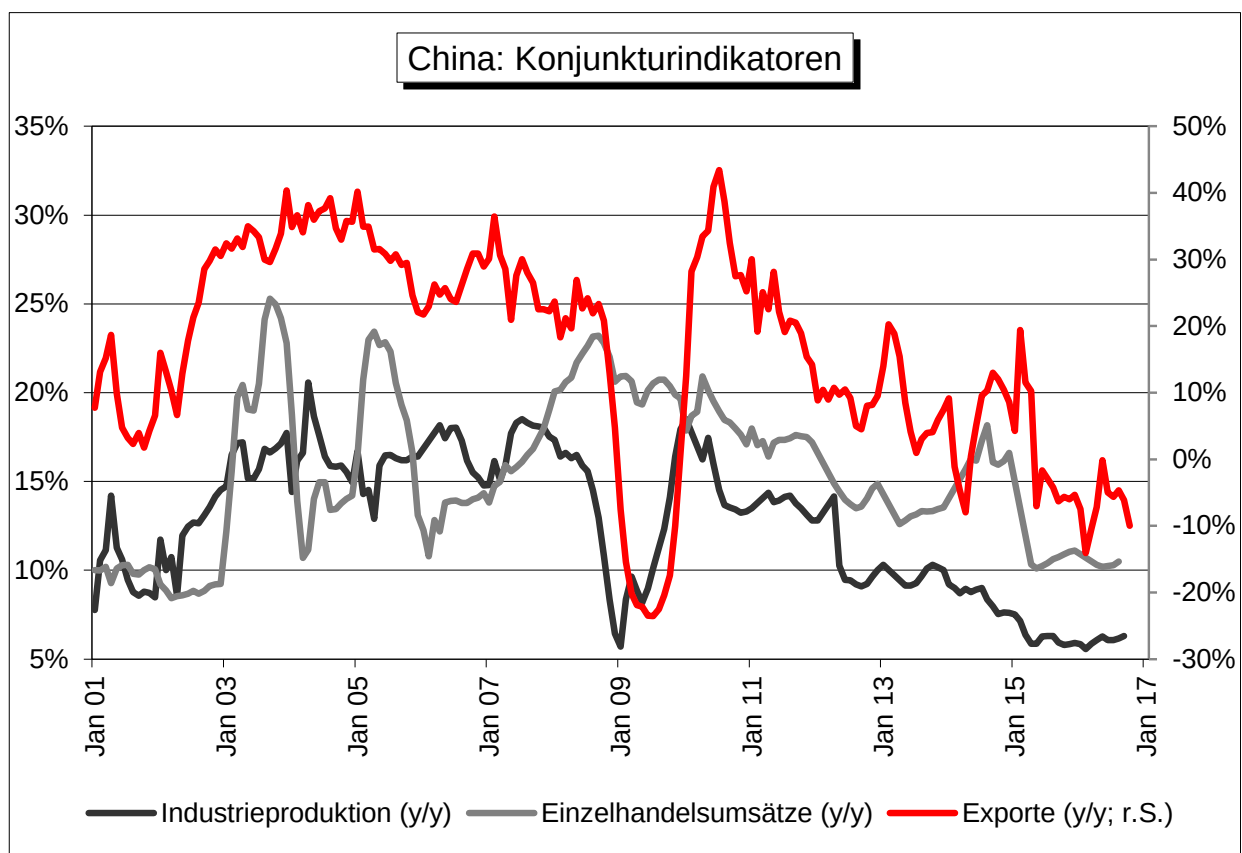
Die Notenbanken sind in der Tat Gefangene einer globalen politischen Strömung, die zunehmend auf die Analyse langfristiger Effekte verzichtet. Die Notenbanken können gar nicht anders, als die Zinsen niedrig zu halten.

Wochenausblick für die Zeit vom 24. Oktober bis 28. Oktober 2016

	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex v.G.Flash	53,7	54,8	53,6	54,3	54,1	24.10.2016
E-19: Einkaufsmanagerindex v.G. Flash	52,8	52,0	51,8	52,6	52,5	24.10.2016
D: Ifo-Index	108,7	108,3	106,3	109,5	109,0	25.10.2016
D: Konsumentenvertrauen	10,1	10,0	10,2	10,0	10,1	26.10.2016

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: China - Das Wachstum bleibt stabil



Die wirtschaftliche Entwicklung im Reich der Mitte sorgte in den vergangenen Monaten regelmäßig für Diskussionsstoff: Zunächst die überraschend eingeleitete Abwertung der eigenen Währung gegenüber dem US-Dollar im August des vergangenen Jahres, dann das Abtauchen der chinesischen Börse zu Jahresbeginn, die auch den DAX in den ersten Wochen des Jahres mit in die Tiefe riss. Kopfzerbrechen bereite den Anlegern dabei vor allem die Frage, ob China sein - zwar abnehmendes, aber immer noch überdurchschnittlich hohes - Wachstumstempo beibehalten könne. Doch mittlerweile ist wieder mehr Ruhe eingekehrt, denn die offiziellen Daten zeigen, dass Chinas Wirtschaft in den ersten drei Quartalen des Jahres 2016 stabil mit einer Rate von 6,7 Prozent gewachsen ist. Auch wenn nicht alle Zweifel an der Glaubwürdigkeit dieser Zahlen auszuräumen sind, ist das vermittelte Bild zu-

