

Wer soll das bezahlen?

Über die Tragfähigkeit des deutschen Schuldenbergs



Blickt man auf die absoluten Zahlen, ist der deutsche Schuldenberg in der Corona-Krise erheblich angewachsen. Aber stimmt das auch in der relativen Betrachtung? Denn über die tatsächliche Tragfähigkeit der Schulden sagen die enormen Summen erstmal wenig aus. Eine Analyse.

Inhalt

1 Einleitung	4
2 Staatsverschuldung: Auf den Blickwinkel kommt es an	5
2.1 Die Staatsschuldenquote	5
2.2 Schulden in Relation zum privaten Vermögen	7
2.3 Zinslast	8
2.4 Schulden in Relation zu den Steuereinnahmen	9
2.5 Zwischenfazit	10
3 Notenbanken: Ein spendabler Gläubiger	10
4 Zinsen: Was passiert, wenn sie steigen?	13
5 Schuldentragfähigkeit: Die Spielräume künftiger Generationen	15
6 Fazit	16

1 Einleitung

12 Billionen US-Dollar! Um diese enorme Summe – immerhin rund drei Mal das jährliche deutsche Bruttoinlandsprodukt – sind die globalen Staatsschulden im Krisenjahr 2020 laut dem Institute of International Finance (IIF) angewachsen. Schon gibt es wieder heiße Debatten: Wie hoch darf sich ein Land überhaupt verschulden? Wann und wie soll es seine Verbindlichkeiten zurückführen? Und: Muss es das überhaupt?

Schuldenberge
wachsen sprunghaft

Eigentlich schienen die Schuldenberge der Vergangenheit mit dem insgesamt gesunkenen Zinsniveau etwas an Schrecken verloren zu haben. Doch dann kam Corona: Die umfangreichen Stützungsprogramme während der Pandemie katapultierten die globalen Staatsschulden auf neue Rekordstände. Zudem sind sie noch nie so rasant wie im vergangenen Jahr gestiegen.

Auf insgesamt 82,3 Billionen US-Dollar bezifferte das IIF die weltweite Staatsverschuldung Ende 2020. Das waren satte 14,6 Prozent mehr als zum Ende des Vorjahres. 2007, am Beginn der Finanzkrise, stand die Schuldenuhr noch bei 34,8 Billionen US-Dollar, im Jahr 2000 waren es lediglich 20 Billionen US-Dollar. Auch die Schuldenquoten, also die Verbindlichkeiten im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, stiegen in vielen Ländern auf den höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg – eine weitere Folge der Fiskalpakete, die die Belastungen von Wirtschaft und privaten Haushalten in der Krise abfedern sollten, aber auch der negativen Wachstumsraten in vielen Ländern.

Wie tragfähig sind
die Schulden?

Sind die steigenden Schulden ein Problem? Die an sich einfache Frage eröffnet ein weites Analysefeld. Denn natürlich ist die Schuldentragfähigkeit – die Fähigkeit eines Schuldners, Zinsen und Tilgungen pünktlich und vollumfänglich leisten zu können – von diversen Parametern abhängig, die sich von Land zu Land teils deutlich unterscheiden. Für Deutschland stellt sich ein bestimmtes absolutes Schuldenlevel logischerweise völlig anders da als beispielsweise für Italien. Zu unterschiedlich sind die Voraussetzungen, sowohl bei den Einnahmen als auch bei den Ausgaben.

Deutschland im
Analysefokus

Gerade über die Länder der Euro-Peripherie ist in der Vergangenheit viel geschrieben worden. Gründe für und der Umgang mit der Eurokrise, die den gemeinsamen Währungsraum ab 2010 ins Wanken brachte, wurden oft und detailliert diskutiert. Im nachfolgenden Papier stellen wir deshalb Deutschland in den Mittelpunkt, wenn auch viele der genannten Punkte auf andere Länder ebenso zutreffen: Hat die Bundesrepublik ein Schuldenproblem? Wie stark sind die Verbindlichkeiten zuletzt gestiegen? Sind Schulden eigentlich per se schlecht? Und: Müssen die Zinsen jetzt für immer niedrig bleiben, damit die Schulden dauerhaft tragfähig bleiben?

Als Vergleichsmaßstab zur Beantwortung der Fragen dient dabei vor allem die USA. Zwar sind die Vereinigten Staaten mit Blick auf Bevölkerung und Wirtschaftskraft deutlich größer als Deutschland. Außerdem ist das Land insgesamt auch höher verschuldet. Dennoch lassen sich im Vergleich mit der größten Volkswirtschaft der Welt einige Antworten finden.

2 Staatsverschuldung: Auf den Blickwinkel kommt es an

Schulden sind per se erstmal nichts Schlechtes. Im Gegenteil: Häufig kann es deutlich effizienter sein, nicht nur mit Eigen-, sondern eben auch mit Fremdkapital zu arbeiten. Entscheidend ist, dass der Gläubiger von der Solvenz des Schuldners überzeugt ist, dieser also regelmäßige Einkünfte hat. Übertragen auf den Staat: Ohne Steuereinnahmen oder generell eine entsprechende Wertschöpfung im Land kein Vertrauen durch die Gläubiger.

2.1 Die Staatsschuldenquote

Diese Logik verdeutlicht, warum die Schuldenquote, die die Verbindlichkeiten mit dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) ins Verhältnis setzt, so wichtig ist. Wächst eine Wirtschaft, kann sie sich auch (im gleichen prozentualen Umfang) höhere Schulden leisten – die Quote bleibt konstant. Investieren Staaten das geliehene Geld besonders wachstumsfördernd, kann die Quote sogar sinken.

