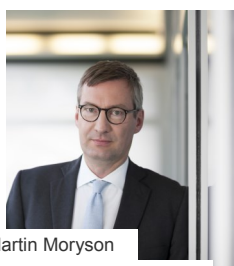


KURZFRISTIG NOTWENDIG, LANGFRISTIG GEFÄHRLICH

Die langfristigen Folgen der Fiskalpakete



Martin Moryson
Chefvolkswirt Europa

IN KÜRZE

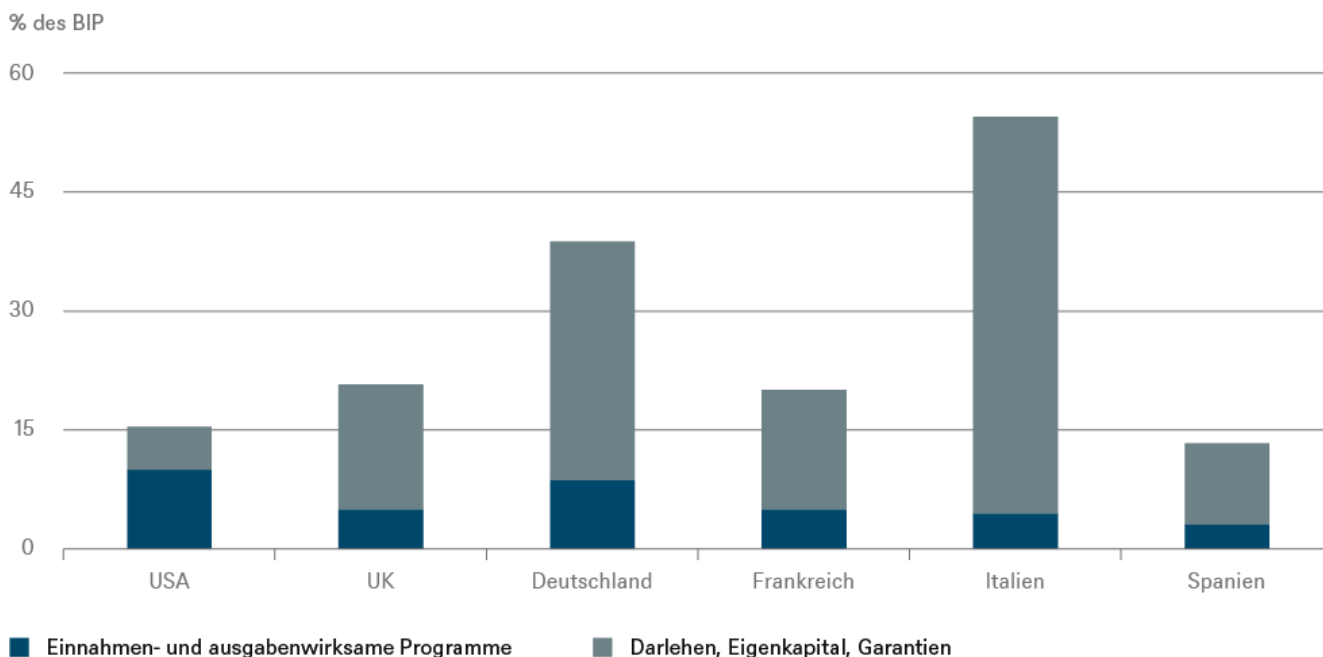
- Die aktuellen Rettungspakete lassen die Staatsschulden dramatisch ansteigen. Zurückführen lassen sie sich nur über Wachstum, Inflation und künftige Haushaltsüberschüsse.
- Die staatlichen Eingriffe in die Wirtschaft bergen das Risiko gewaltiger Verzerrungen, die letztlich dem Produktivitätswachstum schaden könnten.
- Zum zweiten Mal binnen weniger Jahre musste der Staat viele Unternehmen retten. Das könnte gesellschaftliche Zweifel an den Treibern des Wohlstands (freie Marktwirtschaft, Globalisierung) nähren.

Die Lockdown-Maßnahmen, die die Staaten ergriffen haben, um die Verbreitung des Corona-Virus einzudämmen, haben die schwerste Rezession der Nachkriegsgeschichte ausgelöst. Um zu verhindern, dass die Wirtschaft aus einer schweren, aber „normalen“ Rezession in den Abwärtsstrudel einer Depression gerät, werden derzeit überall auf der

Welt milliardenschwere Fiskalpakete verabschiedet (Abb. 1). Diese Pakete sind zweifelsohne in der aktuellen Lage unvermeidbar. Allerdings sollte man sich nicht der Illusion hingeben, dass sie langfristig keine schweren Nebenwirkungen entfalten können.

ABB. 1: DAS WIRD TEUER!

ANGEKÜNDIGTE FISKALISCHE MAßNAHMEN AUSGEWÄHLTER LÄNDER



Quellen: IWF, DWS Investment GmbH; Stand: Mai 2020

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.
Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 04.06.2020

Die fiskalischen Maßnahmen lassen sich unterscheiden in unmittelbar ausgaben- oder einnahmewirksame Programme, wie Steuererleichterungen oder direkte Zuschüsse, und solche, die nur potentiell zu Ausgaben führen, wie Darlehen, Garantien oder Eigenkapitalbeteiligungen. Die USA favorisieren offensichtlich die direkte Unterstützung, während Europa verstärkt auf indirekte Maßnahmen wie Darlehen und Bürgschaften setzt. In beiden Fällen steigen die Volumina aber in noch nie erreichte Sphären auf. Selbst die riesigen Rettungspakete aus Zeiten der Finanzkrise sehen gegen das, was aktuell auf den Weg gebracht wird, mickrig aus. Wird das gut gehen? Um diese Frage zu beantworten, werden wir folgende Themen adressieren:

