

DIE STAATSVerschULDUNG IST WIEDER ZU EINEM PROBLEM GEWORDEN

Noch vor wenigen Jahren kokettierten einige Ökonomen mit der These, dass die Staatsverschuldung keine fiskalischen Kosten verursache. Diese Zeiten sind vorbei. Seit der Corona-Krise sind nicht nur die Staatsschulden stark gestiegen, sondern auch die Zinsen. Mit den USA und China haben inzwischen die beiden größten Volkswirtschaften der Welt eine Verschuldungsdynamik entwickelt, die auf Dauer nicht tragfähig ist. Gemessen an den Indikatoren, die üblicherweise einer Staatsschuldenkrise vorausgehen, droht kurzfristig noch kein Unheil. Aber die Zeit, auf einen nachhaltigen Verschuldungspfad umzuschwenken, wird immer knapper.

Der bekannte Ökonom Olivier Blanchard stellte 2019 die These auf, dass **Staatsverschuldung keine fiskalischen Kosten verursache**. Die Zinsen für Staatsanleihen seien in der Regel niedriger als die nominalen BIP-Wachstumsraten, so dass die Schulden ohne Steuererhöhungen zurückgezahlt werden könnten. ([Link](#))

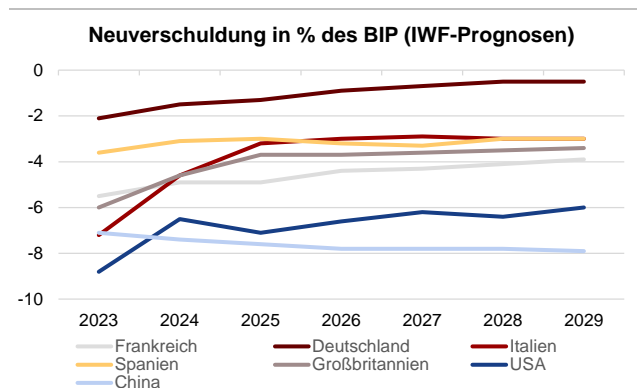
Diese Argumentation ist so verlockend, dass Blanchard selbst sie mit einigen Gegenargumenten relativiert hat, um zu verhindern, dass sie als Rechtfertigung für eine höhere Staatsverschuldung missbraucht wird. Dennoch steht Blanchards Ansatz für die **relativ entspannte Haltung, die viele Ökonomen noch vor wenigen Jahren gegenüber der Staatsverschuldung einnahmen**.

Diese Zeiten sind vorbei. Während der Corona-Krise ist die Staatsverschuldung massiv angestiegen. Da die Geldpolitik zu Beginn der Krise noch extrem expansiv war, musste die Stützung der Wirtschaft vor allem durch den Fiskus erfolgen. Und da die Zinsen vor Corona noch sehr niedrig waren, schien dies auch ohne schädliche Nebenwirkungen möglich zu sein.

Der große Inflationsschub, der während der Corona-Krise begann, zwang die Zentralbanken jedoch zu einer drastischen Kehrtwende. Die Leitzinsen wurden schnell und kräftig angehoben, wodurch sich auch die staatlichen Refinanzierungsbedingungen verschlechterten. Die Kombination aus drastisch steigender Staatsverschuldung und deutlich höheren Zinsen bereitet vielen Ökonomen inzwischen Sorgen. Hinzu kommt, dass deutlich mehr Länder als früher auf eine Überschuldung zusteuern. Längst ist nicht mehr nur Italien das Sorgenkind. **Mit den USA und China haben sich die beiden größten Volkswirtschaften der Welt auf einen nicht-nachhaltigen Schuldenpfad begeben.**

Der Internationale Währungsfonds zeichnet in seinem jüngsten „Fiscal Monitor“ ein düsteres Bild der

Verschuldungsdynamik des öffentlichen Sektors ([Link](#)). Die **Neuverschuldung** im Verhältnis zum BIP wird in vielen Ländern in den nächsten Jahren nur langsam zurückgehen. Bei der **Schuldenquote** zeigt sich ein geteiltes Bild. Während sie in Ländern wie Deutschland, Spanien oder Japan in den nächsten Jahren sinken wird, steigt sie nicht nur in Italien und Großbritannien, sondern vor allem in den USA und China deutlich an.



Diese Prognosen klingen alarmierend, aber es ist nicht einfach, daraus ein konkretes Krisenszenario abzuleiten. Manch einer wird sich an den gescheiterten Versuch von Kenneth Rogoff und Carmen Reinhart erinnern, eine Kausalität zwischen Staatsverschuldung und Wirtschaftswachstum wissenschaftlich zu bestimmen. In mehreren viel beachteten Studien hatten sie den Zusammenhang untersucht und 2010 die These aufgestellt, dass bei einer Schuldenquote von über 90 Prozent das Wirtschaftswachstum drastisch sinkt. Ein Student entdeckte jedoch einige Jahre später, dass dieses Ergebnis auf einem Rechenfehler in Excel beruhte.

Aus dieser peinlichen Episode folgt natürlich nicht, dass hohe Staatsschulden unbedenklich wären. Neuere wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass insbesondere ein hoher Anteil von im Ausland gehaltenen Staatsschulden eine Krise auslösen kann. Die **Auslandsverschuldungsquote** erweist sich empirisch als

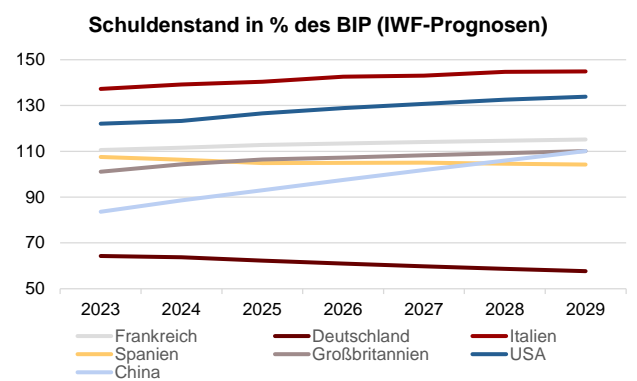
einer der wichtigsten Indikatoren zur Frühwarnung vor einer Finanzkrise. Eine Studie des IWF ([Link](#)) hat einen starken nichtlinearen Zusammenhang mit Finanzkrisen festgestellt. So steigt die Krisenwahrscheinlichkeit in fortgeschrittenen Volkswirtschaften stark an, sobald die Auslandsverschuldungsquote etwa 70 Prozent erreicht. In Schwellenländern bleibt die Wahrscheinlichkeit unterhalb von 30 Prozent des BIP relativ konstant, steigt dann aber stark an. In Niedrigeinkommensländern sind die Wahrscheinlichkeiten von Anfang an höher und der Anstieg der Kurve erfolgt bereits bei niedrigeren Schuldenständen.

Frankreich weist derzeit eine hohe Auslandsverschuldungsquote von 53 Prozent auf, hat damit aber noch einen Sicherheitsabstand zur kritischen Marke von 70 Prozent. Die Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise in den nächsten zwei Jahren liegt für Frankreich laut IWF-Studie bei rund 4,5 Prozent. Deutschland und Großbritannien liegen knapp über der 25-Prozent-Schwelle der Auslandsverschuldung und weisen damit eine Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise von rund 3,5 Prozent auf.

Neben der Auslandsverschuldung gehört ein **wachsendes Leistungsbilanzdefizit** zu den Vorboten einer Staatsschuldenkrise. Ab einem Defizit von drei Prozent des BIP steigen die Risiken. Die USA liegen über dieser Schwelle, allerdings schon seit vielen Jahren. Eine akute Verschlechterung ist nicht erkennbar.

Vor dem Hintergrund der steigenden Staatsverschuldung kommt der **Inflation** eine ganz besondere Rolle zu. Auf der

einen Seite sind Inflationsraten, die in der Jahresrate bei 20 Prozent und mehr liegen, ein weiteres Indiz für eine drohende Schuldenkrise. Auf der anderen Seite kann eine moderate Inflation aber die Schuldenlast reduzieren. Für die Entwicklung der staatlichen Einnahmen ist das nominale Wirtschaftswachstum relevant, und das steigt eben nicht nur durch reales Wachstum, sondern auch durch Inflation. Der reale Wert der nominal fixierten Staatsschulden sinkt zudem, wenn die Preise steigen. Gerade für die USA scheint Inflation also ein verlockender Ausweg aus der Schuldenfalle zu sein.



Dennoch dürften die Inflationsraten selbst in den USA weit unter den kritischen Schwellen für eine Staatsschuldenkrise bleiben. **Insgesamt erfüllt derzeit keine entwickelte Volkswirtschaft jene Kriterien, die üblicherweise einer Staatsschuldenkrise vorausgehen.** Dies ändert aber nichts daran, dass auf mittlere Sicht der staatliche Schuldenberg deutlich langsamer wachsen muss, als es derzeit der Fall ist.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2024

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.