

LANGFRISTIG WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN & HERAUSFORDERUNGEN

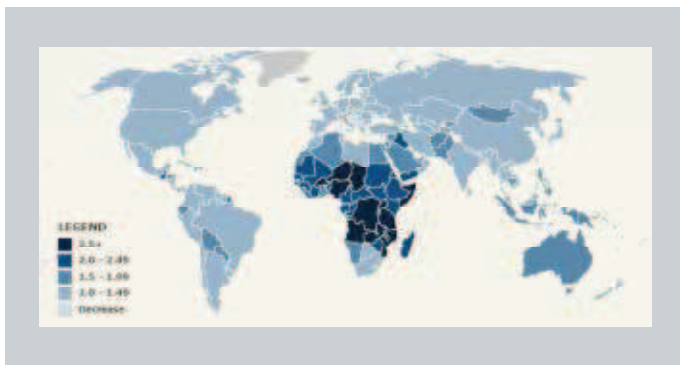
«In the long run we are all dead» sagte der berühmte britische Ökonom John Maynard Keynes. Vor dem Hintergrund der Weltwirtschaftskrise rechtfertigte er damit vorübergehende wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Konjunkturstabilisierung. Allerdings wandelten sich diese als temporär gedachten Eingriffe zur Dauertherapie. So versuchten seit der Finanzkrise 2008/09 zuerst die Regierungen mit gigantischen fiskalischen Stimulierungspaketen und dann die Notenbanken mit riesigen Liquiditätszufuhren die Volkswirtschaften wieder auf Wachstumskurs zurückzuführen. Allerdings mit bisher beschränktem Erfolg. Die Kosten dafür sind jedoch enorm: immer höhere Staatsschulden und rekordtiefe Zinsen. Strukturprobleme werden dadurch zudem nicht gelöst.

VON: GASTBEITRAG VON DR. ANDREAS HOMBERGER / HINDER ASSET MANAGEMENT

Demografie und Wirtschaftswachstum

Insgesamt wird die Weltbevölkerung bis 2050 noch deutlich ansteigen – von derzeit etwa 7,5 Mrd. auf etwa 10 Mrd. Menschen. Das Wachstum wird sich jedoch ausschliesslich auf Afrika und Asien konzentrieren (vgl. Grafik 1). In Europa und manchen anderen Industrieländern wird die Bevölkerung ohne starke Immigration nicht mehr wachsen. In Japan schrumpft die Gesamtbevölkerung bereits. Man schätzt, dass die Bevölkerung des Inselstaates von 127 Millionen im Jahre 2012 auf 100 Millionen im Jahr 2050 abnehmen wird!

Grafik 1: Bevölkerung 2050 im Verhältnis zur Bevölkerung 2013

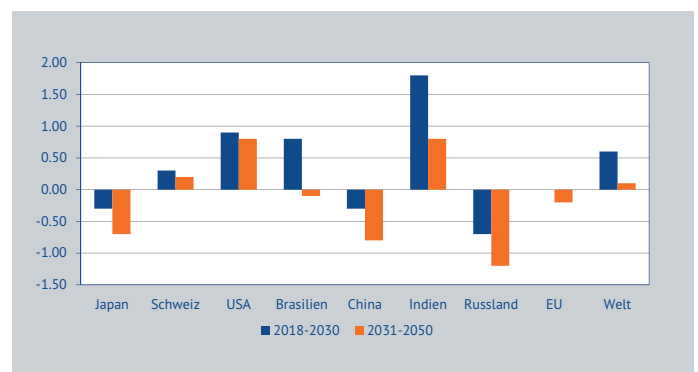


Quelle: Population Reference Bureau

Direkt damit verknüpft ist das für das Wirtschaftswachstum entscheidendere Verhältnis von Erwerbstätigen zu den Nicht-Erwerbstätigen. In praktisch allen westlichen Industrieländern wird sich dieses als Dependency Ratio oder auf Deutsch als Abhängigkeitsquotient bezeichnete Verhältnis deutlich verschlechtern. Während aktuell die Quoten bei etwa 50 % liegen, werden diese bis zum Jahr 2030 auf 60 bis 70 % ansteigen (vgl. Grafik 2). Die Ursache dafür ist, dass die Bevölkerung stagniert und der Anteil älterer Menschen weiter steigen wird. Selbst Länder wie China oder Brasilien werden von dieser Entwicklung betroffen sein. Nur Indien und die USA können (dank einer starken Einwanderung) langfristig noch positive Wachstumsraten bei der Erwerbsbevölkerung verzeichnen. Für Japan und Russland ist die Entwicklung noch viel dramatischer. Hier wird die Erwerbsbevölkerung ohne

einschneidende Veränderungen bis 2050 um mehr als 20 % sinken! Diese massive Abnahme wird für die Volkswirtschaften dieser Länder eine riesige Herausforderung darstellen.

