



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

28. Juni 2018

Sollte man kurzfristig Schulden machen, um langfristig Schulden zu senken?

In der Diskussion um die Zukunft der Eurozone taucht immer wieder ein Argumentationsstrang auf, der volkswirtschaftlich gegen Grundregeln zu verstoßen und auch dem gesunden Menschenverstand zu widersprechen scheint. Trotzdem wird diese Überlegung in allen möglichen Facetten immer wieder in die Diskussion gebracht, und zwar sowohl von Politikern als auch von Journalisten. Dabei geht es um die Überlegung, wonach die Sparpolitik der letzten Jahre in vielen Ländern des Euroraums zu weniger BIP-Wachstum geführt habe, mit dem Ergebnis, dass nun die Verschuldung höher sei als eigentlich notwendig. Mit dieser Logik wird nicht nur die Sinnhaftigkeit der Maastricht-Kriterien in Frage gestellt, sondern der generelle Ansatz einer Austeritätspolitik. Die Schlussfolgerung dieser Logik lautet, auf eine restriktive Fiskalpolitik zu verzichten, um Wachstum zu erzeugen, mit dem man dann die Schulden abbauen könne.

Für einen ungeübten Betrachter mag diese Argumentation vielleicht sogar nachvollziehbar klingen, jedoch ist der Begriff einer weniger restriktiven Fiskalpolitik letztlich nur ein Euphemismus für mehr Schulden, denn nur mit mehr Schulden lässt sich eine Fiskalpolitik in signifikantem Ausmaß expansiv gestalten. Am Ende läuft die Logik darauf hinaus, kurzfristig mehr Schulden zu machen, um langfristig Schulden reduzieren zu können. Das klingt auf den ersten Blick in etwa so belastbar wie die Geschichte des Lügenbarons von Münchhausen, der es angeblich schaffte, sich an den eigenen Haaren aus dem Sumpf zu ziehen.

Doch ist ein so hartes Urteil hier wirklich gerechtfertigt, oder könnte in dieser Logik tatsächlich ein „Fünkchen“

Wahrheit stecken? Immer dann, wenn solche Fragen nicht ad hoc geklärt werden können, erscheint es sinnvoll, nach einem empirischen Befund zu suchen. Wenn die Logik stimmte, müssten Länder mit einer besonders harten Sparpolitik bzw. einer besonders starken Rückführung der Verschuldung relativ zum BIP in den Folgejahren so starke Wachstumsrückgänge erlebt haben, dass danach die Verschuldung wieder gestiegen ist. Uns fällt es allerdings schwer, ein Land zu identifizieren, wo dieser Sachverhalt beobachtet werden konnte. Ganz im Gegenteil: Die Länder, die besonders erfolgreich laufende Haushaltsdefizite und die Gesamtverschuldung relativ zur Wertschöpfung reduziert haben, waren eher die Länder, die in den Folgejahren auch noch höhere BIP-Wachstumsraten aufwiesen. Man findet auch über lange Zeiträume kein Land, das höhere temporäre Schulden in derart starkes und nachhaltiges Wachstum umsetzen konnte, so dass die Schulden langfristig durch diesen Effekt reduziert wurden.

Wer allerdings in VWL-Vorlesungen im ersten oder zweiten Semester gut aufgepasst hat, weiß eigentlich, dass genau dies auch theoretisch gar nicht funktionieren kann. Denn leider werden in der Diskussion schon grundlegende Begrifflichkeiten durcheinandergebracht. Wenn in diesem Kontext umgangssprachlich von „Wachstum“ die Rede ist, wird eigentlich etwas anderes gemeint: Es geht hier um konjunkturelle Effekte und damit um den Auslastungsgrad einer Volkswirtschaft. Und natürlich steigt tendenziell der Auslastungsgrad des Produktionspotenzials, wenn temporär die Schulden steigen. Das führt dann auch tatsächlich für einige Quartale zu einer wirtschaftlich besseren Situation, die u.U.

auch geeignet wäre, um über erhöhte Steuereinnahmen langfristig Schulden zu senken. Dafür müsste der Auslastungsgrad aber kontinuierlich steigen – und genau das ist schon theoretisch ausgeschlossen. Realistischer und viel besser wäre es, wenn nicht der Auslastungsgrad stiege, sondern das Produktionspotenzial. Erst wenn dies gelänge, könnte man im akademisch korrekten Sinn von nachhaltigem Wachstum sprechen.