Staatsschuldenquote
„atmet“ mit dem
Konjunkturzyklus

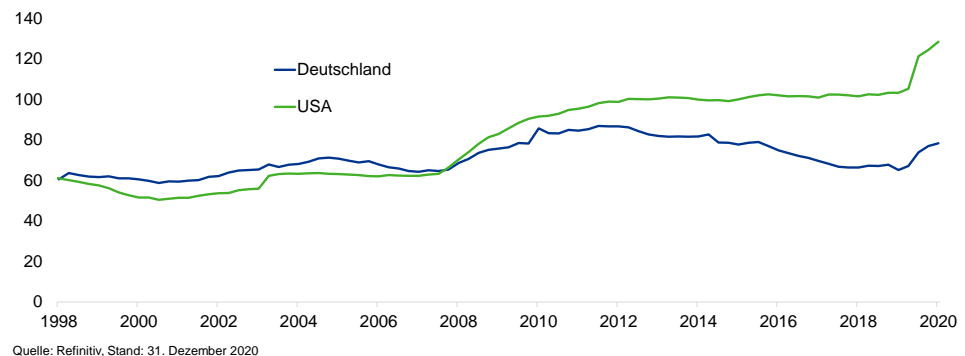
In Krisen stellt sich zunächst der umgekehrte Effekt ein: Die Schuldenaufnahme steigt stark, das BIP sinkt. Ergo: Die Schuldenquote springt nach oben. Lag sie in Deutschland Ende 2007 in der Frühphase der Finanzmarktkrise noch bei 64 Prozent, stieg sie in den folgenden Quartalen deutlich an und erreichte Mitte 2012 mit 87 Prozent schließlich einen Höchststand. Bis Ende 2019 ging es wieder abwärts auf 65 Prozent, ehe die Ausgaben zur Bekämpfung des pandemiebedingten Wirtschaftseinbruchs die Quote auf rund 78 Prozent zum Ende des Jahres 2020 ansteigen ließen (siehe Abbildung 1).

Europäische
Austeritätspolitik
kostete Wachstum

Der Verlauf in den USA ist grundsätzlich ähnlich, allerdings mit zwei wichtigen Unterschieden: Zum einen nahmen die USA in und nach der Finanzmarktkrise deutlich mehr Geld in die Hand, um die Wirtschaft zu stimulieren – die Schuldenquote stieg erheblich, obwohl das Wachstum in den Vereinigten Staaten noch stärker zulegen als hierzulande. Zum anderen führten die damaligen US-Regierungen unter Präsident George W. Bush und insbesondere Barack Obama die Ausgaben in der Zeit nach der Krise auch nicht so stark zurück – und hielten damit das Wachstumstempo hoch. Das ist insofern bemerkenswert, als dass die USA eben nicht die deutsche Wachstumsdelle der Eurokrise durchlebten. Die Austeritätspolitik in Deutschland und vor allem bei den wichtigen Handelspartnern innerhalb der EU, dürfte zu dem im Vergleich zu den USA niedrigeren Wachstumspfad stark beigetragen haben (siehe Kapitel 5).

Abbildung 1: Staatsschuldenquoten steigen in der Corona-Krise sprunghaft an

Staatsverschuldung in Prozent des BIP



Wie hoch darf die Staatsschuldenquote liegen?

Diese Betrachtung basiert allerdings einzig und allein auf der Relation der Schulden zum Bruttoinlandsprodukt. Früher galt dabei die einfache Regel: Solange die Schuldenquote nicht bis in die vorhersehbare Zukunft immer weiter steigt, sind Verbindlichkeiten tragfähig. Aus der Diskussion von Wirtschaftspolitikern und einigen Ökonomen entstand als mögliche Grenze für die Tragfähigkeit eine Schuldenquote von 60 Prozent. Man stellte die These in den Raum, dass jenseits dieser Marke steigende Zinsen das Wachstum negativ beeinflussen und Länder in einen Teufelskreis immer weiter steigender Schuldenquoten geraten. Die Begründung: Fließt ein zu großer Anteil der staatlichen Aufwendungen in Zinszahlungen und eben nicht in Zukunftsinvestitionen, leidet das Wachstum. Gleichzeitig sorgen mit hohen Zinszahlungen verbundene hohe Staatsanleiherenditen dafür, dass auch private Investitionen eher in Staatspapiere anstatt in produktivere Projekte in der Privatwirtschaft fließen.

Doch wissenschaftlich fundiert waren die 60 Prozent nie wirklich. Auch ihre Aufnahme in die Maastricht-Kriterien der EU waren eine recht willkürliche Festlegung ohne volkswirtschaftliches Fundament. Die US-Forscher Kenneth Rogoff und Carmen Reinhart meinten zwar, einen Beleg dafür gefunden zu haben, dass zumindest über einer Staatsschuldenquote von 90 Prozent das Wachstum deutlich absackt – gegenüber einer Quote zwischen 60 und 90 Prozent. Doch ihre auch bei Politikern weit verbreiteten Berechnungen waren zum Teil grob fehlerhaft.¹ Darüber hinaus gab es auch in den entwickelten Volkswirtschaften immer wieder Länder wie Japan, die bereits vor langer Zeit diese Marke überschritten – und nicht strukturell schlechter dastehen als Staaten mit einem deutlich geringeren Schuldenniveau.

Staatsschuldenquote als Maß nicht unumstritten

Inzwischen sind deshalb vielerorts Zweifel an dieser Betrachtungsweise aufgetaucht. Allen voran, weil die Schuldenquoten in den vergangenen Jahren in vielen Ländern gestiegen sind, ohne weitreichende Krisen auszulösen. Zudem argumentieren Ökonomen immer wieder, dass die Betrachtungsweise der Gesamtschulden gemessen am BIP grundsätzlich die falsche Herangehensweise

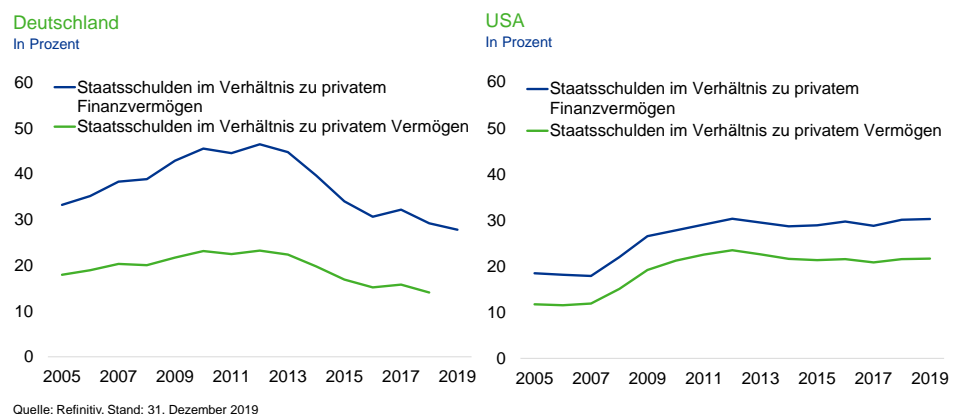
¹ Siehe bspw.: [Schulden-Theorie – Excel-Panne stellt Europas Sparpolitik in Frage \(spiegel.de, 17. April 2013\)](https://www.spiegel.de)

sei. Schließlich wird hier das BIP als Flusskomponente (es wird jedes Jahr verdient) in Relation zum Schuldenstand als Bestandskomponente genommen. Es spricht also vieles dafür, den Blick bei der Schuldenanalyse zu weiten und auch andere Parameter als die reine Wirtschaftskraft zu berücksichtigen.