Grafik 2: Wachstum Erwerbsbevölkerung 2018-2050 (% p.a. inkl. Immigration)



Quelle: OECD

Die Implikationen dieser demografischen Entwicklung werden massiv sein:

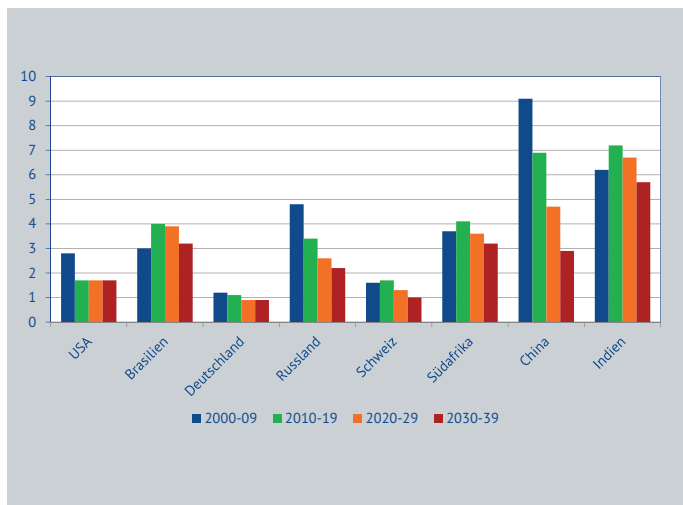
- Die sogenannte demografische Dividende, also Wirtschaftswachstum dank Bevölkerungszunahme, wird negativ werden, so dass als Wachstumstreiber nur noch das Produktivitätswachstum bzw. der technische Fortschritt übrig bleibt. Vereinfacht gesagt fällt somit etwa die Hälfte des Wachstumspotenzials weg.
- Die Bevölkerung wird stark altern. Damit gehen enorme Zusatzkosten für die Sozialsysteme (Altersvorsorge, Gesundheitssystem) einher. Schätzungen von renommierten Experten liegen im Bereich von 2 – 5 % pro Jahr des Volkseinkommens des jeweiligen Landes. Geht man von aktuell rund 20 % des Volkseinkommens als Gesamtkosten für staatliche Systeme pro Jahr aus, so werden es in Zukunft mindestens 25 % sein. Diese Zusatzkosten müssen über entsprechende Haushaltsdefizite des Staates, über höhere Versicherungsbeiträge oder über Leistungskürzungen gedeckt werden.

INVESTMENT

- Die Industrieländer werden sehr stark auf Zuwanderung angewiesen sein, wenn sie weiter wachsen wollen. Diese Zuwanderer müssen zwangsläufig vor allem aus Asien und Afrika kommen, wobei in diesen Ländern der Bildungsstand häufig sehr bescheiden ist. Daher wird es in den Industrieländern zu einem starken Wettbewerb für qualifizierte Arbeitnehmer aus dem Ausland kommen.
- Qualifizierte Arbeitnehmer in den Industrieländern werden mit steigenden Löhnen rechnen können, während das Lohnniveau von weniger Qualifizierten bescheiden bleiben wird. Die Lohnschere wird sich deshalb tendenziell weiter vergrößern.

Die beschriebenen Entwicklungen werden dazu führen, dass die Volkseinkommen zwar weiter wachsen werden, aber deutlich geringer als in der Vergangenheit. Wie Grafik 3 zeigt, wird das Wachstum der meisten Industrieländer unter 2 Prozent pro Jahr liegen. Selbst China muss sich längerfristig auf Wachstumsraten zwischen 3 und 4 % einstellen. Einzig Indien kann noch mit etwa 6 % pro Jahr wachsen. Vor allem umlagefinanzierte Sozialsysteme werden unter dieser Entwicklung leiden, da ihre finanzielle Stabilität direkt an das Wirtschaftswachstum gekoppelt ist.