Und hier liegt nun das Haar in der Suppe: Diese Form von Wachstum im Sinne eines stetig steigenden Produktionspotenzials lässt sich kaum mit mehr Schulden initiieren. Um es nochmal ganz klar zu sagen: Mit Schulden kann der Auslastungsgrad einer Volkswirtschaft gesteuert werden, aber nicht der Wachstumspfad des Produktionspotenzials. Das Produktionspotenzial wächst immer dann nachhaltig, wenn eine Volkswirtschaft über eine gute Infrastruktur, ein gutes Bildungssystem, ein effizientes Rechtssystem, einen funktionierenden Kapitalmarkt, eine gute Demographie mit hoher Erwerbsbeteiligung und über stabile politische Rahmenbedingungen verfügt. Die Verschuldung kommt hier als Kriterium nicht vor, und damit ist die Mär von mehr Schulden für weniger Schulden eigentlich schon an dieser Stelle erledigt.

Wer aber immer noch nicht restlos von dieser Argumentation überzeugt ist, findet zumindest in der Multiplikatortheorie einen Strohhalm, an dem man sich festhalten könnte. Bei dem Multiplikator geht es um die Frage, um wieviel Prozent die Wertschöpfung einer Volkswirtschaft steigt, wenn die Staatsausgaben z.B. um ein Prozent wachsen. Läge dieser Multiplikator beispielsweise bei zwei, und würden die zusätzlichen Ausgaben über Schulden finanziert, dann könnten diese Schulden zumindest langfristig über höhere Steuereinnahmen (wir unterstellen hier einen Steuersatz von 50%) wieder zurückgeführt werden. Da der volkswirtschaftlich relevante Steuersatz aber unter 50% liegt, müsste der Multiplikator eher über zwei liegen, damit sich der Staat a la Münchhausen selbst am Schopf aus dem Sumpf ziehen könnte.

Und hier kommt – Sie ahnen es schon – der Haken. Denn es gibt im echten Leben keinen derart hohen Multiplikator. Das wäre auch zu schön, denn so ließe sich ja durch zusätzliche Schulden ein ewiges Schlaraffenland schaffen. Bis in das 19. Jahrhundert zurückreichende empirische Untersuchungen belegen, dass derartige Multiplikatoren vergleichsweise konstant zwischen 0,6 und 1,0 liegen. Selbst im besten Fall liegt der Multipli-

kator unter zwei, auch wenn ausschließlich ausgesucht „hochwertige“ Investitionen getätigt werden. Damit ist schon aus mathematischer Sicht ausgeschlossen, dass mit kurzfristig mehr Schulden langfristig weniger Schulden einhergehen. Wenn man etwas gehässig ist, könnte man unterstellen, dass dieser Sachverhalt den Befürwortern dieser Idee tief im Herzen ohnehin klar ist. Denn eines fällt auf: Die Protagonisten einer Anti-Austeritätspolitik unterstützten in vielen Fällen auch die Idee der Vergemeinschaftung von Schulden – frei nach dem Motto: Wenn die Sache mit den Schulden doch nicht klappt, sollen bitte die anderen die Scherben aufräumen. Prominentester Befürworter der Kombination einer Antisparpolitik in Verbindung mit der Vergemeinschaftung von Schulden ist der italienische Ministerpräsident Giuseppe Conte. Conte hat erst jüngst im italienischen Parlament eine Vergemeinschaftung von Risiken in der EU eingefordert. Und zwar ohne Bedingungen, die an Reformprozesse oder Fortschritte geknüpft sind. Politökonomisch sind solche Forderungen im Übrigen mehr als logisch, denn sie führen kurzfristig mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit zu einer Maximierung von Stimmen, auch weil die langfristigen Effekte aus Sicht des Wählers schwer bestimmbar sind und man als Wähler mit der Vergemeinschaftung von Schulden seine Haftung für eine schlussendlich „falsche“ Wahlentscheidung zum Teil auch noch abgeben kann. Kein Wunder, dass vor allem (aber nicht nur) populistische Parteien mit derartigen Rezepten so erfolgreich auf Stimmenfang gehen können. Vor diesem Hintergrund es wichtig zu verstehen, welche Weichenstellungen beim Treffen von Merkel und Macron in Meseburg in Richtung Haftungsunion gestellt wurden. Auf dem Treffen kam es zu Absprachen, die durchaus brisant sind. So soll der Europäische Stabilitätsmechanismus in EU-Recht überführt werden, so dass nationale Parlamente ihre Mitsprache- und Kontrollrechte verlieren. Zudem wurde Übereinstimmung darin erzielt, die Einlagensicherung für Bankguthaben zu vergemeinschaften und einen eigenen Haushalt für die Eurozone aufzustellen. All das sind Schritte zu einer Haftungsunion. Aber erst eine Haftungsunion ermöglicht es den Befürwortern einer mehr-Schulden-für-weniger-Schulden-„Theorie“, Wahlen zu gewinnen und die Theorie in die Praxis umzusetzen. Denn wenn die Sache nicht funktioniert – und sie wird nicht funktionieren – zahlt der Wähler im Fall der Haftungsunion nicht den Preis dafür, den er sonst zahlen würde. Es wird Zeit, dass sich die Bundesregierung dieser kritischen Anreizwirkungen bewusst wird und geeignete Rückschlüsse daraus zieht.