1. Welche Höhe werden die Staatsschulden am Ende der Krise erreichen?
2. Wie können diese Staatsschulden wieder abgebaut werden? Oder anders ausgedrückt: Wer soll das alles bezahlen?
3. Welche Auswirkungen haben die Rettungspakete langfristig auf die gesamtwirtschaftliche Produktivitätsentwicklung?
4. Zum zweiten Mal innerhalb weniger Jahre ist es der Staat, der die Wirtschaft vor dem Kollaps retten muss. Welche gesellschaftlichen und politischen Implikationen hat die größere Rolle, die dem Staat im Laufe der Krise zuwächst

1. FISKALPAKETE IM DOPPELPAK: ERST RETTUNG, DANN STIMULIERUNG

Bei den gigantischen Fiskalpaketen, die jetzt auf der ganzen Welt geschnürt werden, muss man zwischen zwei grundsätzlich verschiedenen Hilfen unterscheiden: Zuerst gibt es die reinen Rettungspakete, die dafür sorgen sollen, dass die Wirtschaft den erzwungenen Stillstand während des Lockdowns überhaupt finanziell überlebt. Sie sollen dabei helfen, auf der Angebotsseite eine Schrumpfung des Produktionspotentials zu verhindern. Sie dienen aber explizit nicht der Nachfragestimulierung. Schließlich möchte man während des Lockdowns ja gerade nicht, dass die Leute ins Kino gehen, reisen oder auswärts essen. Danach benötigt man, wenn sich das gesellschaftliche Leben wieder normalisieren soll, Stimulierungspakete.

Mit einem einfachen Gedankenexperiment kann man die notwendige Größenordnung der erstgenannten Rettungsmaßnahmen abschätzen. Dazu muss man sich zunächst überlegen, wie eine „optimale“ Rettungspolitik aussehen müsste. Um die Pandemie zu bekämpfen, untersagt der Staat während der Lockdown-Phase zahllose wirtschaftliche Aktivitäten. Dies ist vernünftig, weil die sozialen Interaktionen, die das Wirtschaften mit sich bringt, negative externe Effekte (nämlich Ansteckungen) auslösen. Anders ausge-

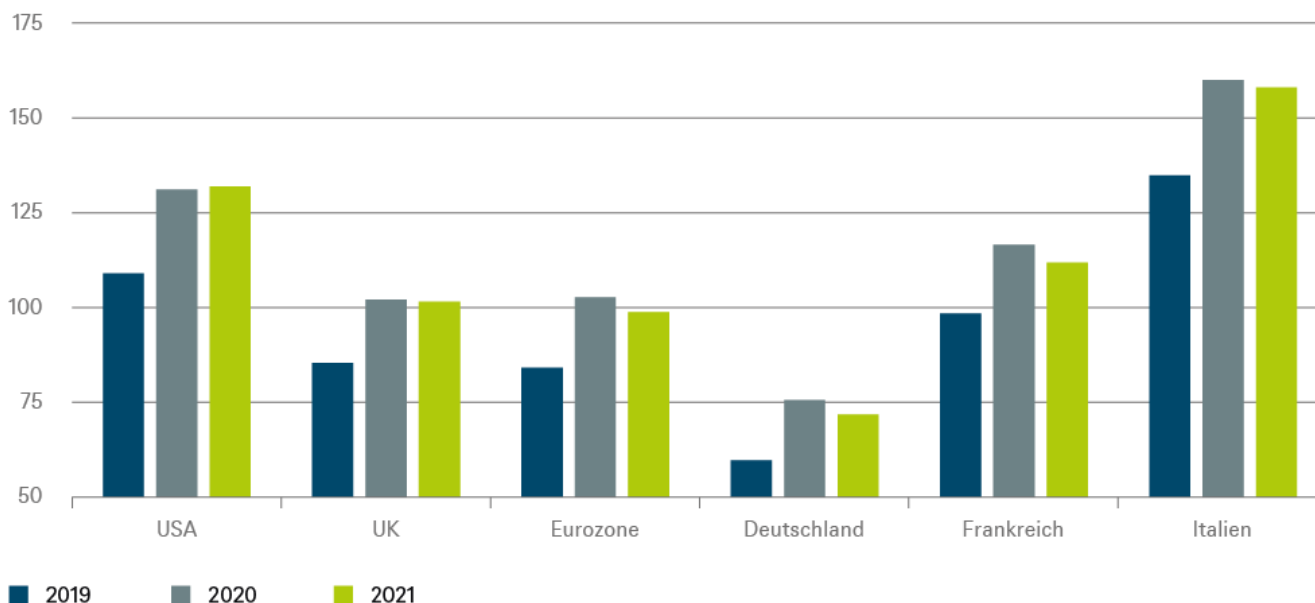
drückt, das Unterlassen der wirtschaftlichen Aktivität bringt positive externe Effekte für die Gesellschaft mit sich (weniger Ansteckungen), während die Kosten dafür allein bei den Unternehmen und Arbeitnehmern anfallen. Eine optimale Rettungspolitik würde diese internen Kosten externalisieren beziehungsweise kompensieren. Angenommen der Staat würde jede entfallende ökonomische Aktivität entschädigen, also alle stornierten Flüge, entfallenden Hotelübernachtungen, Restaurant- und Kinobesuche, sowie nicht nachgefragten Güter wie Autos und Arbeitskleidung bezahlen, dann wäre jede Firma (finanziell) so gestellt, als hätte es die Krise nicht gegeben. Löhne, Sozialabgaben und Steuern könnten gezahlt werden, als wäre nichts geschehen, und unmittelbar nach Ende des Lockdowns könnten alle Wirtschaftsakteure ihre Arbeit wieder an der Stelle aufnehmen, wo sie sie zu Beginn des Lockdowns fallengelassen haben. Man kann sich leicht überlegen, dass die Kosten für eine solche (optimale) Hilfe nicht höher ausfallen können als der Verlust an Bruttoinlandsprodukt (BIP). Die tatsächlichen Rettungsmaßnahmen sehen naturgemäß anders aus, aber dennoch kann man mit dieser Formel recht gut die maximalen Kosten der staatlichen Rettungspakete abschätzen.