Grafik 3: Wachstum reales Volkseinkommen in % p.a. (Potenzialwachstum)

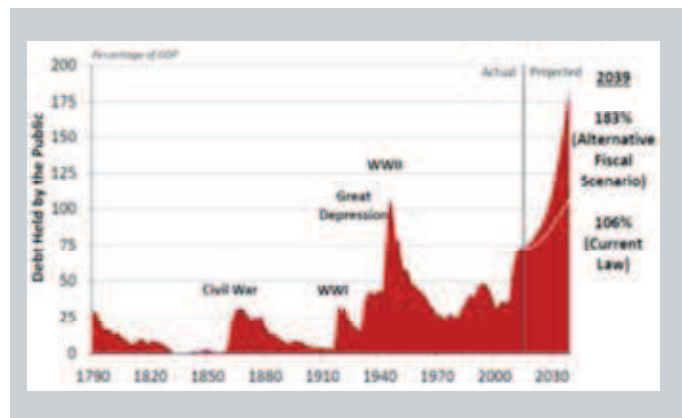


Quelle: OECD, Wellershoff Ltd, Hinder Asset Management AG

Schulden

Der Druck auf die Sozialsysteme wird zu enormen Problemen für die Staatshaushalte führen. Bereits heute befinden sich die Schulden der Industrieländer in Prozent des Bruttonationalprodukts auf dem höchsten Stand seit 1945 (vgl. Grafik 4 für die USA)! Während die starke Zunahme der Neuverschuldung in den letzten Jahren weitgehend konjunkturbedingt war, droht in den nächsten Jahren eine weitere Zunahme aufgrund der demografischen Entwicklung und ihrer Folgekosten. Diese strukturelle Verschlechterung ist weitaus schwieriger zu begrenzen als die aus der Finanzkrise resultierende Neuverschuldung.

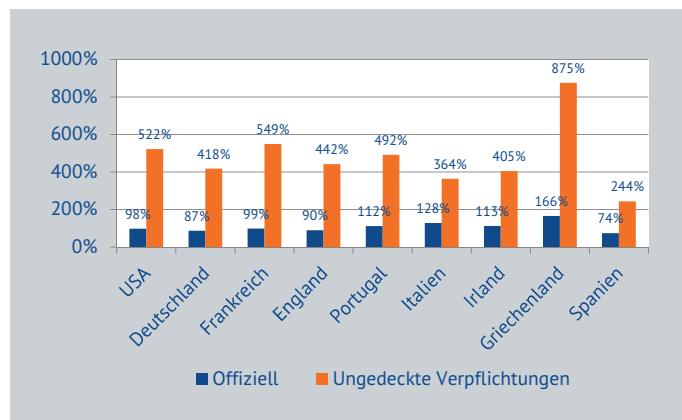
Grafik 4: Historische und zukünftige Staatsschulden USA



Quelle: Peterson Foundation

Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) haben die großen Industrieländer ungedeckte Verpflichtungen aus den Sozialsystemen, die das Volkseinkommen um ein Mehrfaches übersteigen (vgl. Grafik 5). Alleine in den USA betragen die ungedeckten Verpflichtungen aus den beiden Krankenversicherungssystemen Medicare und Medicaid rund 50'000 Mrd. US-Dollar. Um die sogenannte fiskalische Lücke (Differenz aller zukünftigen Einnahmen und Ausgaben jeweils auf heute abgezinst) zu schließen, müssten die USA sofort alle Steuern um 57 % anheben oder alle Leistungsansprüche um 37 % senken. Politisch ist dies undenkbar und derartige Anpassungen würden eine tiefe Rezession nach sich ziehen. Hinzu kommt, dass die gegenwärtig tiefen Zinsen das Problem deutlich verschärfen, weil Reserven und Vorsorgekapital weniger schnell wachsen.

Grafik 5: Staatsschulden und ungedeckte Verpflichtungen aus Sozialsystemen



Quelle: IWF, Marc Faber

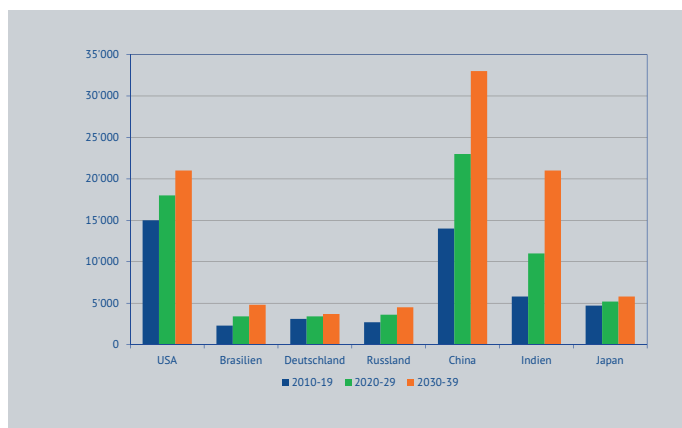
Für die Rentensysteme sind die aktuell tiefen Zinsen Gift, da so das Vorsorgekapital weniger schnell akkumuliert wird (Beitragsprimat) bzw. das Überschusskapital (Leistungsprimat) weniger profitabel angelegt wird. Bei negativen Realzinsen sinkt kaufkraftbereinigt das Vorsorgekapital unter Umständen sogar. Auch hier wird zumindest teilweise der Staat mit zusätzlichen Kosten, die er über Steuern und Abgaben decken muss, in die Bresche springen müssen. Letztlich führen die tiefen Zinsen – so nützlich sie im Moment zur Konjunkturstützung auch sein mögen – zu einer starken Umverteilung vom Sparer zum Schuldner. Oder anders formuliert: Der heutige Konsum bzw. Investitionen werden künstlich unterstützt, aber auf Ausgaben der

nächsten Generationen. Wer auf einen mittelfristigen Abbau der Staatsschulden hofft, wird enttäuscht werden – viel wahrscheinlicher wird das Gegenteil eintreten. Solange alle Industriestaaten praktisch im Gleichschritt das Schuldenniveau erhöhen und die Zentralbanken für tiefe Zinsen sorgen oder die Staatsschulden monetisieren, kann die Entwicklung womöglich unter Kontrolle gehalten werden. Wenn aber die Entwicklung uneinheitlich verläuft, kann eine Schuldenkrise resultieren, die das bisherige Ausmaß bei weitem übersteigt. Inflation, weniger Wachstum, Entschuldung und demografischer Wandel sind in der Tendenz disinflationäre Prozesse. Auf der anderen Seite führen höhere Löhne zu mehr Inflation. Langfristig ist Inflation ein weitgehend monetäres Phänomen, d. h. die Zentralbanken haben mit ihrer Geldpolitik die Inflationszügel in der Hand. Vereinfacht gesagt steigt die Teuerung dann an, wenn die Geldmenge schneller als die Wirtschaft wächst. Die gigantische Aufblähung der Notenbankbilanzen hat zu einem großen Liquiditätsüberhang und zu rekordtiefen Zinsen geführt. Damit besteht mittelfristig die latente Gefahr, dass relativ unvermittelt ein Anstieg der Inflation und damit der Zinsen eintreten könnte. Einige Notenbanken (z. B. USA, England, Japan) sind bereits sehr weit gegangen, ihre Staatsschulden zu monetisieren. Besonders krass ist im Moment die Situation in Japan, wo die Bank of Japan mehr Staatsanleihen aufkauft, als der Staat pro Jahr netto emittiert! Es ist zu vermuten, dass zumindest einige Zentralbanken derart in der Sackgasse stecken, dass sie keinen anderen Ausweg sehen, als die ultraexpansive Geldpolitik beizubehalten. Bereits heute müssten einige Staaten Insolvenz anmelden, wenn die Zinsen markant ansteigen würden. Sobald die Investoren das Vertrauen in die langfristige Zahlungsfähigkeit eines Staates verlieren, werden deshalb die Zinsen deutlich anziehen.

