

Nachhaltige Staatsfinanzen und expansive Fiskalpolitik – Kein Widerspruch im aktuellen Tiefzinsumfeld



Von **Dr. Daniel R. Witschi, CFA**
Chief Investment Officer (CIO)
Mitglied der Geschäftsleitung
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Die Covid-19-Pandemie hat weltweit eine Wirtschaftskrise ausgelöst, die in ihrem Ausmass einzigartig ist. Jüngsten Schätzungen zufolge wird das globale Bruttoinlandsprodukt (BIP) 2020 um mehr als 4% schrumpfen. Die Schwere des Schocks für die Weltwirtschaft verdeutlichen auch die umfangreichen geldpolitischen Reaktionen, welche mit noch nie dagewesener Geschwindigkeit erfolgten. Flankierend zu den geldpolitischen Massnahmen der Zentralbanken haben die Regierungen der führenden Volkswirtschaften Notfallprogramme in der Höhe von 15 bis 20% des BIP verabschiedet, um Haushalte und Kleinunternehmen zu unterstützen. Die notwendige expansive Fiskalpolitik als Reaktion auf die Pandemie hat im Jahr 2020 zu einem starken Anstieg der öffentlichen Schuldenquoten geführt. Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) zufolge übersteigt aktuell das kumulative Schuldenniveau in vielen entwickelten Ländern das BIP und befindet sich nahe den Höchstständen der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg. In der Ver-



und **Rui M. Ramires, CFA**
Senior Investment Strategist
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

gangenheit hätten solche Schuldenquoten ernsthafte Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ausgelöst. Weshalb nicht auch heute?

Kriterien für eine nachhaltige Verschuldungspolitik

Ein wichtiges Mass für die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen ist die Staatsverschuldungsquote, das Verhältnis der Staatsschulden zum BIP. Die Staatsverschuldung eines Landes gilt als tragfähig, wenn die Regierung in der Lage ist, alle aktuellen und zukünftigen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen. Zentral für die Beurteilung der Nachhaltigkeit der Staatsschuldenentwicklung ist dabei das Verhältnis des realen Zinses (r), mit dem die öffentlichen Schulden refinanziert werden, zur realen volkswirtschaftlichen Wachstumsrate (g). Unterstellt man einen ausgeglichenen Primärhaushalt, ist für eine nachhaltige Schuldendynamik entscheidend, dass der Realzins langfristig unterhalb der realen Wachstumsrate liegt. Eine Schuldenexplosion kann somit vermieden werden, weil es zu ei-

nem automatischen Abbau der Staatsschulden über die Zeit kommt und die Schuldenquote sinkt. In diesem günstigen Umfeld befinden sich die meisten entwickelten Volkswirtschaften seit der globalen Finanzkrise 2008. Die Zinswachstums-Differenz ($r-g$) ist negativ und die Zinsen sind seitdem niedrig geblieben. Diese beiden Bedingungen bieten starke Argumente, eine lockere Fiskalpolitik zu verfolgen, um das Wachstum anzukurbeln, da ein negatives langfristiges ($r-g$) eine nachhaltigere Staatsverschuldung impliziert und eine antizyklische Fiskalpolitik in einem Niedrigzinsumfeld effektiver ist. Wie wahrscheinlich ist es, dass dies künftig so bleiben wird?