2.2 Schulden in Relation zum privaten Vermögen

Eine Ergänzung, etwa um zwei Bestandsgrößen zu vergleichen, ist die Betrachtung der privaten Vermögen in Relation zum Schuldenstand. Prämisse ist hier, dass der Staat indirekt (über eine Besteuerung) Zugriff auf Teile der privaten Vermögen erhält und diese zum Schuldendienst verwenden kann. In der Betrachtung dieser Relation zeigt sich ein ebenso wenig problematisches Bild: In Deutschland ist bis Ende 2019 ein klarer Rückgang des Schuldenstandes gegenüber dem Vermögen zu beobachten (siehe Abbildung 2). Das gilt sowohl für das aggregierte private Vermögen (inklusive Sachvermögen wie Immobilien) als auch, wenn nur das finanzielle Vermögen berücksichtigt wird.

Abbildung 2: Als Anteil am privaten Vermögen waren die Schulden bis 2019 stabil oder sogar rückläufig



In den USA ist in den vergangenen Jahren zwar kein Rückgang zu vermelden. Die Quote von Vermögen zu Staatsschulden hat sich vielmehr seitwärts bewegt. Allerdings befindet sich die Kennzahl teilweise sogar auf einem geringeren Niveau als in Deutschland und erscheint damit wenig besorgniserregend. Dies gilt insbesondere im Abgleich mit der oben beschriebenen Staatsschuldenquote, die in den USA zum Ende des Jahres 2019 auch schon bei über 100 Prozent lag.

**Regionale Spezifika
wichtig beim Vergleich von Schulden**

Zur endgültigen Beurteilung von Aussagekraft und Vergleichbarkeit der Zahlen müssen allerdings grundsätzlich regionale Spezifika beachtet werden. Wir belassen es bei einem Beispiel: In den USA sind die privaten Vermögen in der Bevölkerung deutlich stärker konzentriert. Schränkt das die Besteuerbarkeit der Vermögen und damit die Schuldentragfähigkeit stärker ein als bei einer gleichmäßigeren Vermögensverteilung?

2.3 Zinslast

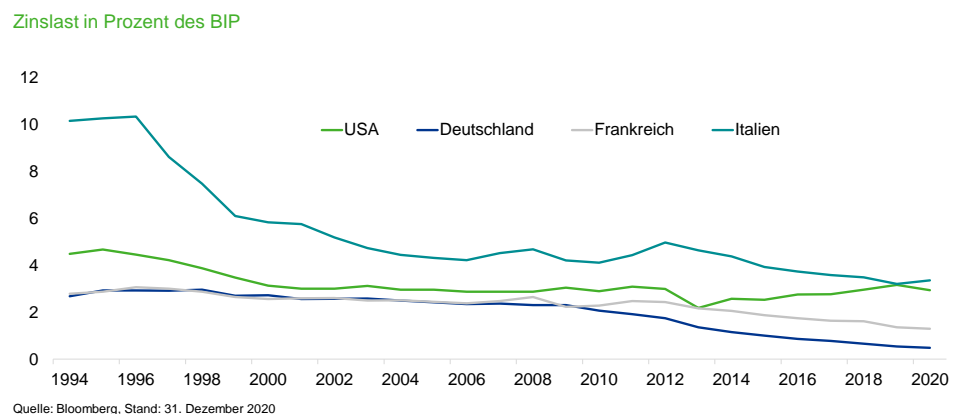
Wird statt dem Schuldenstand die Zinslast betrachtet, sieht die Situation noch weniger kritisch aus. Unter der Zinslast wird jene Summe verstanden, die jedes Jahr für die Bedienung der Zinsen der aufgenommenen Schulden (ohne Tilgung) aufgewendet wird – häufig in Relation zum BIP.

Gerignes Zinsniveau lässt Zinslast sinken

Abbildung 3 zeigt, dass die niedrigen Zinsen der vergangenen Jahre vor allem im Euroraum dafür gesorgt haben, dass sich die Schuldensituation anhand dieses Maßstabs zuletzt verbessert hat. Das gilt selbst für Italien, das seine Zinslast erheblich senken konnte – wenn auch auf vergleichsweise erhöhten Niveaus. Auch in Deutschland hat sich die Lage nach der Finanzkrise deutlich aufgehellt. Laut der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) musste die Bundesrepublik 2020 nur rund 0,5 Prozent ihrer Wirtschaftsleistung aufwenden, um die laufenden Zinsen zu bezahlen – der niedrigste Stand seit der Wiedervereinigung.

In den USA betrug der Aufwand 2020 laut dem Congressional Budget Office zwar 1,6 Prozent des BIP und lag damit leicht höher als in vielen der vergangenen 20 Jahre. Vom Niveau betrachtet ist der Aufwand allerdings noch immer niedrig und vergleichbar mit den Belastungen der 1970er Jahre, als die Schuldenquote mit nur rund 25 Prozent des BIP deutlich niedriger war.