mindest konsistent. Während sich die Wachstumsraten der Industrieproduktion und des Außenhandels abgeschwächt haben, wachsen der private Verbrauch und die Nachfrage nach Dienstleistungen schnell. So deutet derzeit alles darauf hin, dass der begonnene Umbau der Volkswirtschaft weg von der bisherigen Dominanz der Industrie und des Außenhandels hin zu einer zunehmenden Bedeutung des Dienstleistungssektors auf gutem Weg ist. Da der chinesische Aktienmarkt seit Jahresbeginn noch deutlich im Minus notiert, sehen wir noch größeres Aufholpotenzial. Anleger, die in den chinesischen Markt investieren wollen, empfehlen wir nicht den Kauf einzelner Werte, sondern die Investition über einen ETF oder auch einen aktiv gemanagten Aktienfonds.

	Stand	Veränderung zum			
	20.10.2016 17:24	06.10.2016 -1 Woche	12.09.2016 -1 Monat	12.07.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18162	-0,6%	-0,9%	-1,0%	4,2%
S&P 500	2135	-1,2%	-1,1%	-0,8%	4,5%
Nasdaq	5239	-1,3%	0,5%	4,3%	4,6%
DAX	10703	1,3%	2,6%	7,4%	-0,4%
MDAX	21408	-0,7%	1,1%	5,4%	3,0%
TecDAX	1783	-1,4%	2,7%	9,6%	-2,6%
EuroStoxx 50	3075	1,8%	2,1%	4,8%	-5,9%
Stoxx 50	2862	0,4%	0,3%	0,2%	-7,7%
SMI (Swiss Market Index)	8072	-1,2%	-1,6%	-0,9%	-8,5%
FTSE 100	7018	0,3%	4,7%	5,0%	12,4%
Nikkei 225	17236	2,0%	3,4%	7,1%	-9,4%
Brasilien BOVESPA	63458	4,6%	8,3%	17,0%	46,4%
Russland RTS	989	-1,5%	0,6%	3,6%	30,7%
Indien BSE 30	28130	0,1%	-0,8%	1,2%	7,7%
China Shanghai Composite	3085	2,7%	2,1%	1,2%	-12,8%
MSCI Welt (in €)	1707	1,7%	2,2%	2,5%	2,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	913	2,0%	5,5%	8,6%	14,6%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	164,24	6	89	-241	632
Bobl-Future	131,73	-2	29	-197	106
Schatz-Future	112,10	1	9	0	59
3 Monats Euribor	-0,31	-1	-1	-2	-18
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,31	-1	1	5	0
3 Monats \$ Libor	0,88	1	3	21	27
Fed Funds Future, Dez 2016	0,50	0	0	6	0
10-jährige US Treasuries	1,74	0	8	23	-53
10-jährige Bunds	0,00	8	3	10	-63
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,06	-1	-4	22	-32
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,51	1	-12	10	-43
US Treas 10Y Performance	597,69	-0,2%	-0,7%	-1,9%	5,9%
Bund 10Y Performance	619,37	-0,6%	-0,1%	-0,8%	7,0%
REX Performance Index	487,84	-0,3%	0,0%	-0,5%	2,9%
Hypothekenzinsen USA	3,49	7	5	8	-52
IBOXX AA, €	0,50	5	4	2	-78
IBOXX BBB, €	1,35	4	7	-9	-92
ML US High Yield	6,50	0	-33	-51	-239
JPM EMBI+, Index	807	-0,8%	0,0%	0,3%	14,6%
Wandelanleihen Exane 25	6780	0,8%	0,0%	2,1%	-2,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	415,91	0,0%	-0,3%	-4,0%	9,6%
MG Base Metal Index	260,03	0,6%	5,5%	2,3%	12,0%
Rohöl Brent	51,34	-2,1%	5,6%	7,3%	43,8%
Gold	1266,00	1,2%	-4,4%	-5,7%	19,2%
Silber	17,45	0,6%	-7,4%	-14,2%	26,0%
Aluminium	1680,75	0,6%	8,5%	1,1%	12,0%
Kupfer	4791,25	1,1%	3,5%	-1,2%	1,8%
Eisenerz	57,50	0,9%	-1,7%	0,9%	31,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	872	-4,7%	8,5%	22,6%	82,4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0924	-2,3%	-2,7%	-1,5%	0,3%
EUR/ GBP	0,8920	1,0%	5,8%	6,2%	21,0%
EUR/ JPY	113,57	-2,1%	-0,7%	-1,5%	-13,4%
EUR/ CHF	1,0837	-1,0%	-0,9%	-0,6%	0,0%
USD/ CNY	6,7430	1,0%	0,9%	0,8%	3,9%
USD/ JPY	104,21	0,3%	2,3%	-0,5%	-13,4%
USD/ GBP	0,8168	3,3%	8,7%	7,7%	20,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.