Steigende Bedeutung der Schwellenländer

Gleichzeitig verschieben sich die globalen wirtschaftlichen Kräfteverhältnisse. Durch das markant höhere Wachstum gewinnen Schwellenländer – allen voran China und Indien – massiv an Bedeutung (vgl. Grafik 6). China hat bereits Japan überholt und ist mittlerweile die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. Nach glaubwürdigen Schätzungen wird um etwa 2020 China die USA als die größte Volkswirtschaft der Welt ablösen. Indien wird in rund 20 Jahren mit den USA gleichziehen. Länder wie Deutschland oder Japan werden hingegen im internationalen Vergleich zurückfallen.

Grafik 6: Reales Volkseinkommen am Ende der jeweiligen Periode (Mrd. USD)

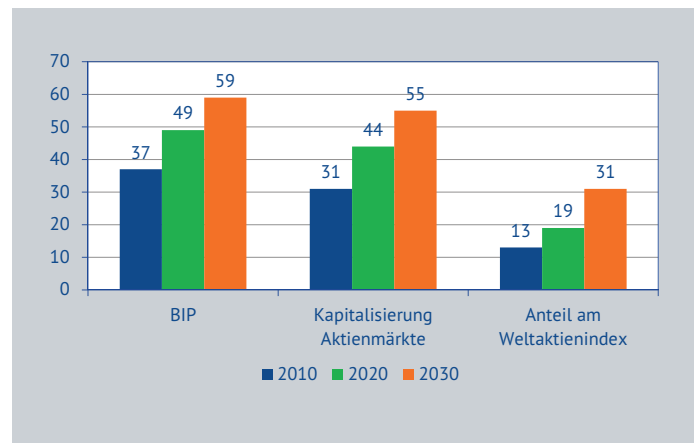


Quelle: Wellershoff Ltd.

Veränderungen in der geopolitischen Landschaft

China, Indien und andere aufstrebende Länder werden ihre wirtschaftliche Potenz auch in geopolitischen Konflikten nutzen. Die USA muss ihre Rolle als uneingeschränkter Dominator der weltpolitischen Bühne künftig mit anderen Ländern teilen. Diese werden ihre Einflussregionen selbstbewusster abstecken und verteidigen. Die geografische Machtverschiebung impliziert auch, dass andere Kulturen, Religionen, Sprachen, Staatssysteme und Zeitzonen an Bedeutung gewinnen. Über die Konsequenzen kann nur spekuliert werden. Derzeit wird offensichtlich, dass China und Russland versuchen, einen Gegenpol zu den USA zu etablieren. Der langfristige Vertrag zur Lieferung von Gas ist ein erster Schritt in diese Richtung. In Grafik 7 wird die zunehmende Bedeutung der Schwellenländer anhand der drei Indikatoren Volkseinkommen (BIP), Marktkapitalisierung der Aktienmärkte und Anteil am Weltaktienindex zusammengefasst.

Grafik 7: Bedeutung von Schwellenländern (Anteile in Prozent)



Quelle: Goldman Sachs

Derzeit ist der US-Dollar noch mit großem Vorsprung die Leitwährung. Die überwiegende Zahl von Handels- und Währungstransaktionen wird in US-Dollar abgewickelt. Aber es kommt Bewegung in das Weltwährungssystem. So haben sowohl die EZB als auch die SNB Verträge mit der chinesischen Zentralbank abgeschlossen, die vermehrt direkte Transaktionen in Yuan erlauben. Im Oktober haben Russland und China ebenfalls ein derartiges Abkommen unterzeichnet. In Zukunft kann davon ausgegangen werden, dass vor allem China den Zahlungsverkehr mit Europa direkt in Euro/Yuan abwickeln wird. Damit wird der US-Dollar an Bedeutung verlieren und es wird für die USA nicht mehr so leicht sein, ihre Geldpolitik anderen Ländern quasi aufzuzwingen.

China selbst steht vor erheblichen Herausforderungen. Ohne Zweifel müssen Sozialsysteme, Rechtssicherheit, Umweltpolitik und vor allem Menschenrechte entwickelt werden. Früher oder später wird sich in China eine starke Demokratie- und Menschenrechtsbewegung in Gang setzen. Im Gegensatz zu den anderen Herausforderungen ist dieser Aspekt nicht einfach mit geschicktem Management und tiefen Taschen umzusetzen. Die längerfristige Entwicklung von China wird daher vor allem vom Fortschritt in diesen Bereichen abhängen. Darüber hinaus muss auch China sein demografisches Problem in den Griff bekommen.