Einen Rückgang des tatsächlichen realen Bruttoinlandsproduktes verhindern solche Maßnahmen indes nicht. Schließlich fallen während des Lockdowns ja trotzdem alle Flüge und Theateraufführungen aus. Faktisch führt dies dazu, dass allein schon diese Rettungspakete die Staatsschuldenquote um das Doppelte der BIP-Einbuße ansteigen lassen: Zum einen steigt der Zähler um die neuen Schulden, zum anderen sinkt der Nenner durch den Rückgang der Wirtschaftsleistung.

Doch das ist noch nicht alles. Nach Beendigung des Lockdowns wird sich die Welt immer noch in der tiefsten Rezession der jüngeren Wirtschaftsgeschichte befinden. Es ist alles andere als sicher, dass die Wirtschaft „einfach so“ auf ihren alten Pfad zurückkehrt. Schließlich sind Lieferketten unterbrochen, Absatzmärkte befinden sich ebenfalls in einer Rezession, die Arbeitslosigkeit wird ungeahnte Höhen erreicht haben, entweder offen, wie in den USA, oder versteckt, wie dank Kurzarbeit in Europa. Hierfür werden noch einmal Fiskalpakete nötig, diesmal zur Stimulierung der Wirtschaft. Diese sollen die Wirtschaft dann aus der schwersten Nachkriegsrezession herausreißen und ein Abstürzen in eine Depression verhindern. Diese Maßnahmen können durchaus noch einmal die Größenordnung der Fiskalpakete aus Zeiten der Finanzkrise haben. So oder so, werden wir es mit einem massiven Anstieg der Staatsschulden in quasi allen Ländern zu tun haben (Abb. 2).

ABB. 2: STAATSSCHULDENQUOTEN VOR NEUEN HÖHEN STAATSVerschULDUNG IN % DES BIP

% des BIP



Quellen: IWF, EU Kommission, DWS Investment GmbH; Stand: Mai 2020

2. DIE NACHHALTIGKEITSFRAGE, ODER: WER SOLL DAS EIGENTLICH ALLES BEZAHLEN?

Neuerdings wird häufiger eine Frage aufgeworfen, die früher (als die Zinsen noch höher waren) kaum jemand stellte: Muss der Staat seine Schulden eigentlich überhaupt zurückzahlen oder kann er sich *ad infinitum* verschulden? Anders ausgedrückt: Gibt es eine Nachhaltigkeitsgrenze der Staatsverschuldung? Selbstverständlich ist ein Anstieg der nominalen Staatsverschuldung unproblematisch, wenn das Bruttoinlandsprodukt im selben Maße wächst. Es steht also weniger die absolute Höhe der Schulden im Vordergrund als vielmehr die Staatsschuldenquote. Bei einer genaueren Analyse dieser Frage hilft das „Bewegungsgesetz der Staatsverschuldung“.

$$\left(\frac{\text{Schulden}}{\text{BIP}}\right)_t = \frac{(1+r)}{(1+g)} \left(\frac{\text{Schulden}}{\text{BIP}}\right)_{t-1} - \left(\frac{T-G}{\text{BIP}}\right)_t - X$$

Die Staatsschuldenquote (Schulden/BIP) sinkt mit sinkendem Realzins r , mit steigendem realen Wachstum g und mit steigenden Primärüberschüssen (Steuern und Abgaben T abzüglich der Staatsausgaben ohne Zinszahlungen G). Schuldenschnitte X verringern die Staatsschuldenquote offensichtlich schlagartig.

Es gibt also nur vier Möglichkeiten die Schulden zurückzuführen bzw. handhabbar zu machen: Wachstum, Inflation, Primärüberschüsse und Schuldenschnitte. Letztere will man auf jeden Fall vermeiden, da sie mit unabsehbaren realwirtschaftlichen und gesellschaftlichen Folgekosten verbunden sind. Es bleiben also nur drei Wege übrig, die wir uns im Folgenden etwas genauer anschauen wollen.

DER ELEGANTE WEG: WACHSTUM

Der schmerzloseste Weg aus der Schuldenfalle ist sicherlich über reales Wachstum. Je schneller das reale BIP steigt, desto schneller schmilzt der relative Schuldenberg. Streng genommen muss dabei gelten, das Realwachstum muss größer ausfallen als der Realzins.

Schauen wir zunächst auf das Realwachstum. Leider gibt es zahlreiche Gründe, die gegen ein betörendes Wachstum in den Industrieländern in den kommenden Jahren sprechen. Die Produktivitätsentwicklung ist ohnehin seit Jahren schwach und in Folge der Finanzkrise sogar noch weiter gesunken. Die Corona-Pandemie dürfte diese Entwicklung noch verstärken. Verstärkter Protektionismus, Reduktion der just-in-time-Produktion zugunsten höherer Lagerbestände, verschiedene Infektionsschutzmaßnahmen, die sicherlich noch lange in Kraft bleiben, dürften allesamt das Produktivitätswachstum beschränken. Auch die Folgewirkungen der Massenarbeitslosigkeit sollten nicht unterschätzt werden. Zum einen wird der (Wieder-)Aufbau der Arbeitsplätze sehr viel mehr Zeit in Anspruch nehmen als viele vermuten. Zum anderen verlieren viele Arbeitslose im Laufe der Arbeitslosigkeit viele ihrer Fertigkeiten – zunächst die betriebsspezifischen, aber später auch die allgemeinen. Diesen Hysterisis-Effekt¹ sollte man nicht unterschätzen. Hinzu kommt der demografische Gegenwind. Das Wachstum der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ist in den USA deutlich schwächer als noch zur Jahrtausendwende und in Europa sogar negativ.