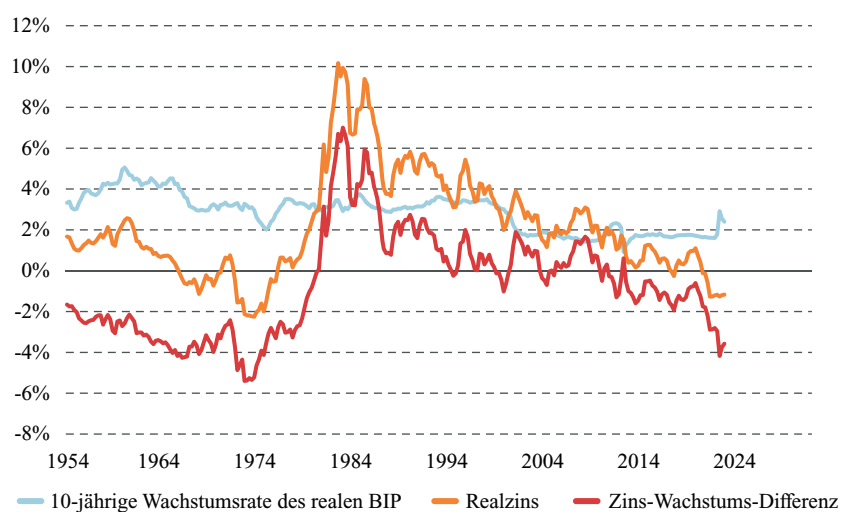
Gründe für den langfristigen Zinstrend und Implikationen für die Fiskalpolitik nach der Pandemie

Das aktuelle Tiefzinsumfeld ist kein kurzfristiges Phänomen, sondern das Ergebnis einer langfristigen globalen Entwicklung, welche die Zinsen über die letzten 20 Jahre kontinuierlich hat fallen lassen. Die staatlichen Zinszahlungen sind in den zwei Jahrzehnten vor der Pandemie im Schnitt von über 3 auf rund 2% des BIP gesunken, obwohl sich die Schuldenquoten um mehr als 20 Prozentpunkte erhöht haben. Oft wird die ultralockere Geldpolitik der Zentralbanken seit der globalen Finanzkrise für die fallenden Zinsen verantwortlich gemacht. Dies greift jedoch zu kurz und vernachlässigt die langfristigen Veränderungen diverser struktureller Faktoren, welche den gleichgewichtigen Realzins (r^*) in den letzten Jahren entscheidend prägten. r^* ist jener Zinssatz, welcher das Angebot an Ersparnissen und die Nachfrage nach Investitionen in einer Volkswirtschaft bei Vollbeschäftigung gleichsetzt. Der demographische Wandel in vielen Industrienationen und die damit verbundene Überalterung der Bevölkerung führte dazu, dass der weltweite Wunsch zu sparen sich erhöhte. Eine weitere Ursache für das höhere Angebot

an Ersparnissen ist die wachsende Mittelschicht in verschiedenen asiatischen Ländern. Um die schwach ausgebauten staatlichen Sozialsysteme in diesen Ländern zu kompensieren, sind die Sparquoten dieser Bevölkerungsschicht besonders hoch. Demgegenüber sorgte der Wandel von einer Industrie- hin zu einer Dienstleistungsgesellschaft für eine gedrosselte Kapitalnachfrage seitens der Unternehmen. Diese globalen Entwicklungen haben den Zinssatz r^* bereits Jahrzehnte vor der Pandemie nach unten gedrückt. Die Covid-19-Pandemie hat diverse dieser strukturellen Kräfte verstärkt und zu einem zusätzlichen Rückgang des gleichgewichtigen Zinssatzes geführt: Einerseits haben sich die Sparneigung durch Sparen von Arbeitnehmern in Sorge um ihren Arbeitsplatz und die zunehmende asymmetrische Einkommensverteilung erneut erhöht. Andererseits hat die Nachfrage nach sicheren und liquiden Anlagen zugenommen und damit deren Renditen praktisch komplett eliminiert. Als Folge der Pandemie ist zudem keine kurzfristige Normalisierung der Zentralbankbilanzen im Verhältnis zum BIP durch Bilanzabbau oder Inflationierung des nominellen BIP zu erwarten. Kurzfristig sind bisher noch keine Zeichen von Inflation erkennbar, so dass weiterhin mit sehr niedrigen Zinssätzen zu rechnen ist.

Angesichts des tiefen Zinsniveaus besitzen die meisten Zentralbanken nur noch einen eingeschränkten Handlungsspielraum um der säkularen Stagnation – geringes Wachstum und niedrige Realzinsen – entgegenzuwirken. Im aktuellen Umfeld von Angebotsüberhang sind deshalb laufende Primärdefizite eine Notwendigkeit, um die Ziele von Vollbeschäftigung und finanzieller Stabilität zu erreichen. Olivier Blanchard (MIT) und andere Ökonomen befürworten entsprechend, eine sinnvolle expansive Fiskalpolitik zu betreiben, um die fehlende Nachfrage anzukurbeln. Die expansive Fiskalpolitik hat zudem den positiven Nebeneffekt, dass sie einen Aufwärtsdruck auf den gleichgewichtigen Realzins (r^*) und die Inflation ausübt und so den Handlungsspielraum der Zentralbanken für zukünftige Krisen erhöht. Der Anpassungsprozess wird von den Kapitalmärkten nicht ohne Verwerfungen erfolgen, dürfte aber von den Zen-

Zins-Wachstums-Differenz seit 1954



tralbanken aufmerksam verfolgt werden. Abrupte Realzinssprünge dürften zu Notenbankeninterventionen führen.

Grenzen der staatlichen Kreditaufnahme in einem Umfeld ultraniedriger Zinsen

Wie die aktuelle Pandemie zeigt, ist eine solide Fiskalpolitik wichtig, um Krisen zu überstehen. Eine wesentliche Frage ist, welches Mass an neuen Schulden angemessen ist. Für die Nachhaltigkeit der Schulden reicht es nicht, dass eine Regierung sicherstellt, dass sie sich ihre aktuellen Zinszahlungen leisten kann; sie muss zudem nachweisen, dass sie und ihre Nachfolger die aufgenommenen Kredite zurückzahlen können. Anders ausgedrückt: Wer in neue Staatsanleihen investiert, muss überzeugt sein, dass die aktuellen und künftigen Steuereinnahmen der Regierung ausreichen, um ihre angehäuften Schulden zurückzuzahlen. Andernfalls werden die Investoren eine höhere Risikoprämie verlangen und damit die Zinskosten in die Höhe treiben. Die Entwicklung der Zins-Wachstums-Differenz der letzten 70 Jahre verdeutlicht die zeitliche Dynamik dieser Grösse (vgl. Grafik). Die Zyklusdauer variiert dabei stark in Abhängigkeit von der Höhe der Verschuldungsquote. Die Wahrscheinlichkeit eines Regimewechsels steigt mit zunehmender Verschuldungsquote und somit erhöhter Anfälligkeit für negative Schocks. Trotz der gegenwärtigen Bedingungen von $r < g$ ist im Spannungsverhältnis zwischen expansiver Fiskalpolitik und zukünftiger

Schuldentragfähigkeit die Wahrscheinlichkeit eines Regimewechsels nicht null. Während Länder, die als sichere Häfen gelten, nur ein sehr begrenztes Risiko eines Anstiegs der $r-g$ aufweisen und mehr von einer expansiven Fiskalpolitik profitieren können, ist dies für hoch verschuldete Länder nicht der Fall, insbesondere, wenn die Schulden grösstenteils in Fremdwährung denominated sind.

Auswirkungen nachhaltig hoher Staatsschulden auf den Anleger

In einem Umfeld, wo die Realzinsen tief sind und unter dem realen BIP-Wachstum und der realen Expansionsrate der Unternehmensgewinne bleiben, nimmt die Bedeutung der Aktien in der Portfoliokonstruktion zu und jene der Obligationen ab. Tiefe, womöglich auch langfristig negative reale Verfallsrenditen begünstigen zudem Gold, welches besonders in Phasen ansteigender Unsicherheiten Wertsteigerungen erlebt. Demgegenüber erleben Investitionen in Obligationen deutlichen Gegenwind. Mit zunehmender Verschuldungsdauer nehmen die Zinsänderungsrisiken in einem Obligationenportfolio zu. Induziert durch die ultralockere Geldpolitik sind längerfristig zudem auch höhere Inflationsraten denkbar und damit höhere Nominal- und Realzinsen, vor allem bei längeren Fälligkeiten, zu erwarten. Das exakte «Timing» dieses Anstiegs ist jedoch kaum zu prognostizieren.

daniel.witschi@dreyfusbank.ch
rui.ramires@dreyfusbank.ch
www.dreyfusbank.ch