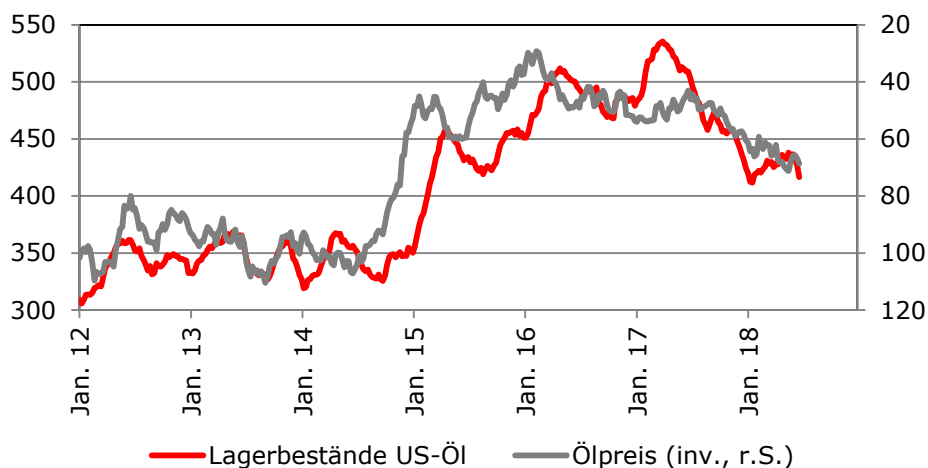
Wochenausblick für die Zeit vom 2. Juli bis 6. Juli 2018

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	61,1	60,6	58,2	58,1	56,9	55,9	2. Juli
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	57,3	55,3	53,9	53,0	52,1	53,9	4. Juli
D: Auftragseingänge, m/m	-3,5%	-0,2%	-1,1%	-2,5%	0,5%		5. Juli
D: Auftragseingänge, y/y	8,7%	3,1%	3,0%	0,0%	1,1%		5. Juli
D: Industrieproduktion, m/m	0,1%	-1,7%	1,7%	-1,0%	0,5%		6. Juli
D: Industrieproduktion, y/y	5,9%	2,1%	3,9%	2,0%	1,6%		6. Juli
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%		2. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	59,6	58,6	56,6	56,2	55,5	55,0	2. Juli
E-19: Produzentenpreise m/m	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%	0,4%		3. Juli
E-19: Produzentenpreise y/y	1,6%	1,7%	2,1%	2,0%	2,7%		3. Juli
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	-0,4%	0,3%	0,4%	0,1%	0,2%		3. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	58,0	56,2	54,9	54,7	53,9	55,0	4. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: OPEC- und Nicht-OPEC-Länder verständigen sich auf höhere Fördermengen

US-Öl: Lagerbestände und Ölpreis



Seit Jahresbeginn ist der Ölpreis um rund 20 Prozent angestiegen. Ursache hierfür war eine hohe Nachfrage, die von einem langen und kalten Winter auf der Nordhalbkugel sowie von der guten Konjunktursituation der Weltwirtschaft profitierte. Gleichzeitig ist das globale Ölangebot weniger stark gewachsen, weil die OPEC- und Nicht-OPEC-Länder ihre im November 2016 beschlossenen Fördermengen Kürzungen eingehalten haben. Die Nachfragerlücke konnte bislang auch nicht dadurch geschlossen werden, dass die US-Frackingunternehmen mittlerweile so viel Öl fördern wie niemals zuvor. Am vergangenen Wochenende haben sich jedoch die OPEC- und Nicht-OPEC-Länder darauf verständigt, ihre Fördermengen um rund eine Million Barrel pro Tag zu erhöhen. Hierzu hat wohl