Alles in allem ist ein Abbau der Schuldenquote über den Wachstumspfad für die USA noch halbwegs realistisch. Seit der Finanzkrise lag das durchschnittliche reale Wachstum – nicht zuletzt dank einer etwas positiveren demografischen

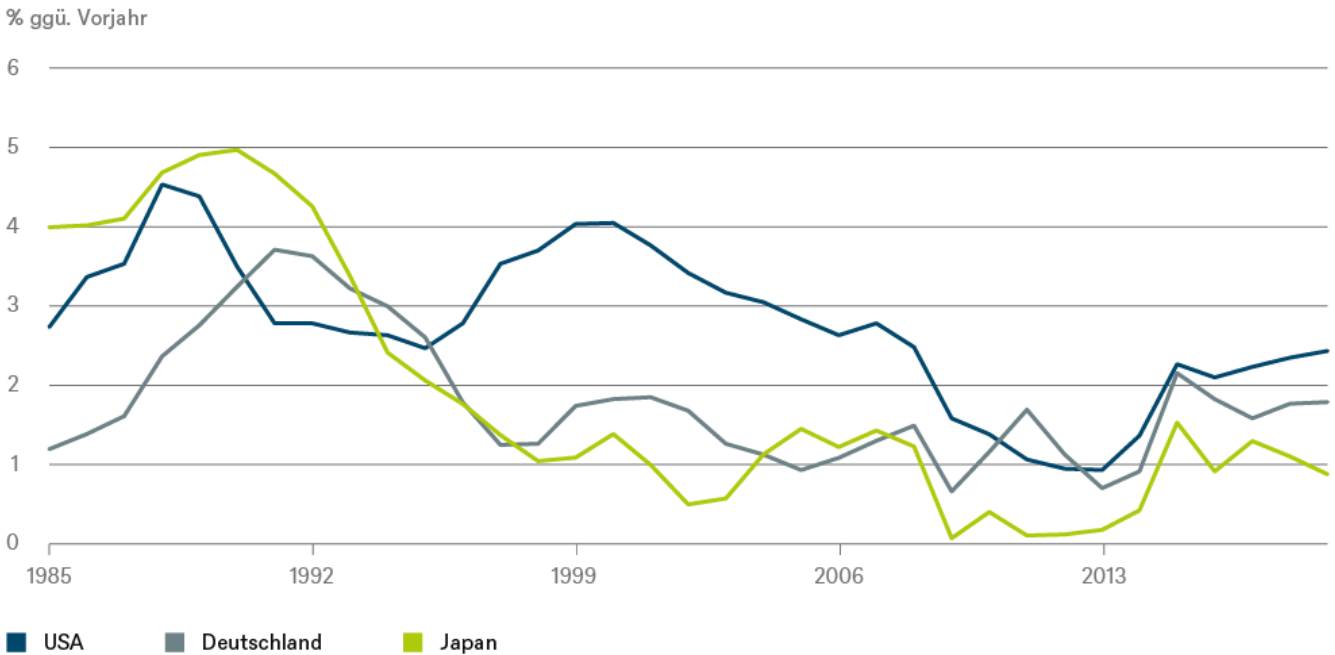
¹Unter Hysterisis versteht man in der Volkswirtschaftslehre den Effekt, dass ein System nicht (oder nur verzögert) in seinen Ausgangszustand zurückkehrt, auch wenn der Einfluss, der das System aus dem Gleichgewicht gebracht hat, längst abgeklungen ist.

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 04.06.2020

Entwicklung – knapp einen Prozentpunkt über dem der Eurozone oder Japans (Abb. 3).

ABB. 3: RAUSWACHSEN WIRD SCHWER!
REALES BIP-WACHSTUM* AUSGEWÄHLTER LÄNDER



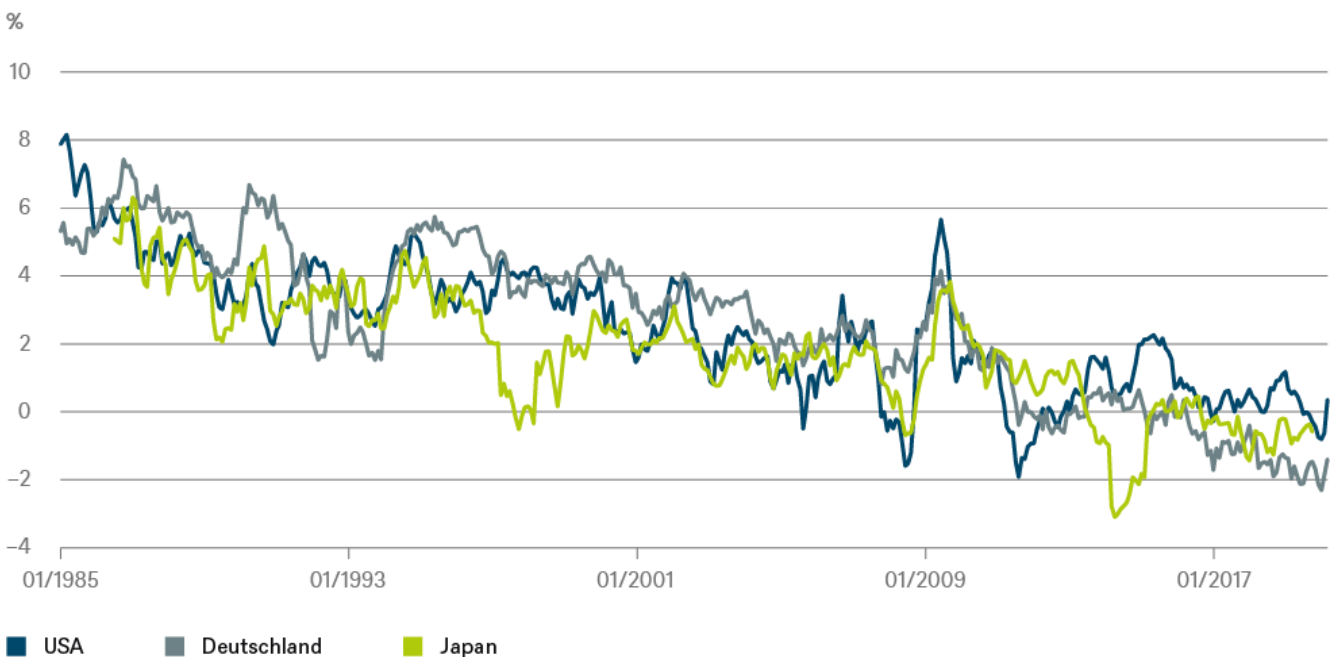
Quellen: Haver Analytics Inc., DWS Investment GmbH; Stand: Mai 2020
 *Gleitender Durchschnitt über 5 Jahre