Abbildung 3: Zinslast selbst in Italien zuletzt deutlich gesunken



Niedrige Zinsen über Jahre gesichert

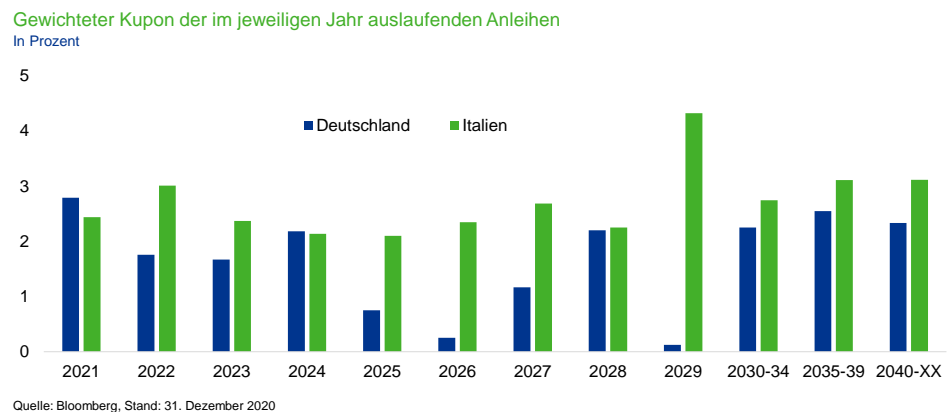
Noch einen großen Vorteil haben die niedrigen Zinsen der vergangenen Jahre gebracht: Weil die Länder das günstige Umfeld genutzt haben, um sich längerfristiger zu verschulden, dürfte die geringe Zinslast noch über Jahre, wenn nicht Jahrzehnte anhalten. Da jedes Jahr nur ein kleiner Teil der staatlichen Schulden refinanziert werden muss, wird es selbst nach einem signifikanten Zinsanstieg – welcher momentan nicht abzusehen ist – einige Jahre dauern, bis sich die Zinslast merklich erhöht.

In den nächsten Jahren dürfte eher das Gegenteil der Fall sein und die Zinslast weiter fallen. So laufen 2021 in Deutschland, aber auch im Peripherieland Italien Anleihen aus, die im gewichteten Durchschnitt mit deutlich über zwei Prozent verzinst werden (siehe Abbildung 4). Zum Vergleich: Zehnjährige Staatsanleihen begab Italien zuletzt im Februar 2021 mit einem Kupon von

0,6 Prozent. Selbst für eine fünfzigjährige Staatsanleihe konnte Italien kürzlich einen niedrigeren Kupon bieten als für jene Anleihen, die im laufenden Jahr refinanziert werden müssen. Tatsächlich weisen nur zwei der 20 Staatsanleihen Italiens, die bis Ende 2022 auslaufen, einen niedrigeren Kupon als 0,6 Prozent aus. Eine Zinserhöhung würde sich damit erst mit erheblicher Verzögerung bei der Zinslast bemerkbar machen.

Noch besser steht Deutschland da: Hier laufen bis Ende 2022 lediglich fünf Anleihen aus, alle mit einem Kupon größer als 1,5 Prozent. Die höchste laufende Verzinsung einer deutschen Staatsanleihe beträgt allerdings momentan nur rund 0,25 Prozent. Erst 2026 läuft wieder eine Anleihe mit einem geringeren Kupon aus.

Abbildung 4: Niedrige Zinsen über Jahre gesichert



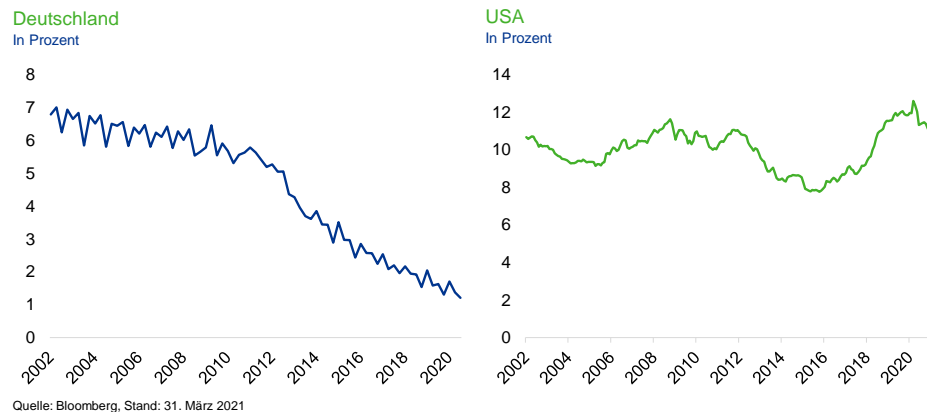
2.4 Schulden in Relation zu den Steuereinnahmen

Stellt man die Schulden nicht der Ausgaben-, sondern der Einnahmenseite des Staates gegenüber, ist ebenfalls keine Verschlechterung der Verschuldungssituation in Sicht – im Gegenteil. In Deutschland ist die Zinslast im Verhältnis zu den Steuereinnahmen in den vergangenen Jahrzehnten kontinuierlich gesunken (siehe Abbildung 5). Der abnehmenden Zinslast (siehe 2.3) standen steigende Steuereinnahmen gegenüber. Zuletzt musste der deutsche Staat weniger als zwei Prozent der gesamten Steuereinnahmen für die Zinszahlungen aufwenden. Vor rund 20 Jahren waren es noch über sieben Prozent. Zwar sind im Zuge der Corona-Krise auch die Steuereinnahmen eingebrochen, womit sich die Relation kurzfristig wieder leicht verschlechtert. Da dies aber nur ein temporäres Phänomen bleiben dürfte, eröffnet der generelle Rückgang dennoch Spielräume, etwa auch für zukunftssträchtige, staatliche Investitionen.

Beim Blick in die USA fällt auf, dass die Vereinigten Staaten einen wesentlich höheren Anteil ihres Budgets für die Zinsen aufwenden müssen. Das liegt zum einen daran, dass die Zinslast im Verhältnis zum BIP größer ist. Zum anderen sind aber auch die Steuereinnahmen (im Verhältnis zum BIP) in den Vereinigten Staaten deutlich geringer als in Deutschland und vielen anderen

westlichen Staaten. Interessantes Detail: Die von Präsident Trump 2017 initiierte Steuerreform dürfte die Einnahmen des Staates deutlich geschmälert haben. Folglich ist der Anteil der Zinsausgaben an den Steuereinnahmen angestiegen.

Abbildung 5: Sinkende Zinslast macht sich auch im Verhältnis zu den Steuereinnahmen bemerkbar



2.5 Zwischenfazit

Positiver Status quo

Der Blick aus verschiedenen Richtungen auf Deutschlands Schulden zeigt: Die Bundesrepublik hat, zumindest aktuell, kein drängendes Problem mit ihren Verbindlichkeiten. Ja, die Staatsschuldenquote ist zuletzt angestiegen. Das liegt aber vor allem an der notwendigen fiskalischen Unterstützung in der Krise (Zähler der Gleichung) und dem gleichzeitigen deutlichen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (Nenner). Aus diesem Anstieg sollte das Land in den kommenden Jahren also „herauswachsen“. Setzt man die Schulden ins Verhältnis zu den privaten Vermögen und den Steuereinnahmen oder betrachtet die Zinslast, ergeben sich ebenfalls wenig Zweifel an der Schulden-tragfähigkeit. Auch diese Kennzahlen werden temporär durch die Corona-Krise belastet, etwa weil Steuereinnahmen ausbleiben. Kehrt Deutschland, wie von uns erwartet, rasch auf den Wachstumspfad zurück und legt durch Zukunftsinvestitionen noch an Dynamik zu, dürfte auch hier kein Ungemach drohen. Der Status quo ist damit absolut positiv.

3 Notenbanken: Ein spendabler Gläubiger

Zins und Geldpolitik wichtig für Schulden-tragfähigkeit

Nachdem wir uns im vorangegangenen Kapitel die Zustandsbeschreibung der deutschen Schulden vorgenommen haben, stellen wir uns in der Folge die Frage: Was beeinflusst die Schuldenentwicklung in der Zukunft? Die Antwort: der Zins. Denn die Tragfähigkeit der Schulden hängt entscheidend von den Zinskosten ab. Wichtiger Inputfaktor dabei: die Geldpolitik. Denn die Notenbanken wirken über unterschiedliche Kanäle auf die Zinsen ein – direkt, über die Festlegung des Leitzins, indirekt über weitere geldpolitische Maßnahmen, etwa ihre Anleihekäufe.

Spätestens seit der Finanzkrise 2008 sind die Zentralbanken zu einem, wenn nicht dem bedeutendsten Einzelakteur an den Anleihemärkten geworden. Was in Japan schon 2001 erfolgreich erprobt wurde, wurde ab 2007 auch in den anderen großen Wirtschaftsräumen zum oft genutzten Interventionsinstrument in der Krise: der Ankauf von Staatsanleihen. Ziel dieses sogenannten „quantitative Easing“ war und ist, die Finanzierungsbedingungen der Währungsräume ausreichend locker, also den Kreditkanal offen zu halten, um die Wirtschaft in der Krise nicht vollends abzuwürgen.

**Notenbanken weiten
in der Krise ihre Bi-
lanzen erheblich aus**

Der Nebeneffekt dieser Maßnahme: Die Zentralbanken haben inzwischen einen beträchtlichen Anteil der ausstehenden Staatsanleihen auf ihren Büchern. Genaue Daten werden dazu von den Währungshütern zwar nicht veröffentlicht. Es ist allerdings davon auszugehen, dass die Europäische Zentralbank (EZB) bei vielen Staaten inzwischen nahe an ihrer selbstgesteckten Grenze von 33 Prozent der ausstehenden Anleihen angekommen ist. Mehr noch: Für das aktuell laufende und bis zu 1,85 Billionen Euro schwere Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) wurde das Limit ausgesetzt. Ein zumindest temporäres Überschreiten der Grenze ist deshalb wahrscheinlich und mancherorts wohl schon geschehen.

Auch die US-Notenbank Federal Reserve hat ihre Bilanz in der Krise erheblich ausgeweitet. Seit Anfang März 2020 stieg die Bilanzsumme, auch aufgrund eines wiederaufgelegten Anleiheankaufprogramms, um fast 90 Prozent. Zwar ist der Markt für US-Staatsanleihen ungleich größer als der der Eurozone. Dennoch dürften sich immerhin rund 20 Prozent der ausstehenden US-Schulden auf dem Buch der Fed befinden.

Aufgrund dieser beträchtlichen Bestände stellt sich die Frage, inwieweit es die Anleihemärkte verkraften würden, sollten sich die Zentralbanken jemals dazu entscheiden, die Anleihen wieder zu verkaufen.

**Was passiert, wenn
sich die Notenbanken
zurückziehen?**

Eine Reihe akademischer Studien hat in den vergangenen Jahren ergeben, dass die groß angelegten Anleiheankaufprogramme der Zentralbanken zu einem Rückgang der Renditen bei Staatsanleihen geführt haben. Dies klingt auch zunächst einmal einleuchtend, schließlich könnte dies – wenn auch nie offen kommuniziert und eher als netter Nebeneffekt der Geldpolitik – auch das Ziel der Zentralbanken gewesen sein. Und schließlich sollte eine zusätzliche Nachfrage auch zu höheren Kursen und damit niedrigeren Renditen führen. Es gibt aber auch Effekte, die in die andere Richtung wirken könnten: Die Maßnahmen der Notenbanken haben Konjunkturrisiken gesenkt, das Wachstum belebt, die Inflation gestützt und andere Assetklassen im Vergleich attraktiver gemacht. Alles Gründe, die für eher steigende Renditen sprächen.

Die Renditeentwicklung der vergangenen Jahre zeigt aber, dass klar die dämpfenden Effekte überwogen haben dürften. Genauso klar ist aber auch: Sollten die Zentralbanken ihre Ankaufprogramme nicht nur beenden, sondern sogar mit dem Verkauf ihrer Bestände beginnen, würden die Renditen anziehen. Auch wenn die Umstände andere waren: 2013 führte allein die Ankündigung der Fed, die Anleihekäufe nur reduzieren zu wollen, zu Verwerfungen an den Finanzmärkten.

Besser machte es die Fed in der Phase zwischen 2017 und 2019. Sowohl die Kommunikation als auch die Umsetzung des Bilanzabbaus sorgten für keinerlei Verstimmungen an den Märkten. Allerdings ging die US-Notenbank auch äußerst behutsam vor: Sie verkaufte nicht aktiv Anleihen, sondern ersetzte auslaufende Papiere in ihrem Portfolio einfach nicht mehr. Damit reduzierte sie die Bilanzsumme von knapp 4,5 Billionen US-Dollar Ende 2017 auf rund 3,7 Billionen US-Dollar im September 2019.

Entscheidend für den Erfolg dieser Maßnahme war aber sicher der Konjunkturzyklus. 2017 lag die Finanzkrise acht Jahre zurück, die US-Wirtschaft war seitdem um zwei bis drei Prozent pro Jahr robust gewachsen. Insofern ist es wenig verwunderlich, dass die Märkte in dieser Phase stabil blieben.

**Geldpolitik bleibt
noch lange locker**

Die Notenbanken rund um den Globus dürften aus den Erfahrungen der Fed gelernt haben und ihre Anleiheankaufprogramme eher länger laufen lassen, als Verwerfungen zu riskieren. Wir rechnen damit, dass etwa die Fed frühestens im ersten Quartal 2022 ihre Käufe behutsam drosseln wird. Das PEPP der EZB läuft nach Angaben der Währungshüter „mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange, bis die Phase der Corona-Krise überstanden ist“. Gerade die letzte Formulierung eröffnet der Notenbank viele Möglichkeiten für eine erneute Verlängerung des Programms. Wir gehen davon aus, dass endfällige, über das PEPP erworbene Anleihen bis mindestens Ende 2023 reinvestiert werden. Frühestens danach könnte also ein echter Bilanzabbau beginnen. Viel Zeit für die Notenbanken also, um mit einer transparenten Kommunikation die Märkte auf ihre nächsten Schritte vorzubereiten.

Und selbst wenn es im Zuge der Umsetzung zu einer Destabilisierung der Märkte käme: In einem solchen Notfall könnten die Zentralbanken Verkäufe sofort stoppen und sogar wieder Käufe tätigen. Es gibt schlicht und ergreifend kein Szenario, in dem eine Zentralbank Staatsanleihen verkaufen muss, wenn sie damit den Finanzmarkt gefährden würde. Andererseits spricht nichts dagegen, dass die Zentralbank die Anleihen einfach bis zur Fälligkeit auf ihrer Bilanz behält. Diese würde sich damit in den nächsten Dekaden automatisch abbauen – vorausgesetzt, es gibt keine Krise, die erneute Ankäufe nötig machte.

**Lockere Geldpolitik
für Staaten positiv**

Für die Schuldentragfähigkeit von Staaten sind die hohen Bestände der Notenbanken damit aus mehreren Gründen positiv: Zum einen hat die konstant hohe Nachfrage der Notenbanken die Renditen stabilisiert und in vielen Fällen sogar deutlich gesenkt. Die Folge ist eine reduzierte Zinslast, die auch noch über Jahrzehnte anhalten dürfte. Zum anderen sind Zentralbanken für die Staaten auch äußerst attraktive Gläubiger. Da etwa die EZB beziehungsweise die nationalen Notenbanken ihre Erträge aus den gehaltenen Anleihen an die Staaten ausschütten, fallen die Zinszahlungen auf bei Notenbanken gehaltene Wertpapiere (wenn denn der Zins überhaupt positiv ist) deutlich weniger bis gar nicht ins Gewicht.

Klar ist vor diesem Hintergrund aber auch, dass die Debatte um die (verbotenen) Staatsfinanzierung durch die Zentralbanken wieder Fahrt aufnehmen dürfte. Spannend wird deshalb sein, welche Strömung in Wissenschaft und Politik sich im Nachgang der Krise durchsetzen wird. Jene Gruppe, die die

stärkere Unabhängigkeit der Notenbanken und Konzentration auf geldpolitische Ziele im engeren Sinne fordert? Oder jene, die das erfolgreiche „Teamwork“ von Währungshütern und Staatenlenkern als Blaupause für die Zukunft ansieht?

4 Zinsen: Was passiert, wenn sie steigen?

Beurteilen wir die Schuldentragfähigkeit anhand der Zinslast, stellt sich natürlich unweigerlich die Frage, ob der aktuelle, positive Ausblick einzig auf dem niedrigen Zinsniveau fußt. Mit Blick auf Deutschland ist dies aber nur bedingt der Fall. Das Land profitiert durchaus stark vom niedrigen Zinsniveau, ist allerdings nicht auf dieses angewiesen. Auf einen Aspekt hatten wir bereits in Kapitel 2.3 aufmerksam gemacht: Die bereits über mehrere Jahre anhaltende Phase der Niedrigzinsen haben dazu geführt, dass die Zinsbelastung aufgrund der längerfristigen Verschuldung noch auf Jahre, wenn nicht sogar mindestens ein Jahrzehnt überschaubar bleiben dürfte – selbst, wenn die Zinsen nun deutlich stiegen.

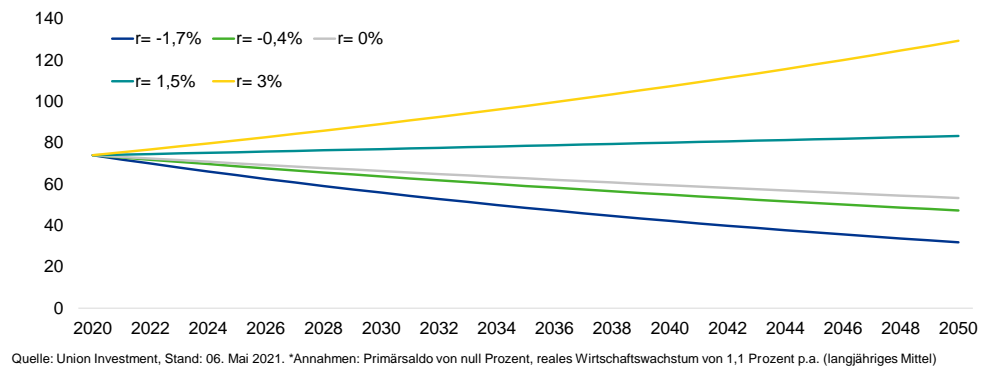
Erst bei nominalen Zinsen von 3,5 Prozent würden Schulden leicht ansteigen

Ein anderer Analyseansatz kommt zu einem ähnlichen Ergebnis. Hierfür treffen wir zwei Annahmen: Erstens, dass Deutschland in den kommenden 30 Jahren real ähnliche Wachstumsraten aufweist wie in den vergangenen 30 – rund 1,1 Prozent pro Jahr. Zweitens, dass die Primärsalden der Bundeshaushalte in diesem Zeitraum ausgeglichen sind.² Unter diesen Voraussetzungen zeigt sich, dass bei dem heutigen Zinsniveau (realer Zins (in der Grafik: r) bei ca. -1,7 Prozent für zehnjährige Bundesanleihen, nominal -0,2 Prozent) und einer angenommenen Inflationsrate von zwei Prozent, die Schuldenquote über die kommenden Jahre kontinuierlich sinken würde (siehe Abbildung 6). Erste ab einem Zinslevel von nominal 3,5 Prozent würde die Schuldenquote leicht zulegen. Nur bei einem sehr unwahrscheinlichen nominalen Zinsniveau von 5 Prozent sähen wir einen signifikanten Anstieg.