nicht zuletzt der Druck von US-Präsident Trump beigetragen, der sich via Twitter über den aus seiner Sicht künstlich hoch gehaltenen Ölpreis beschwerte. Zusammen mit den weiter anziehenden Fördermengen in den USA sollte dies einen Rückgang der Preise bewirken. Allerdings hat Trump nun alle Länder aufgefordert, spätestens bis Anfang November alle Ölimporte aus dem Iran zu stoppen. Der Iran gehört mit einer täglichen Förderung von rund 3,8 Mio. Barrel nach Saudi Arabien und dem Irak zu den größten OPEC-Ländern. Zuletzt wurden rund 2,4 Mio. Barrel des iranischen Öls exportiert, vor allem nach Indien, China, Südkorea, Japan und Europa. Die durch das Ölembargo neu entstehende Lücke dürfte kurzfristig kaum zu schließen sein, sodass der Ölpreis weiterhin auf hohem Niveau verharren dürfte.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	28.06.2018 15:18	21.06.2018 -1 Woche	25.05.2018 -1 Monat	27.03.2018 -3 Monate	27.06.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	24118	-1,4%	-2,6%	1,1%	13,2%	-2,4%
S&P 500	2700	-1,8%	-0,8%	3,3%	11,6%	1,0%
Nasdaq	7445	-3,5%	0,2%	6,2%	21,1%	7,8%
DAX	12169	-2,7%	-5,9%	1,7%	-4,0%	-5,8%
MDAX	25586	-2,6%	-4,2%	0,4%	2,8%	-2,3%
TecDAX	2649	-5,4%	-6,2%	3,7%	18,0%	4,7%
EuroStoxx 50	3366	-1,1%	-4,2%	1,5%	-4,9%	-3,9%
Stoxx 50	3016	-0,6%	-3,3%	2,8%	-5,5%	-5,1%
SMI (Swiss Market Index)	8434	-0,3%	-3,7%	-2,4%	-7,0%	-10,1%
FTSE 100	7598	0,6%	-1,7%	8,5%	2,2%	-1,2%
Nikkei 225	22270	-1,9%	-0,8%	4,5%	10,1%	-2,2%
Brasilien BOVESPA	70555	0,7%	-10,6%	-15,8%	14,4%	-7,7%
Russland RTS	1125	1,2%	-3,9%	-9,6%	12,0%	-2,6%
Indien BSE 30	35038	-1,1%	0,3%	5,6%	13,2%	2,9%
China Shanghai Composite	2786	-3,1%	-11,3%	-12,0%	-12,7%	-15,8%
MSCI Welt (in €)	2076	-1,7%	-0,7%	8,1%	5,6%	2,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1052	-2,8%	-6,6%	-5,0%	0,9%	-5,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	99	212	391	-61	146
Bobl-Future	132,24	4	19	111	9	63
Schatz-Future	112,12	1	4	16	25	15
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,29	-1	-2	1	-16	0
3 Monats \$ Libor	2,34	0	2	3	104	64
Fed Funds Future, Dez 2018	2,16	-3	3	9	66	0
10-jährige US Treasuries	2,83	-6	-10	4	63	42
10-jährige Bunds	0,31	-2	-10	-19	-4	-11
10-jährige Staatsanl. Japan	0,03	0	-1	1	-2	-2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,06	-3	-6	-3	7	7
US Treas 10Y Performance	565,74	0,8%	0,9%	0,2%	-3,2%	-2,7%
Bund 10Y Performance	617,88	0,1%	0,8%	1,8%	1,9%	1,7%
REX Performance Index	485,49	0,1%	0,6%	1,0%	0,5%	1,0%
IBOXX AA, €	0,77	2	0	-1	-6	9
IBOXX BBB, €	1,62	9	7	23	26	39
ML US High Yield	6,52	9	-3	-9	47	37
JPM EMBI+, Index	784	-0,1%	-1,9%	-3,8%	-5,0%	-6,2%
Wandelanleihen Exane 25	7369	0,0%	-0,8%	1,3%	2,4%	-0,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	438,33	-1,3%	-1,4%	0,4%	-0,7%	1,4%
MG Base Metal Index	342,76	-0,8%	-3,3%	0,7%	15,8%	-4,5%
Rohöl Brent	77,61	5,3%	1,5%	10,5%	65,4%	16,5%
Gold	1252,01	-1,3%	-4,0%	-6,8%	0,4%	-3,9%
Silber	16,19	-0,8%	-2,2%	-2,2%	-2,4%	-4,8%
Aluminium	2186,50	0,3%	-3,0%	8,3%	16,5%	-3,1%
Kupfer	6693,50	-1,4%	-2,5%	1,3%	14,7%	-7,1%
Eisenerz	64,85	-0,1%	-2,1%	-7,8%	17,4%	-9,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1309	-2,8%	21,5%	17,2%	45,0%	-4,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1567	0,3%	-0,9%	-6,5%	2,6%	-3,6%
EUR/ GBP	0,8852	1,1%	1,1%	1,0%	0,2%	-0,3%
EUR/ JPY	127,47	-0,1%	-0,2%	-2,7%	1,0%	-5,6%
EUR/ CHF	1,1545	0,4%	-0,4%	-1,9%	6,1%	-1,3%
USD/ CNY	6,6181	1,9%	3,5%	5,3%	-2,9%	1,7%
USD/ JPY	110,26	0,2%	0,8%	4,7%	-1,9%	-2,2%
USD/ GBP	0,7655	1,5%	1,9%	8,3%	-2,2%	3,6%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. 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 Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.