DER TEURE WEG: INFLATION

Man kann noch aus einem anderen Blickwinkel auf diese Gleichung blicken. Die Staatsschuldenquote sinkt (unter sonst gleichen Bedingungen) auch, wenn die Realzinsen

kleiner sind als das Realwachstum. Tatsächlich sinken die Realzinsen global. Sei es, weil früher die Inflationsrate so hoch war, sei es, weil – in den letzten Jahren – die Nominalzinsen so niedrig waren.

ABB. 4: REALZINS SINKT AUCH!
REALZINS* AUSGEWÄHLTER LÄNDER



Quellen: Haver Analytics Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 31.05.2020
 *Rendite 10-jähriger Staatsanleihen abzgl. Inflationsrate

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 04.06.2020

Wie sehen die weiteren Aussichten für den Realzins aus? Fangen wir mit der Inflationsrate an. Ob die Corona-Krise langfristig die Inflation eher treibt oder bremst, ist keineswegs ausgemacht. Auf der einen Seite sollten Angebotsrestriktionen, Antiglobalisierung, das Einkürzen globaler Lieferketten und andere Produktivitätshemmnisse eher inflationstreibend sein, auf der anderen Seite dürften die Massenarbeitslosigkeit und die Unterauslastung der Produktionskapazitäten die Inflation auf Jahre in Schach halten.

Wie immer das enden mag, man kann allerdings fest davon ausgehen, dass die Zentralbanken bei einem Übergewicht der inflationären Tendenzen wenig gegen diese Inflation unternehmen würden. Schließlich hilft die hohe Inflation, die öffentlichen Schulden zu reduzieren. Die hohe Staatsverschuldung schränkt so besehen den Handlungsspielraum der Zentralbanken ein. Dieser Druck wird verstärkt durch eine Regulierung, die Staatsanleihen begünstigt, da beispielsweise Versicherungen und Banken angehalten werden, Staatsanleihen zu halten bzw. deren Halten nicht mit Eigenmitteln unterlegt werden muss. Interessant ist dabei, dass der Staat seine starke Position gegenüber den Zentralbanken gerade wegen und nicht trotz seiner hohen Verschuldung erlangt. Man kann hier durchaus von einer fiskalischen Dominanz sprechen. Hinzu kommt, dass viele Staaten auch direkten Druck auf ihre eigentlich unabhängigen Zentralbanken ausüben. Ganz offensichtlich in Japan seit dem Amtsantritt von Shinzo Abe und nur wenig subtiler in den USA, seit Donald Trump im Weißen Haus sitzt. Schließlich kann man auch das Urteil des Bundesverfassungsgerichts als Angriff auf die Unabhängigkeit der EZB interpretieren – wenngleich von diesem eher ein deflationä-

rer Impuls ausginge.

Eine höhere Inflation liegt aber noch aus einem zweiten Grund im Interesse der Zentralbank. In Folge der Corona-Krise werden nicht nur die Schulden des Staates angestiegen sein, sondern auch die in der übrigen Wirtschaft. Vor allem die hohe Verschuldung im Unternehmenssektor ist ein Hemmnis für (Produktivitäts-)Wachstum.