² Erläuterung: Der Primärsaldo ist die Differenz zwischen den Staatseinnahmen (ohne Nettokreditaufnahme) und den Staatsausgaben (bereinigt um die Zinszahlungen auf die Staatsschulden). Im langjährigen Mittel ist dieser in Deutschland ausgeglichen. Steigen in Krisenzeiten die Ausgaben und sinken gleichzeitig die Einnahmen, wird der Saldo negativ – und umgekehrt. Auch nach der Corona-Krise dürfte es zwei bis drei Jahre bis zu einem erneuten Ausgleich dauern. Die Simulation bezieht sich damit auf den aktuellen Schuldenstand, künftige Nettoneuschulden, die über die Zinskosten hinausgehen, bleiben unberücksichtigt.

Abbildung 6: Erst ein massiver Zinsanstieg würde sich in einem höheren Schuldenniveau niederschlagen

Szenarien für die Entwicklung der Staatsschuldenquote mit unterschiedlichen Annahmen für den realen Zins (r)*
In Prozent



Hierbei handelt es sich allerdings um eine vereinfachte Szenarioanalyse. In der Realität wird, wie erwähnt, jedes Jahr nur ein Teil der deutschen Bundesanleihen refinanziert, so dass sich ein Anstieg der Zinsen an den Finanzmärkten nur sehr langsam und über viele Jahre hinweg auf die Zinslast des Bundes auswirken würde. Die derzeit noch am längsten laufende Bundesanleihe wird am 15. August 2050, also erst in fast 30 Jahren fällig. Diese weist einen Kupon von nominal rund 0,3 Prozent aus, was bedeutet, dass sich steigende Marktzinsen erst dann voll auf die Zinslast auswirken, wenn diese Anleihe refinanziert ist.

Höhere Inflation nur mit indirekten Auswirkungen

Ein Vorteil dieser Analyse ist, dass sie sich auf den realen Zins bezieht. Eine höhere Inflationsrate hätte also nur indirekte Auswirkungen: Steigt die Inflation strukturell und langfristig über das Ziel der Zentralbank, reagieren die Währungshüter, indem sie den Zinssatz stärker anheben als die Inflationsrate. In der Folge würden auch die nominalen Kapitalmarktzinsen schneller steigen als die Preise, was eben einem Anstieg der realen Zinsen entspräche.

Zu unseren Annahmen in der Analyse gehört auch, dass wir für die kommenden Jahre nicht von einer deutlichen und strukturellen Erhöhung der Inflation ausgehen. Doch selbst wenn die Preise und damit auch das nominale Zinsniveau wider Erwarten steigen würden, so wäre dies in den ersten Jahren ebenfalls keine Gefahr für die Schuldentragfähigkeit. Zumindest in Bezug auf die Bestandsschulden wäre dies sogar von Vorteil: Da wie beschrieben die meisten Schulden einen festen Kupon besitzen, würde bei einer steigenden Inflation der reale Zins dieser Anleihen, also Nominalzins abzüglich Inflation, sinken.

5 Schuldentragfähigkeit: Die Spielräume künftiger Generationen

Schulden und die Generationengerechtigkeit

Mit dem Thema Schulden wird häufig auch über Generationengerechtigkeit diskutiert. Hinterlässt eine Generation den folgenden einen zu großen Schuldenberg, könnten deren Möglichkeiten für Investitionen und Konsum (bei Staat, Unternehmen und Haushalten) zu stark eingeschränkt werden, weil ein immenser Teil der Einnahmen in die Schuldentilgung fließt – so die gängige Begründung. Dass dies – zumindest für die vergangenen Jahrzehnte – nicht der Fall war, haben wir oben anhand verschiedener Analysen gezeigt. Hinzu kommt: Staaten sind keine Privatpersonen, die einen definierten Lebenszeitraum haben, nach deren Ende Vermögen und Schulden vererbt werden. Es ist daher nicht zwingend, dass Schulden zurückbezahlt werden müssen. Letztlich müssen sie immer beurteilt werden in Relation zu den Vermögenswerten, in die investiert wurde und der nationalen Wirtschaftsleistung, aus der die Zinsen bedient werden.

Private Altersvorsorge funktioniert nicht ohne Staatsschulden

Noch ein zusätzlicher Blickwinkel muss hier beachtet werden: Aus Sicht des Anlegers wäre eine Rückführung der Schulden auf null sogar ein echtes Problem – etwa bei der Altersvorsorge. Der demographische Wandel führt dazu, dass die gesetzliche Rentenversicherung nur noch einer von mehreren Bausteinen innerhalb der Altersvorsorge sein kann. Sie funktioniert nicht (mehr) ohne private Komponente. In einem ausgewogenen Portfolio – also bei vertretbarem Risiko – und für sehr risikoscheue Anleger braucht es dafür aber einen Schuldner, der kurz-, mittel- und langfristig zahlungsfähig ist. Dieser sollte nämlich auch dann noch zahlen (und entsprechende Schulden emittieren), wenn der Sparer alt ist und sein Geld zurückhaben will. Diese Anforderungen kann nur der eigene Staat bieten. Es geht bei der Betrachtung also nicht nur um die „richtige“ Verschuldungshöhe von Generation zu Generation, sondern auch innerhalb einer Generation.

Pro Kopf betragen die Schulden des Bundes zuletzt rund 27.000 Euro, wobei die Pandemie 2020 diese um über 5.000 Euro pro Personen anstiegen ließ (siehe Abbildung 7). Ein Blick auf die jüngere Historie zeigt allerdings: Seit 2005 entwickelten sich die deutschen Schulden eher seitwärts. In Krisenzeiten stiegen sie, in Wachstumsphasen gingen sie zurück.

„Gute“ Schulden helfen auf einen neuen Wachstumspfad

Und dem aktuellen Anstieg steht auch einiges Positive gegenüber: Der Erhalt und das – durch aktuelle Investitionen beschleunigte – Wachstum des volkswirtschaftlichen Vermögens – etwa dort, wo in Infrastruktur investiert wird. Denn genau in diese Richtung zielen auch viele Maßnahmen, die während der Pandemie angestoßen wurden. Zunächst wurden viele Vorhaben für den Erhalt des Kapitalstocks aufgewendet. Ein Schritt, um kurzfristig zu verhindern, dass gesunde Produktionskapazitäten (aufgrund des temporären Nachfrageeinbruchs) und damit auch Wachstumspotenzial vernichtet werden. Investitionsprogramme, die im Kern erst ab diesem Jahr anlaufen, zielen dabei nicht nur darauf ab, wieder auf den Wachstumspfad von vor der Krise einzuschwenken, sondern zusätzliche Wertschöpfung zu generieren. Nachfrage soll nicht nur erhalten, sondern nachhaltig erhöht werden und auch der Strukturwandel wird kanalisiert und stark beschleunigt. Das 750 Milliarden Euro

schwere, europaweite Investitionsprogramm NextGenerationEU enthält eine erhebliche Zukunftskomponente. Ziel ist, Wirtschaft und Gesellschaft in Europa nachhaltiger und krisenfester zu machen. Forschung und Innovation, Digitalisierung und insbesondere der Klimaschutz stehen im Fokus der auf mehrere Jahre angelegten Maßnahmen. Damit könnte die Corona-Krise – mit einigen Jahren Abstand – auch als Startschuss für die direkte Förderung von Zukunftsthemen im Gedächtnis bleiben.

6 Fazit

Der Blick auf die absoluten Zahlen zeigt eindeutig: Die Schulden sind während der Corona-Pandemie rund um den Globus rasant gestiegen. Die Staaten stemmen sich mit Fiskalpaketen in Billionen-Höhe gegen die Krise. Gleichzeitig ist das Wachstum heftig eingebrochen. Die Konsequenz: Schuldenquoten schnellten nach oben.

Wachsende Schulden: In Deutschland (noch) kein Problem

Ein Problem ist das aber nicht – jedenfalls nicht in Deutschland und wohl auch nicht in den USA. Denn wenn wir den Analysehorizont weiten und auch die Frage der mittel- und langfristigen Tragfähigkeit der Schulden mit einbeziehen, stellt sich die Situation weit weniger dramatisch dar. Sowohl mit Blick auf die Schulden in Relation zu den privaten Vermögen als auch zur Zinslast und den Steuereinnahmen ist die Entwicklung in den gewählten Beispielländern Deutschland und den USA über die vergangenen Jahrzehnte stabil. Bei einigen Kennzahlen zeigt sich sogar eine deutliche Entspannung.

Dafür verantwortlich ist unter anderem die Unterstützung der Notenbanken, die das Niedrigzinsumfeld und damit die extrem guten Finanzierungsbedingungen für Staaten weit über ein Jahrzehnt zementiert haben. Und diese Vorteile treffen nicht nur die besonders solventen Schuldner. Auch ehemalige Krisenstaaten wie Italien konnten sich zuletzt zu deutlich besseren Konditionen refinanzieren. Lag die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus Italien Mitte 2018 noch bei über 3,5 Prozent, muss das Land nun lediglich 0,8 Prozent Zinsen bieten. Selbst für die kürzlich emittierte 50-jährige italienische Anleihe beträgt die Rendite aktuell lediglich 2,2 Prozent. Das zeigt, dass die Schulden-tragfähigkeit auch nach vorne gerichtet und selbst bei deutlichen Anstiegen des Zinsniveaus weniger problematisch sein dürfte.

Voraussetzung: Keine „schlechten“ Schulden mehr

Voraussetzung dafür ist allerdings, dass Fehler aus der Vergangenheit nicht wiederholt werden. Viele Länder haben vor der Eurokrise vor allem wenig zukunftsgerichtete und damit „schlechte“ Schulden gemacht. Aufwendungen, die den kurzfristigen Konsum stützen, mögen zwar in den Krise unumgänglich sein. In Zeiten prosperierender Konjunktur fehlt durch die Ausgaben „am falschen Ende“ aber das Geld für eben jene Investitionen, die die Wirtschaft auf ein neues Level heben.

In der Phase nach 2012 hat dann der Fokus auf Haushaltskonsolidierung nicht nur in den Krisenstaaten, sondern etwa auch in Deutschland zusätzlich dafür gesorgt hat, dass viele wachstumsfördernde staatliche Infrastrukturmaßnahmen unterblieben oder zu klein ausgefallen sind. Neben der Tatsache, dass damit das Wachstumsgefälle – etwa in Richtung der USA – größer

geworden ist, hat dies auch in der aktuellen Krise zu Problemen geführt: siehe die Mängel in der digitalen Infrastruktur.

Aktuelle Entwicklungen zeigen aber in die richtige Richtung: Eine steigende Zahl von Ökonomen und Politikern öffnet sich für die Idee der schuldenfinanzierten Zukunftsinvestitionen. Dazu passt, dass auch wieder vermehrt über die Anpassung oder Abschaffung von starren Regeln wie der deutschen Schuldenbremse oder dem europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt (Maastricht-Kriterien) diskutiert wird. Der Punkt ist dabei weniger, dass diese Regeln aktuell und vermutlich auch in den kommenden Jahren nicht eingehalten werden können. Vielmehr wirkt die Corona-Krise als Katalysator für eine Frage, die schon vorher im Raum stand: Wie kann die Politik sinnvolle staatliche Investitionen und Haushaltsdisziplin besser ausbalancieren, als dies in der EU im Zeitraum ab 2012 der Fall war? Die Idee dahinter ist simpel: Gelingt es, mit den richtigen schuldenfinanzierten Zukunftsinvestitionen das Wachstum auf einen dauerhaft höheren Pfad zu heben, handelt es sich um „gute Schulden“, die langfristig die finanzielle Situation der Staaten sogar verbessern dürften.

Kontakt

Herausgeber: Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main
Deutschland
Telefon: +49 69 2567-7652
Telefax: +49 69 2567-1616
institutional@union-investment.de
www.institutional.union-investment.de
www.union-investment.com

Research: Volkmar Baur
Volkmar.Baur@union-investment.de

Text: Janis Blaum
Janis.Blaum@union-investment.de

Titelbild: [markus thoenen](https://www.stock.adobe.com) – stock.adobe.com

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Die Inhalte dieser Kundeninformation stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen. Alle Index- bzw. Produktbezeichnungen anderer Unternehmen als Union Investment können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: **14.06.2021**, soweit nicht anders angegeben.