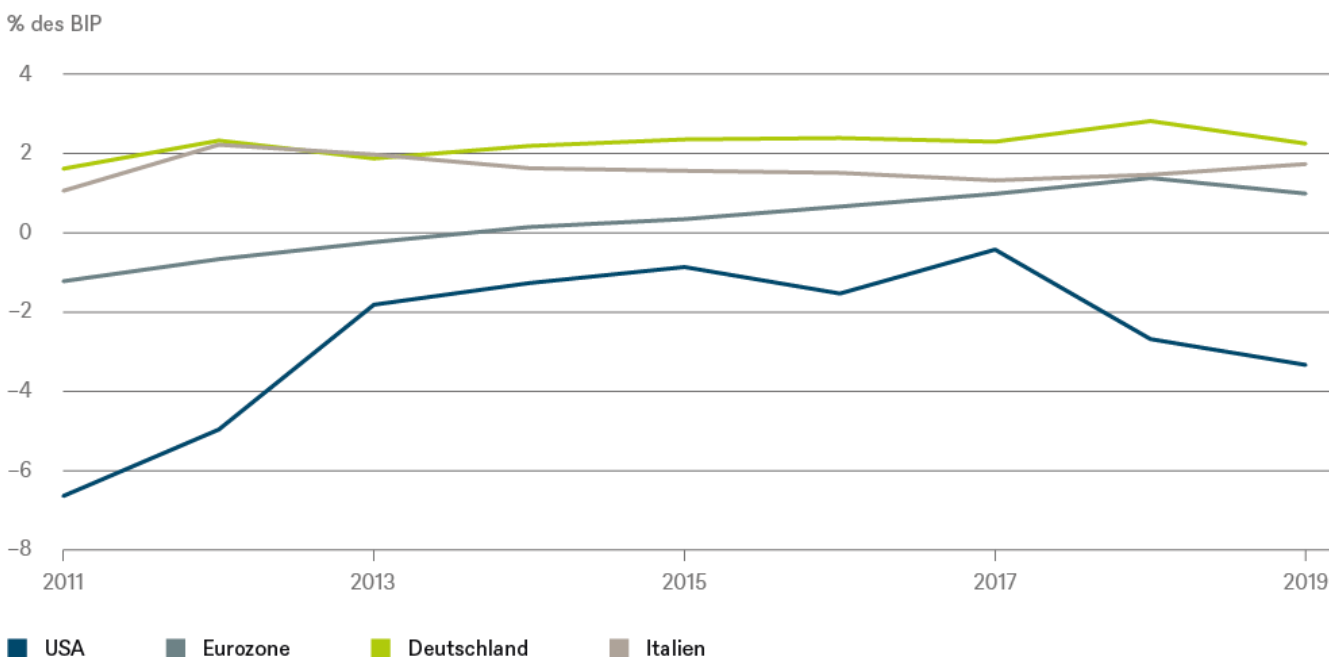
DER HARTE WEG: PRIMÄRÜBERSCHÜSSE

Allerdings wird der Weg über hohe Inflationsraten nach Lage der Dinge vielleicht den USA offenstehen, nicht jedoch der Eurozone oder Japan. Die Inflation war schon vor der Krise schlapp und daran dürfte sich so schnell nichts ändern. Die Versuche der EZB und der Bank of Japan, die Inflationsrate in die Nähe von 2 Prozent zu hieven, sind allesamt gescheitert.

Wenn dieser Weg also verbaut ist, bleibt als letztes Mittel die Generierung von Primärüberschüssen. Sei es durch Ausgabensenkung oder durch Erhöhung der Steuereinnahmen.

Hier hat eher die Europäische Union die Nase vorn. Nicht nur der notorische „Sparweltmeister“ Deutschland hat über viele Jahre Einnahmeüberschüsse erzielt, auch Italien und Griechenland wiesen über Jahre positive Primärsalden auf (Abb. 5). Dies war in weiten Teilen über Ausgabenkürzungen erreicht worden. Ob die Eurozone in der Zukunft den gleichen Weg gehen wird, ist alles andere als sicher. Schließlich hat die oft als Austerität verschriene Haushaltsdisziplin keinen guten Leumund und zu enormem politischen Schaden geführt.

ABB. 5: MEHR EINNEHMEN ALS AUSGEBEN...
PRIMÄRSALDEN AUSGEWÄHLTER LÄNDER



Quellen: EU Kommission, DWS Investment GmbH; Stand: Mai 2020

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.
 Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 04.06.2020

Damit ist davon auszugehen, dass der Teil der hohen Neuverschuldung, der sich nicht „weginflationieren“ lässt, über Steuererhöhungen finanziert werden wird, zumindest gilt das für die Eurozone. Der Staat übernimmt in der Krise ohnehin die zentrale Rolle, was vielen sicherlich auch politisch entgegenkommt. Steuererhöhungen können ein Ausdrucksmittel dafür sein, dass der Staat – auch nach der Krise – seine gewonnene Bedeutung beibehalten will.

3. RETTUNGSPAKETE: FORMALDEHYD FÜR DIE WIRTSCHAFT?

Die Rettungspakete, die aktuell auf den Weg gebracht werden, sind – naturgemäß – ganz anders ausgestaltet als in der oben skizzierten theoretisch optimalen Form. Sie führen unweigerlich zu erheblichen Wettbewerbsverzerrungen. Der Staat steht nämlich unmittelbar vor der Wahl, entweder pauschal alle Unternehmen zu retten, also auch solche, die bereits ohne Corona notleidend gewesen wären, oder Fall für Fall zu entscheiden, ob ein Unternehmen allein aufgrund der staatlich verordneten Lockdown-Maßnahmen und ihrer Folgewirkungen in Schwierigkeiten geraten und damit „rettungswürdig“ ist. Der Staat maßt sich an, oder genauer, muss sich anmaßen, zu entscheiden, welches Unternehmen überleben soll und welches nicht. Selbst besten Willen unterstellt, ist das aufgrund der schiereren Anzahl der betroffenen Unternehmen ein aussichtsloses Unterfangen. Dieses Dilemma dürfte zwei Auswirkungen haben. Erstens kann man annehmen, dass große Unternehmen bevorzugt werden, schon allein weil an jenen mehr Arbeitsplätze hängen, sie eine größere mediale Aufmerksamkeit genießen und weil es viel einfacher ist, ein großes Unternehmen zu retten als tausende von kleinen. Zweitens wird der Staat im Zweifelsfall lieber ein Unternehmen zu viel als zu wenig retten. Damit werden Firmen am Leben gehalten, die eigentlich einer normalen Marktbereinigung auch ohne Corona-Krise zum Opfer gefallen wären. Die damit einhergehende Faktorfehlallokation dürfte sich ebenfalls wachstumsmindernd auswirken.

Zudem werden die meisten Hilfen an Unternehmen auch nicht in Form von Zuschüssen gewährt, sondern häufig als Darlehen oder Garantien. Beides kann den Staat in eine Form von Beteiligung an den Unternehmen führen, wenn nämlich die Ausfälle aufgrund der Lockdown-Maßnahmen bzw. der durch diese herbeigeführten globalen Rezession zu nicht nur vorübergehenden Zahlungsschwierigkeiten führen. Damit wird der Staat quasi Anteilseigner an Unternehmen. Das dürfte insbesondere in Europa zu einem Problem werden. Während nämlich der Staat in den USA sich wieder rasch von diesen Eigenkapitalanteilen (an Banken) trennte, die er sich während der Finanzkrise durchaus behertzt angeeignet hatte, ging dieser Prozess in Europa durchaus schleppend voran und ist in Teilen immer noch nicht abgeschlossen.

Die Innovationskraft und damit das Produktivitätswachstum europäischer Unternehmen hinken ohnehin im internationalen Vergleich hinterher. Eine höhere Verschuldung und gar staatliche Beteiligungen an Unternehmen dürften diesen Trend noch weiter verstärken.

4. DER STARKE STAAT?

Die oben beschriebenen Phänomene haben potentiell noch weitgreifende Auswirkungen: Man könnte sagen, es steht ein Teil des „Betriebssystems“ des Westens zur Disposition. Die Erfolgsrezepte der vergangenen Jahrzehnte waren Globalisierung, offene Märkte und freier Wettbewerb. Fraglos waren und sind dies keine Patentrezepte und die Politik in den westlichen Industriestaaten hatte es in Teilen versäumt, die zahllosen Nebenwirkungen dieser an sich segensreichen Modelle angemessen zu adressieren. So wurde und wird noch immer der CO₂-Ausstoß, der maßgeblich zum Klimawandel beiträgt, zu wenig reguliert. Eine Internalisierung dieser externen Effekte, sei es über CO₂-Zertifikate oder über CO₂-Steuern, ist dringend angezeigt und müsste global erfolgen. Der Klimawandel hat sicherlich viele Gegner der freien Marktwirtschaft hervorgebracht, auch wenn die Marktwirtschaft weniger die Ursache ist, sondern – bei richtiger Regulierung – zur effizienten Lösung des Problems beitragen könnte.

Zudem hat die Globalisierung (und hier vor allem die Öffnung Chinas und der Fall des Eisernen Vorhangs) zu einem erheblichen Abbau von vormals auch für gering Qualifizierte gut bezahlten industriellen Arbeitsplätzen im Westen – vor allem in den USA – geführt.

Ohnehin sind die der Marktwirtschaft inhärenten Umverteilungsaspekte in den vergangenen Jahren seitens der Politik – insbesondere in den USA – zu wenig thematisiert worden. So haben die freie Marktwirtschaft, Digitalisierung, die Globalisierung und eine zu geringe Regulierung zu einer erheblichen Konzentration von Wirtschaftsmacht, Vermögen und Markteinkommen geführt. Auch in Europa rücken diese Probleme mehr und mehr ins Bewusstsein, auch wenn hier im Großen und Ganzen durch das Steuer- und Sozialsystem in einem erheblichen Umfang umverteilt wird, so dass die Zunahme der Einkommens- und Vermögenskonzentration geringer ausfällt.

Gleichwohl, es darf einen nicht verwundern, dass das Pendel im Westen schon seit längerem in die andere Richtung ausschlägt. Antiglobalisierungstendenzen und Protektionismus nehmen im Westen schon seit geraumer Zeit zu. Trump, Brexit und Proteste gegen das CETA-Abkommen in der EU sind beredte Zeugnisse dieser Entfremdung von den eigenen Wohlstandsgrundlagen.

All das wird durch die Corona-Krise sicherlich verstärkt werden. In nicht unerheblichen Teilen der Gesellschaft herrscht zudem ein diffuses Gefühl vor, dass es sich bei der Corona-Krise um eine erwartbare Strafe für den Kapitalismus, oder

zumindest für maßloses Wirtschaften und exzessive Globalisierung², handelt. Zudem liegt es wohl in der Natur des Menschen, nach einem solchen Schock nach einem Schuldigen, einem Sündenbock, zu suchen – und zwar im Regelfall außerhalb des eigenen Landes. So legt beispielsweise Donald Trump großen Wert darauf, die Infektionskrankheit nicht Covid-19 zu nennen, sondern chinesischer oder Wuhan-Virus. Fast alle Länder dieser Erde haben Einreisebeschränkungen verfügt. Auch wenn das in manchen Fällen epidemiologisch geboten gewesen sein mag, so fielen diese Maßnahmen auf fruchtbaren Boden und wurden teilweise exzessiv angewandt.

Solche Krisen führen bedauerlicherweise auch zu einer Rückbesinnung auf die eigenen nationalen Probleme, was wiederum mit einem Rückgang an internationaler Zusammenarbeit und Solidarität einhergeht. Ein Beispiel hierfür ist das von Deutschland verhängte Exportverbot für medizinische Schutzausrüstung. Sowohl in den USA als auch in der EU oder in Deutschland sind die Rettungsmaßnahmen vornehmlich auf die heimische Industrie gerichtet („nationale Champions“, „souveräne Wirtschaft“, etc.).

Es kommt noch ein wichtiger Punkt hinzu, der potentiell die marktwirtschaftliche Ausrichtung des Westens zu untergraben in der Lage wäre. Die entsprechende Debatte hat zwar bisher noch keine nennenswerte Fahrt aufgenommen, das könnte sich aber in naher Zukunft ändern: Innerhalb von nur zwölf Jahren ist die Welt zum zweiten Mal in eine Krise gestürzt, die nur durch massive staatliche Interventionen gestoppt werden konnte. Es ist zwar reiner Zufall, dass das Virus just in jenem Moment zuschlug, als die Folgen der Finanzkrise gerade abgearbeitet waren. Dennoch erlebt die Generation der unter-30-Jährigen den Staat in einem dauerhaften Ausnahmezustand. Zweimal in kurzer Folge musste der Staat die Wirtschaft mit Billionenbeträgen retten. Das kann und wird nicht spurlos an der öffentlichen Debatte und der Einstellung gegenüber dem Kapitalismus vorübergehen. Dabei ist noch völlig offen, ob sich eine linke oder eine rechte Sicht der Dinge durchsetzen wird, aber die Debatte wird mit großer Wahrscheinlichkeit zu weniger Globalisierung, weniger Wettbewerb, weniger (wirtschaftlicher) Freiheit, weniger internationaler Solidarität, mehr nationalen Alleingängen und mehr Protektionismus führen.

FAZIT UND AUSBLICK

Die enormen Fiskalpakete sind aktuell notwendig, um die wirtschaftlichen Schäden, die durch die Lockdown-Maßnahmen zur Abwehr der Pandemie entstanden sind, einzuhegen und um einen Abwärtsstrudel in eine Depression zu verhindern. Diese Pakete gehen aber mit einer ganzen Reihe von schweren Nebenwirkungen einher.

Mittelfristig dürften die Maßnahmen das Potentialwachstum

schwächen, weil sie den Wettbewerb verzerren, zu einer Verdrängung kleinerer Firmen führen und damit zu einer höheren wirtschaftlichen Konzentration beitragen.

Dies alles geschieht vor dem Hintergrund eines ohnehin um sich greifenden Protektionismus, der sich teils recht direkt ausdrückt, wie in den USA (Strafzölle) oder in China (staatseigene Unternehmen), teils aber auch sublimere Formen annimmt, wie in Europa („nationale Champions“).

Durch die Corona-Krise wächst dem Staat eine noch größere Rolle zu, die er sicherlich verteidigen wollen wird. Das neue Selbstbewusstsein des Staates zeigt sich bereits seit Längerem an vielen Stellen, wenn er nicht nur die Rahmenbedingungen setzen, sondern auch direkt steuernd in die Wirtschaft eingreifen will. Als Beispiel seien die „nationalen Industriestrategie“ Deutschlands oder auch der Green Deal der EU Kommission genannt. Hinzu kommt, dass die Rückführung der neu aufgenommenen Schulden sich erneut über viele Jahre erstrecken dürfte. Damit büßen auch die Zentralbanken ein Stück ihrer Unabhängigkeit ein, da sie bei der Festsetzung ihrer Geldpolitik die Tragfähigkeit der Staatsschulden mit in den Blick nehmen müssen (fiskalische Dominanz). Ob die schwere Rezession mit ihren zahlreichen Angebots- und Nachfrageeffekten die Inflation eher treibt oder dämpft, kann man noch nicht abschließend beantworten. Sollte sie aber zu einer höheren Inflation führen, gehen wir davon aus, dass die Zentralbanken diese eher zulassen werden, um die Schuldenberge real abzuschmelzen.

Ebenso offen ist die Frage, ob sich die politische Debatte nach der jetzigen Krise, also bei der eigentlichen Krisenbewältigung, eher nach links oder nach rechts entwickeln wird. Es spricht viel dafür, dass in den westlichen Ländern die Globalisierung noch weiter unter Druck kommen und der Ruf nach Umverteilung und höheren Steuern zunehmen wird.

Darunter werden auch die Kapitalanleger zu leiden haben. Das schwache Potentialwachstum reduziert die Erträge, höhere Abgaben reduzieren sie möglicherweise noch einmal mehr. Sollte es zu einer höheren Inflation kommen, dürften Realanlagen (etwa Immobilien oder Aktien) gegenüber Anleihen perspektivisch besser abschneiden. Das wäre auch dann der Fall, wenn – wie nach der Finanzkrise – die Inflation sich nicht in der Realwirtschaft, sondern nur in den Vermögenspreisen niederschlagen sollte. Dies könnte den politischen Unmut weiter anheizen, da zum zweiten Mal in Folge der Eindruck entsteht, dass Gewinne individuell vereinnahmt, Verluste aber sozialisiert werden. Dem Kapitalismus an sich dürften also ungemütliche Zeiten bevorstehen.

²<https://www.zeit.de/kultur/2020-03/krankheiten-epidemie-coronavirus-psychologie-soziologie/komplettansicht>

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 04.06.2020

GLOSSAR

Bank of Japan (BOJ)

Japans Zentralbank

Brexit

Kunstwort bestehend aus "Britain" und "Exit" zur Beschreibung des Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

Bruttoinlandsprodukt (BIP)

Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden

CETA Abkommen

Umfassendes Wirtschafts- und Handelsabkommen zwischen der Europäischen Union und Kanada

Depression

Phase des Konjunkturzyklus. Eine Depression ist ein Tief und meist eine Folge der Rezession.

Europäische Zentralbank (EZB)

Zentralbank der Eurozone

Euroraum (Eurozone)

Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frank-

reich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien

Fiskalpolitik

Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die ein Staat ergreift, um seine volkswirtschaftlichen Ziele zu verwirklichen

Inflation

Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Nominal

ist in der Wirtschaftswissenschaft eine nicht inflationsbereinigte Größe.

Reales Bruttoinlandsprodukt

Bezeichnet ein Bruttoinlandsprodukt, das basierend auf konstanten Preisen berechnet wird und nicht von Deflation und Inflation beeinflusst ist

Rezession

Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

WICHTIGE HINWEISE

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

DWS Investment GmbH 2020

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland