



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben

4. August 2021

Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Autor

Sebastian Becker
+49 69 910-21548
sebastian-b.becker@db.com

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Original in engl. Sprache: 21. Juni 2021

Seit Beginn der Corona-Pandemie haben die USA konjunkturstützende Maßnahmen in Höhe von USD 5,3 Bill. bzw. 25,5% des BIP ergriffen. Dieser fiskalische Impuls könnte sogar – bei Umsetzung der noch in Planung befindlichen Konjunkturprogramme – auf über USD 9 Bill. oder 40% des BIP 2020 anwachsen. Auch wenn der Erfolg dieses großen US-Wirtschaftsexperiments noch lange nicht abschließend beurteilt werden kann, haben die USA damit einen neuen Trend eingeleitet. Angesichts niedriger Zinsen und stark gefallener Zinsausgaben wird heute vielfach eine schuldenfinanzierte Investitionsoffensive gefordert. Das Narrativ der Schuldenverteidiger lautet, dass nur mit einem noch expansiveren fiskalpolitischen Kurs – und nicht mit einer Haushaltskonsolidierung – die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung wiederhergestellt werden kann.

Aufgrund der schwachen Wachstumsaussichten kommt die Sanierung der Staatsfinanzen in den hoch verschuldeten Staaten einer Herkulesaufgabe gleich. Aber auch niedriger verschuldete Staaten (wie z.B. Deutschland) stehen aufgrund der Alterung vor enormen Herausforderungen. Um das Wachstum der Sozialausgaben unter Kontrolle zu halten und die Arbeitsanreize zu stärken, müssten diese Staaten dauerhaft mehr Geld in produktive Ausgabenbereiche lenken und die erforderlichen Strukturreformen anpacken. In den moderat verschuldeten Ländern könnten auch höhere produktivitäts-/wachstumsfördernde Investitionen dazu beitragen, wieder aus den Schulden herauszuwachsen.

Die Rekordverschuldung konnte bislang nur dank der Niedrigzinsen und der faktischen Monetarisierung von Staatsschulden unter Kontrolle gehalten werden. Die großen Zentralbanken, die über die Zeit zu den dominierenden Akteuren im Staatsanleihemarkt geworden sind, halten mittlerweile zwischen rund 20% und 45% der ausstehenden Staatsschulden in ihren Bilanzen. Das insgesamt fragile Gleichgewicht aus niedrigen Zinsen und hohen Staatsschulden hat bislang nur dank einer niedrigen Inflation gehalten. Sollte die Inflation aber dauerhaft nach oben schießen und die Zentralbanken nicht entsprechend gegensteuern, könnte die Preisdynamik außer Kontrolle geraten. Sollten die Zentralbanken jedoch zu stark auf das geldpolitische Bremspedal treten, könnten steigende Risikoprämien und Anleiherenditen schlimmstenfalls eine Schuldenkrise auslösen.

Inspiziert vom US-„XXL“-Fiskalvorstoß erleben wir derzeit im deutschen Bundestagswahlkampf einen regelrechten Überbietungswettbewerb mit Blick auf die staatlichen Investitionen. Der aktuelle Zeitgeist, in defizitfinanzierten Investitionen ein Allheilmittel für alle gesellschaftlichen Probleme zu sehen, ist problematisch. Damit soll keineswegs der Nutzen produktivitätsfördernder Investitionen (wie z.B. in die Digitalisierung) infrage gestellt werden. Allerdings sollte bedacht werden, dass eine solche Investitionsoffensive nur gelingen kann, wenn sie sukzessive und mit Maß und Mitte erfolgt und die dafür erforderlichen Angebotsbedingungen in der Wirtschaft verbessert werden. Anderenfalls riskieren wir – mit Blick auf den bevorstehenden demografischen Wandel – die gleichen Fehler wie in den 1970er Jahren zu begehen. Diese führten damals zur Stagflation.



| Inhaltsverzeichnis | Seite |
|---|-------|
| A. Einführung | 3 |
| B. Der heutige Schuldenanstieg im historischen Vergleich | 4 |
| C. Kosten und Nutzen von Staatsschulden | 8 |
| D. Das Konzept der Schuldentragfähigkeit | 14 |
| Theoretische Aspekte zur Tragfähigkeit der Staatsverschuldung .. | 14 |
| Empirische Aspekte: Die dunkle Seite hoher und steigender Staatsschulden | 21 |
| E. Fiskalpolitik in Zeiten niedriger Zinsen und demografischer Herausforderungen | 25 |
| Im Schlaraffenland: Wenn die Zinsen niedriger sind als das BIP-Wachstum | 25 |
| Im Land der Alten: Wenn die Alterung zunehmend die Staatsfinanzen bedroht | 43 |
| F. Kernbotschaften der Studie | 49 |
| G. Fazit | 56 |
| H. Anhang: Wirtschaftstheoretische Aspekte zur Fiskalpolitik und Staatsverschuldung..... | 57 |

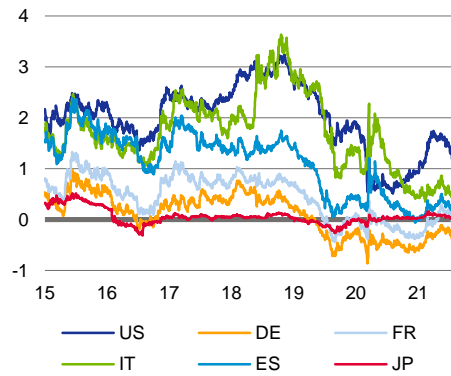


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Die Staatsanleiherenditen: Zuletzt gab es ein Auf und Ab

1

Renditen auf Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit, %



Quellen: WEFA, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

A. Einführung

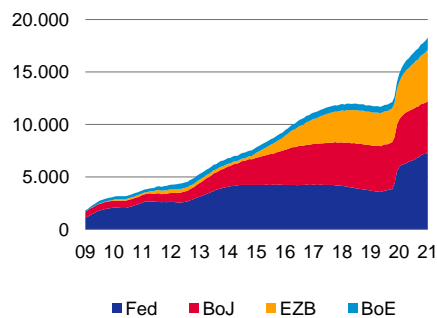
Die Corona-Pandemie hat nicht nur eine große Gesundheitskrise ausgelöst, sondern auch zu der schwersten globalen Rezession in der Nachkriegszeit geführt. Überall auf der Welt haben die Regierungen ihre Haushaltsschleusen geöffnet, um die Schäden für die Wirtschaft und das Produktionsniveau möglichst gering zu halten. Die Kehrseite davon waren jedoch ausufernde öffentliche Haushaltsdefizite und rapide steigende Staatsschulden, die in vielen großen Volkswirtschaften neue Höchststände in der Nachkriegszeit erreicht haben. Während die Schuldentragfähigkeit in vielen Entwicklungsländern – mit niedrigem Einkommen, hoher Verschuldung und einem geringen zusätzlichen finanzpolitischen Spielraum – zu unmittelbaren Problemen führte, konnten die meisten großen Schwellenländer hingegen einen expansiven haushaltspolitischen Kurs einschlagen. In den Industrieländern bzw. entwickelten Ländern hatten die meisten Regierungen keine größeren Schwierigkeiten, einen noch nie da gewesenen Ausgabenanstieg (z.B. für groß angelegte Finanzhilfen an Unternehmen und Arbeitnehmer) zu außergewöhnlich niedrigen Zinsen zu finanzieren (siehe Grafik 1). Dies liegt zum einen an der geläufigen Markteinschätzung, dass viele entwickelte Staaten – trotz hoher Schulden und begünstigt durch niedrige Zinsen – noch immer über hinreichend große finanzpolitische Spielräume zur Krisenbekämpfung verfügen. Zum anderen hat die Fortsetzung der ultra-expansiven Geldpolitik – die zu deutlich gestiegenen Bilanzsummen der Zentralbanken geführt hat – maßgeblich dazu beigetragen, das Marktvertrauen zu stützen und stabile Finanzierungsbedingungen sicherzustellen (siehe Grafiken 2 und 3).

Auch wenn ein entschiedenes Einschreiten der Finanzpolitik zur Verhinderung einer noch schlimmeren Krise wohl unvermeidlich war, hat der Trend zu immer höheren öffentlichen Haushaltsdefiziten und Staatsschulden mittlerweile besorgniserregende Ausmaße angenommen. In der Tat haben sich die öffentlichen Haushaltsdefizite und Staatsschulden mit jeder neuen Krise immer weiter erhöht, sodass die Finanzlage mittlerweile in vielen hochverschuldeten Staaten nicht mehr nachhaltig erscheint. Angesichts der Tatsache, dass die finanzpolitischen Puffer in der aktuellen Krise weitestgehend ausgeschöpft wurden – und in dem Bewusstsein, dass der Zeitraum von einer zur nächsten Krise immer kürzer geworden ist –, haben die Regierungen wohl (nach vollständiger Überwindung der Pandemie) keine andere Wahl, als ihre Haushalte zu konsolidieren und wieder nachhaltig aufzustellen. Mit Blick auf die Wiederherstellung tragfähiger Staatsfinanzen stehen die hoch verschuldeten Staaten jedoch vor einer Herkulesaufgabe.

Wertpapierkäufe der großen Zentralbanken

2

USD Mrd. (auf Basis aktueller und konstanter Wechselkurse)



Fed: Im Bestand der Fed gehaltene Wertpapiere.
BoJ: Staatliche Schuldverschreibungen. EZB: Bestand der zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapiere.
BoE: Im Rahmen des Ankaufprogramms (APF) gehaltene britische Staatsanleihen (Giltts).

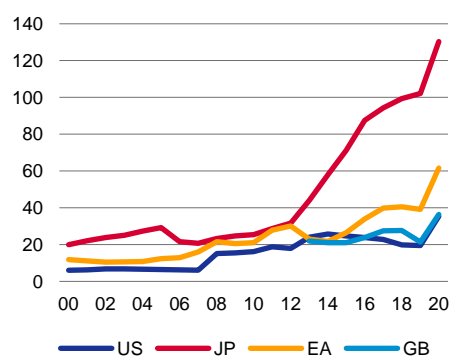
Quellen: Zentralbanken, Haver Analytics, WEFA, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Die in vielen Volkswirtschaften offen zu Tage getretenen finanzpolitischen Probleme und Herausforderungen (wie z.B. in den USA, Japan und einigen Mitgliedstaaten des Euroraums) haben schließlich eine kontroverse Debatte ausgelöst, wie sich die Finanzpolitik angesichts von Niedrigzinsen und der voranschreitenden Alterung der Bevölkerung aufstellen sollte, um sowohl die Stabilität der Wirtschaft als auch die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen sicherzustellen. Während die Niedrigzinsen auf der einen Seite dafür gesorgt haben, dass die Zinslasten der meisten Staaten noch immer tragbar geblieben sind, dürfte die Alterung der Bevölkerung die öffentlichen Haushalte in der nächsten Dekade massiv belasten, da sich einerseits das Beschäftigungsniveau – und somit die Wachstumsrate – abschwächen und darüber hinaus auch die altersabhängigen Staatsausgaben ansteigen dürften. Die derzeitige Gretchenfrage lautet also wie folgt: (a) Könnte die überbordende Staatsverschuldung – sollte sie nach der Pandemie nicht wieder auf ein normales Maß begrenzt werden – ab einem unumkehrbaren Punkt die Staaten und Volkswirtschaften derart belasten, dass am Ende unweigerlich eine neue Staatsverschuldungskrise stehen könnte? Oder (b) könnte der aktuell beobachtete Schuldenanstieg lediglich den Übergang in eine „neue Normalität“ darstellen, in der die Schuldentragfähigkeit der Staaten

Die Notenbankbilanzen sind in der letzten Dekade enorm angewachsen

3

Aktiva der Zentralbanken, % BIP



Quellen: Zentralbanken, IWF WEO, AMECO, WEFA, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

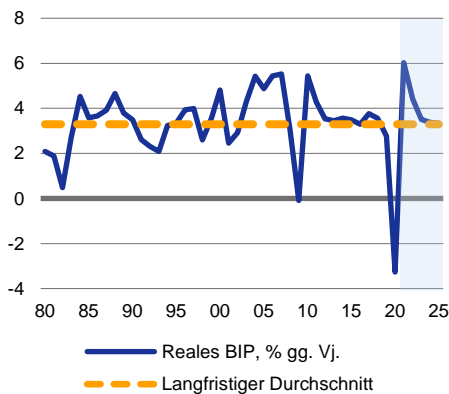


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Die durch Corona ausgelöste
Rezession stellt die Rezession von
2009 in den Schatten

4

Welt-BIP (real), % gg. Vj.

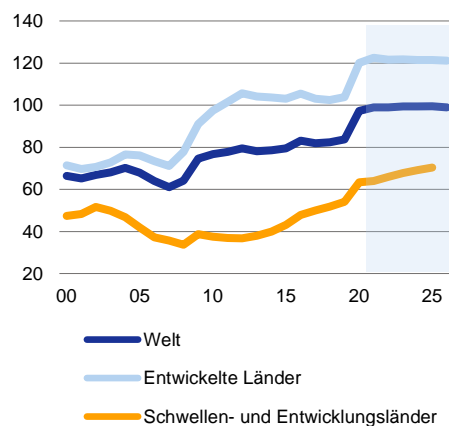


Quellen: IWF WEO, Deutsche Bank Research

Die Staatsverschuldung steigt stetig
an: Geht es immer nur aufwärts?

5

(Brutto-) Staatsverschuldung, % BIP

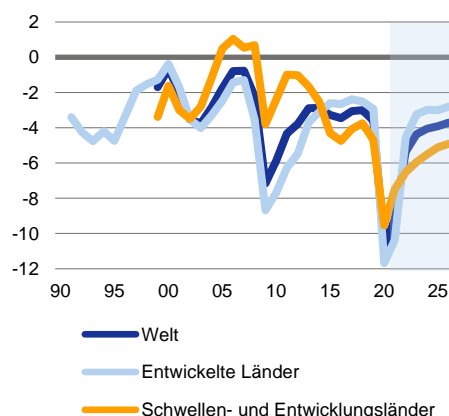


Quellen: IWF WEO, IWF Fiscal Monitor (April 2021)

Die öffentlichen Haushaltsdefizite
sind mit jeder Krise größer geworden

6

Öffentlicher Finanzierungssaldo, % BIP



Quellen: IWF WEO, IWF Fiscal Monitor (April 2021)

auch in Zukunft dank anhaltend niedriger Zinsen und Staatsanleihekäufe durch die Notenbanken sichergestellt ist?

Die Studie ist wie folgt gegliedert: Im nächsten Kapitel werfen wir zunächst einen Blick auf den jüngsten weltweiten Anstieg der Staatsschulden, bevor wir uns im dritten Abschnitt mit den Kosten und dem Nutzen von Staatsschulden – oder anders ausgedrückt, dem „Gebrauch“ bzw. „Missbrauch“ der Defizitfinanzierung – befassen. Um diese oft auf Lagerdenken basierende Diskussion zu versachlichen, fassen wir im Anhang die vorherrschenden wirtschaftswissenschaftlichen Theorien zur Staatsverschuldung zusammen. Im vierten Kapitel gehen wir auf das theoretische Konzept der Schuldentragfähigkeit ein und werfen einen Blick auf die empirische Forschung in den Wirtschaftswissenschaften zu diesem Thema. Im fünften Kapitel befassen wir uns mit den Auswirkungen, die von den niedrigen Zinsen und der Bevölkerungsalterung auf die Schuldentragfähigkeit ausgehen. Am Schluss ziehen wir ein Fazit und zeichnen einen Weg zur Wiederherstellung „tragfähigerer“ öffentlicher Finanzen, der unserer Ansicht nach beschritten werden sollte, um die Weltwirtschaft stabiler und wachstumsfreundlicher zu machen.

B. Der heutige Schuldenanstieg im historischen Vergleich

Die COVID-19-Pandemie hat nicht nur eine große Gesundheitskrise, sondern auch die schwerste globale Rezession in der Nachkriegszeit ausgelöst. Im Jahr 2020 sank das globale BIP (real) um 3,3% und damit deutlich stärker als während der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 (siehe Grafik 4). Angesichts des Ausmaßes der Krise (global, branchenübergreifend, angebots-/nachfrageseitig) sind die Staatsschulden weltweit deutlich anstiegen. Sowohl die konjunkturbedingten Mindereinnahmen/Mehrausgaben (automatische Stabilisatoren) als auch die finanzpolitischen Rettungs- und Konjunkturpakete (diskretionäre Maßnahmen) haben zu ausufernden öffentlichen Haushaltsdefiziten geführt.

Die Staaten haben als Reaktion auf die Pandemie die Haushaltsschleusen geöffnet

Laut Schätzungen des IWF (siehe [Fiscal Monitor](#) vom April 2021) addieren sich die während der Pandemie (d.h. seit Januar 2020) weltweit ergriffenen finanzpolitischen Unterstützungsmaßnahmen bisher auf insgesamt knapp USD 16 Billionen, was stolzen 19% des weltweiten BIP im Jahr 2020 entspricht. Diese Summe setzt sich sowohl aus Mindereinnahmen/Mehrausgaben im Volumen von etwa USD 9,9 Billionen (11,7% des BIP) als auch aus Liquiditätshilfen (z.B. für öffentliche Kapitalspritzen, Darlehen, Anleihekäufe, Schuldenübernahmen und/oder staatliche Garantien) in Höhe von USD 6,1 Billionen (7,2% des BIP) zusammen (siehe Grafik 8).

Bei den Mehrausgaben/Mindereinnahmen geht von der Gruppe der G20-Industrieländer (G20 AE; Advanced Economies) der bei Weitem größte Impuls aus (USD 8,5 Bill. oder 14,6% des BIP). Die USA führen die Liste deutlich an (USD 5,3 Bill. oder 25,5% des BIP), gefolgt von Großbritannien (16,2% des BIP), Australien (16,1% des BIP) und Japan (15,9% des BIP) (siehe Grafik 8). Angesichts der neuen Vorschläge der US-Regierung für ein großes [Infrastrukturprogramm](#) (ungefähr USD 2 Bill.) und einen [Plan für amerikanische Familien](#) (etwa USD 1,8 Bill.) könnte sich die Summe der US-Konjunkturmaßnahmen noch weiter erhöhen und möglicherweise auf über USD 9 Bill. oder mehr als 40% des BIP aus dem Jahr 2020 ansteigen.

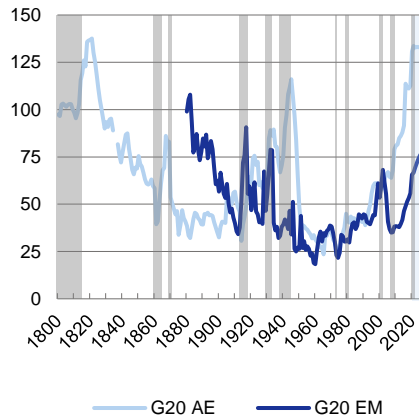


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

G20: Staatsschuldenquote in den Industrie- und Schwellenländern (1800-2026)

7

Staatsverschuldung, % BIP



Graue Schattierungen: Kriege und ausgewählte ökonomische Krisen.

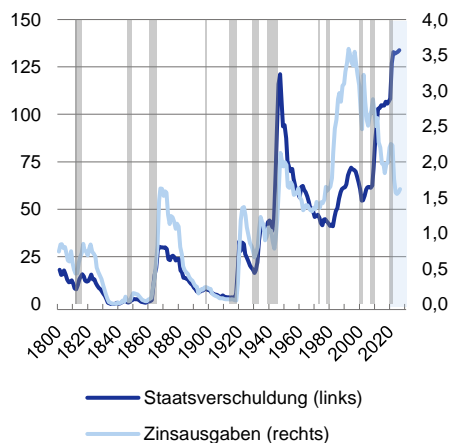
AE: Entwickelte Volkswirtschaften (Industrielländer)
EM: Schwellenländer

Quellen: IWF Historical Public Debt Database, IWF WEO

USA: Die Schuldenquote dürfte 2021 ein neues Allzeithoch erreichen

9

% BIP



Graue Schattierungen: Kriege und ausgewählte ökonomische Krisen.

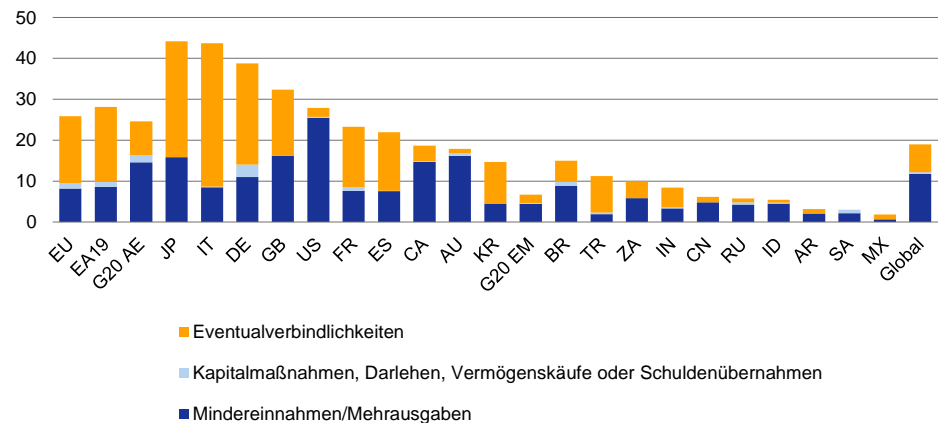
Quellen: IWF Public Finance in Modern History Database, IWF WEO

Auch in den Schwellenländern – gemessen an der Gruppe der G20-Schwellenländer (G20 EM; Emerging Markets) fiel die jeweilige haushaltspolitische Reaktion (ohne Liquiditätshilfen) immer noch stark aus, wenngleich das Volumen mit rund USD 1,1 Bill. oder 4,4% des BIP deutlich unter dem der Industrieländer geblieben ist. Innerhalb dieser Gruppe ergriffen laut IWF-Daten Brasilien (8,8% des BIP), Südafrika (5,9% des BIP) und China (4,8% des BIP) die umfangreichsten finanzpolitischen Maßnahmen.

Finanzpolitische Reaktionen auf die Corona-Pandemie*

8

% BIP (2020)



* Finanzpolitische Unterstützungsmaßnahmen seit Januar 2020

Quellen: IWF Fiscal Monitor (April 2021), IWF WEO, Deutsche Bank Research

Vor dem Hintergrund dieser finanzpolitischen Reaktion schwoll das weltweit zusammengefasste öffentliche Haushaltsdefizit kräftig von rund 3,5% des BIP im Jahr 2019 auf 10,8% des globalen BIP im Jahr 2020 an. Damit fiel das weltweite Haushaltsdefizit noch deutlich größer aus als während der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 (Grafik 6). In der Folge schossen die globalen Staatsschulden regelrecht in die Höhe und erreichten einen neuen Höchststand von fast 100% des weltweiten BIP. Damit liegen die globalen Staatsschulden nunmehr deutlich über dem in der Vor-Pandemie-Zeit markierten Niveau von etwa 85% des BIP und ungefähr 33 Prozentpunkte über der Verschuldungsquote, die sich im Durchschnitt über den Zeitraum von 2000 bis 2007 ergab. Für den weiteren Verlauf prognostiziert der IWF, dass die globale Staatsschuldenquote bis zum Jahr 2026 weitgehend unverändert bleiben wird (siehe Grafik 5). Besorgniserregend bleibt der Befund, dass sich sowohl die Haushaltsdefizite als auch die Staatsschulden (im Länderdurchschnitt) mit jeder neuen Krise immer weiter erhöht haben (siehe Grafiken 5 und 6). Und das, obwohl die Marktzinsen und die staatlichen Zinsausgaben im letzten Jahrzehnt drastisch gesunken sind. Vor allem in den Industrieländern war ein besonders ausgeprägtes Zusammenspiel zwischen chronischen Haushaltsdefiziten und wachsenden Staatsschulden zu beobachten. Ausgehend von dem relativ hohen Defizitniveau in der Vor-Pandemie-Zeit ging das durchschnittliche (BIP-gewichtete) Haushaltsdefizit der Industriestaaten im Jahr 2020 mit 12% vom BIP regelrecht durch die Decke.

Staatsschulden erreichen in vielen Ländern Nachkriegszeit-Höchststände

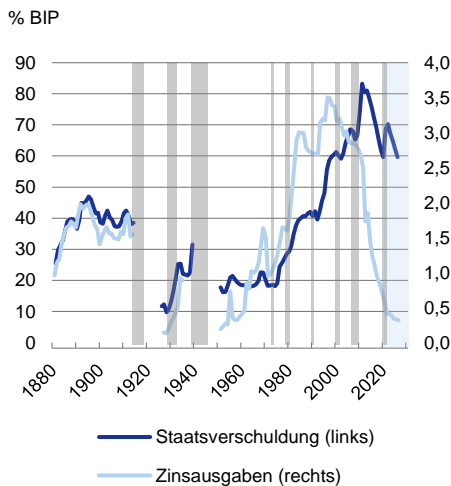
Vor diesem Hintergrund stieg die Staatsschuldenquote der Industrieländer im Jahr 2020 auf 122,7% des BIP. Verglichen mit dem über den Zeitraum 2000-07 beobachteten Durchschnittswert von ungefähr 70% des BIP kommt dies einem sprunghaften Anstieg von mehr als 50 Prozentpunkten gleich.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

DE: Schuldenquote noch unter dem Höchststand von 2012, Zinsausgaben nahe historischer Tiefstwerte

10



Graue Schattierungen: Kriege und ausgewählte ökonomische Krisen.

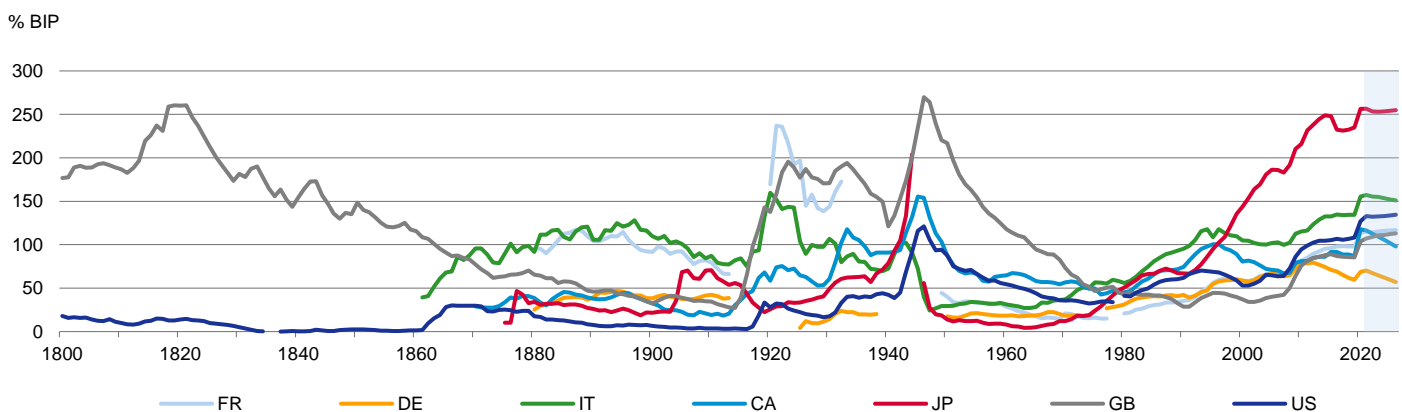
Quellen: IWF Public Finance in Modern History Database, IWF WEO

Ein Blick in die historischen Datenbanken des IWF zu den öffentlichen Finanzen (Public Finance in Modern History Database) und zur Staatsverschuldung (Historical Public Debt Database) (angereichert mit Zeitreihen aus dem World Economic Outlook) zeigt, dass die länderdurchschnittliche Staatsverschuldungsquote in den Industrieländern einen neuen Nachkriegszeit-Höchststand erreicht hat (z.B. gemessen anhand des G-20-Industrieländeraggregats; siehe Grafik 7). In der Tat hat die heutige Verschuldungsquote der G20-Industrieländer mit über 130% vom BIP (2020-Schätzwert) sogar das nach Ende des Zweiten Weltkriegs erreichte Niveau deutlich übertroffen (zum Vergleich 1945: 116% des BIP) (siehe Grafik 7).

In der Gruppe der G7-Länder, auf die immer noch etwa 45% des weltweiten BIP und fast zwei Drittel der ausstehenden globalen Staatsschulden entfallen, hat die Bruttostaatsverschuldung von Japan (nach wie vor die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt) ein historisches Hoch von mehr als 250% des BIP erreicht (siehe Grafik 11). Die Staatsverschuldungsquoten in den USA (größte Volkswirtschaft der Welt) (siehe Grafik 9) und Italien (drittgrößte Volkswirtschaft des Euroraums) (siehe Grafik 11) liegen entweder bereits ganz in der Nähe ihrer Allzeithochs oder dürften diese schon sehr bald übertreffen. Und selbst in Deutschland – dem Stereotypen eines wirtschaftlich orthodoxen und haushaltspolitisch vorsichtigen Landes – hat sich die Staatsverschuldungsquote wieder dem bisherigen Allzeithoch von etwa 82% des BIP angenähert, das nach der globalen Finanzkrise im Jahr 2010 erreicht wurde (siehe Grafik 10).

G7: Staatsverschuldung (1800-2026)

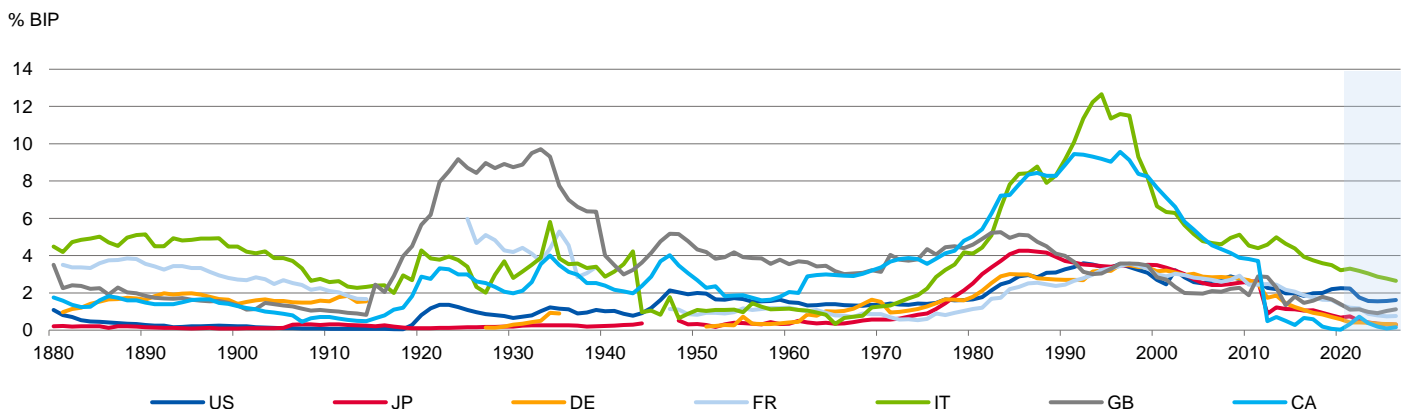
11



Quellen: IWF Historical Public Debt Database, IWF WEO

G7: Staatliche Zinsausgaben (1880-2026)

12



Quellen: IWF Public Finance in Modern History Database, IWF WEO

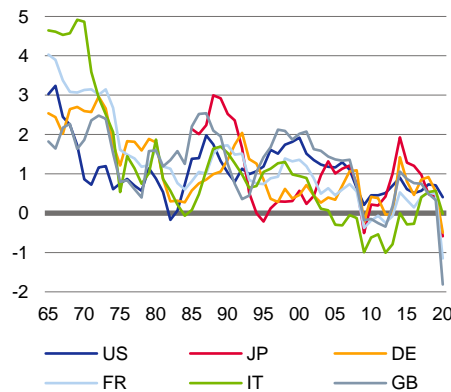


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Vor dem Hintergrund des nachlassenden Produktivitätswachstums ...

13

Totale Faktorproduktivität (TFP), % gg. Vj. (gleitender 5-Jahresdurchschnitt)

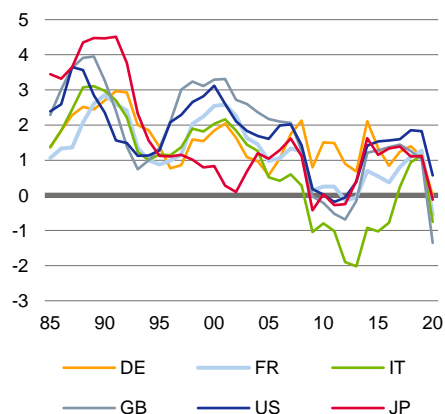


Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

... hat sich das Wirtschaftswachstum strukturell abgeschwächt

14

Reales Pro-Kopf-Einkommen, % gg. Vj. (gleitender 5-Jahresdurchschnitt)

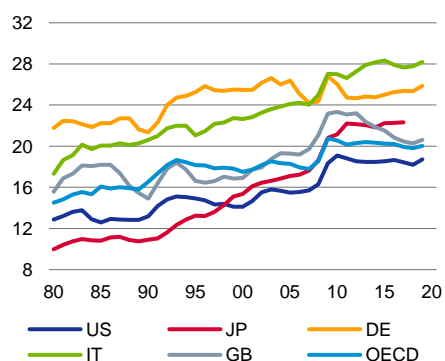


Quellen: IWF WEO, Deutsche Bank Research

Die staatlichen Sozialausgaben ...

15

Staatliche Sozialausgaben, % BIP



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Es gibt viele Gründe für den deutlichen Schuldenanstieg seit den 1970er Jahren

Der stetige Anstieg der Staatsverschuldung über die letzten knapp 50 Jahre hat verschiedene Gründe, die sich je nach Land stark unterscheiden können. Grundsätzlich ist der Schuldenaufbau das Ergebnis:

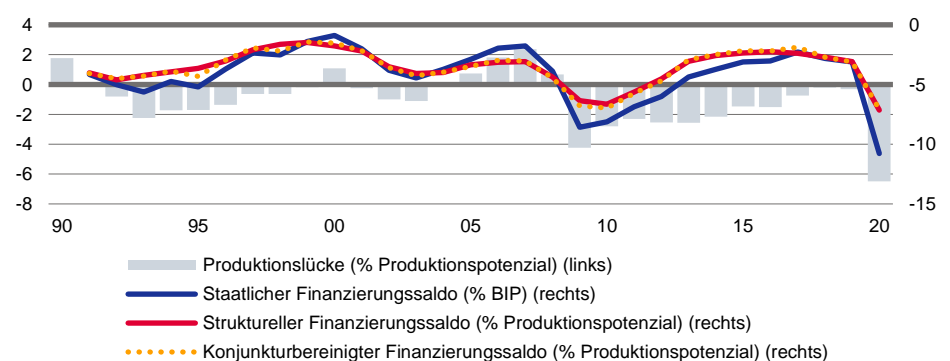
- eines asymmetrischen Einsatzes der Fiskalpolitik zur Konjunkturglättung („Globalsteuerung“ in Anlehnung an den Keynesianismus) (siehe Grafik 16),
- der globalen Wachstumsverlangsamung – ausgelöst durch die fallende Wachstumsrate der Totalen Faktorproduktivität (TFP) („Innovationsstagnation“) und/oder einer strukturellen Nachfrageschwäche („säkulare Stagnation“) (siehe Grafiken 13 und 14),
- steigender Sozialausgaben in den alternden Gesellschaften (zum Beispiel für Renten, Gesundheit und Pflege) (siehe Grafiken 15 und 18) und/oder
- der fiskalischen Kosten infolge außergewöhnlicher, globaler und/oder länderspezifischer Ereignisse und Krisen (wie z.B. die deutsche Wiedervereinigung 1990, das Platzen der Dotcom-Blase Anfang der 2000er Jahre, die globale Finanzkrise 2008/2009 oder die Corona-Pandemie).

In den OECD-Ländern haben sich sowohl die Brutto- als auch die Nettostaatschuldenquoten (im Länderdurchschnitt; relativ zum BIP) seit den 1970er Jahren kontinuierlich nach oben bewegt. Nachdem die Bruttostaatsverschuldung in den 1970ern im Durchschnitt bei nur 40% des BIP lag, erhöhte sie sich in den 1980ern und 1990ern auf durchschnittlich mehr als 50% bzw. knapp 70% des BIP. Zwischen dem Ende der 2000er und den frühen 2010er Jahren kletterte sie infolge der fiskalischen Auswirkungen der globalen Finanzkrise um mehr als 30 Prozentpunkte des BIP nach oben, ehe sie im Zuge der Corona-Pandemie um weitere 17 Prozentpunkte nach oben katapultiert wurde (siehe Grafik 17).

Tatsächlich waren die OECD-Staaten (im Länderdurchschnitt) nicht in der Lage oder willens, in wirtschaftlichen Boom-Phasen (gekennzeichnet durch eine positive Produktionslücke) Haushaltsüberschüsse zu erzielen oder zumindest ausgeglichene Staatshaushalte vorzulegen. Dieser asymmetrische Einsatz der Fiskalpolitik (größere strukturelle Defizite während Rezessionen; verringerte, aber fortbestehende strukturelle Defizite im Wirtschaftsaufschwung) hat dazu geführt, dass sich die Bruttostaatsschuldenquote in den letzten rund 40 Jahren mehr als verdreifacht hat (Grafik 17). Glücklicherweise – zumindest aus Sicht der hoch verschuldeten Staaten – sind die Zinsausgaben (relativ zum BIP sowie den Einnahmen/Ausgaben) in den letzten Jahrzehnten deutlich gesunken, sodass die (jährlichen) schuldenbedingten Zinslasten bislang noch für die meisten Länder tragbar geblieben sind (siehe Grafiken 11, 12, 19 und 20).

OECD-Ländergruppe: Ausrichtung der Finanzpolitik im Konjunkturverlauf

16



Die OECD-Zeitreihen zu den öffentlichen Finanzen beginnen erst im Jahr 1991.

Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

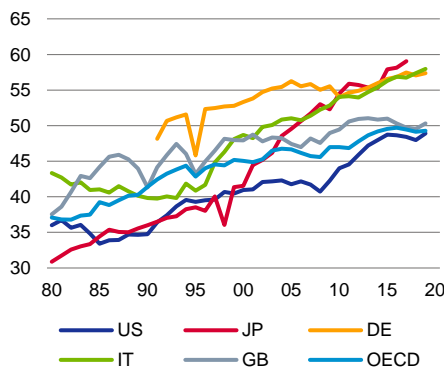


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

... sind mit der Zeit kräftig gestiegen

18

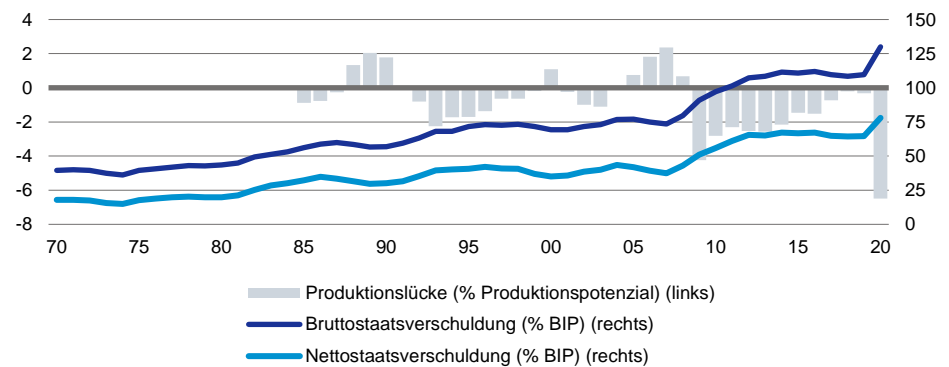
Staatliche Sozialausgaben, % Staatsausgaben



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

OECD-Ländergruppe: Staatsverschuldungsquoten im Konjunkturverlauf

17



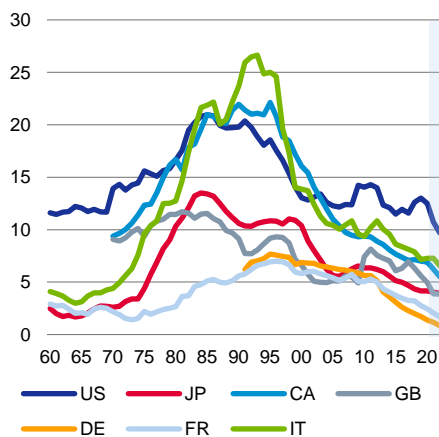
Die OECD-Zeitreihe zur Produktionslücke beginnt erst im Jahr 1985.

Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

G7: Die staatlichen Zinsausgaben sind stark gesunken – sowohl im Verhältnis zu den Staatseinnahmen ...

19

Staatliche Zinsausgaben, % Staatseinnahmen

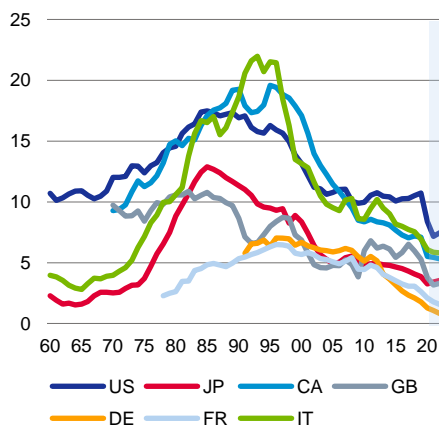


Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

... als auch relativ zu den gesamten Staatsausgaben

20

Staatliche Zinsausgaben, % Staatsausgaben



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

C. Kosten und Nutzen von Staatsschulden

Über den „Gebrauch“ und „Missbrauch“ staatlicher Defizitfinanzierung

Haushaltsdefizite und Staatsschulden sind grundsätzlich per se weder gut noch schlecht. Sie können vielmehr ein nützliches (politisches) Instrument sein, um:

(a) die Wirtschaft in Phasen des Abschwungs durch die Wirkung automatischer Stabilisatoren (konjunkturbedingte Haushaltsdefizite) und/oder durch den Einsatz diskretionärer haushaltspolitischer Maßnahmen (strukturelle Defizite) zu stabilisieren,

(b) Steuerglättung zu betreiben, um Verzerrungen im Wirtschaftsprozess zu minimieren, die bei der Besteuerung entstehen, und

(c) Einkommen zwischen den Generationen umzuverteilen („intergenerationale Verteilung“), z.B., um auch künftige Generationen (Nutznießer) an den Finanzierungskosten großer Infrastrukturprojekte zu beteiligen und/oder die durch außergewöhnliche Ereignisse ausgelösten Finanzierungslasten auf die Schultern mehrerer Generationen zu verteilen (Beispiel: deutsche Wiedervereinigung).

Für eine Vertiefung der Diskussion siehe unter anderem auch den Bericht „Staatsverschuldung wirksam begrenzen“ des *Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*.

In wirtschaftswissenschaftlichen Kreisen – und noch viel mehr in der Politik – ist die Debatte zum Thema Staatsverschuldung sehr häufig von Lagerdenken geprägt. Zwar dürften wohl die allermeisten Ökonomen die während der Pandemie von den Zentralbanken und Regierungen ergriffenen, außergewöhnlichen Maßnahmen befürworten, da diese maßgeblich dazu beigetragen haben, die Nachfrage zu stabilisieren und einen allzu scharfen Rückgang des Produktionspotenzials (negative „Hysterese-Effekte“) zu verhindern. Diametrale Ansichten bestehen jedoch darüber, welche Rolle der Staat in einer Volkswirtschaft in „wirtschaftlichen Normalzeiten“ einnehmen sollte. Es geht also darum, ob bzw. in welchem Ausmaß und mit welchen Mitteln Zentralbanken und Regierungen über den Einsatz der Geld- und Fiskalpolitik zusätzliches Wachstum und Einkommen fördern sollten bzw. könnten. Während einige Ökonomen einen deutlich aktiveren Staat fordern, der auch nach Überwindung der Pandemie eine stark expansive Fiskalpolitik betreibt, um Wachstum und Beschäftigung zu fördern, plädieren andere Ökonomen wiederum dafür, die Staatshaushalte sobald wie möglich zu konsolidieren – also Haushaltsdefizite und Staatsschulden abzubauen.

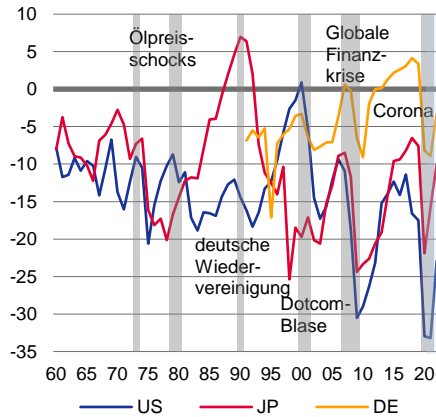


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Staatliche Kreditfinanzierungsquoten im historischen Kontext

21

Staatlicher Finanzierungssaldo, % Staatsausgaben

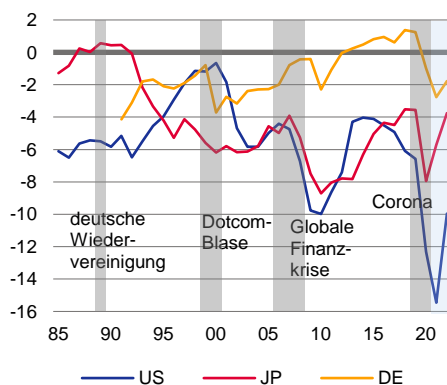


Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Einsatz diskretionärer Fiskalpolitik im Kontext vorheriger Wirtschaftskrisen

22

Struktureller Finanzierungssaldo, % BIP

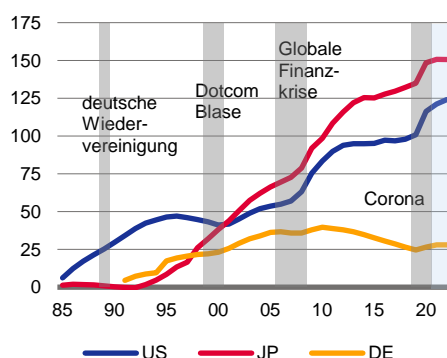


Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Strukturell bedingter Aufbau der Staatsverschuldung

23

Kumulierte konjunkturbereinigte Finanzierungssalden des Staates, % BIP



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Die orthodoxe Sichtweise: Behutsamer Einsatz von Staatsschulden, da diese private Investitionen verdrängen

Orthodoxe Ökonomen – inspiriert von der neoklassischen Theorie und dem Ordoliberalismus (siehe auch unsere Kurzzusammenfassung der herrschenden wirtschaftswissenschaftlichen Theorien zum Thema Staatsverschuldung im Anhang) – argumentieren, dass die derzeitige expansive Nachfragepolitik sobald wie möglich wieder zurückgenommen werden sollte, da sie anderenfalls die wirtschaftliche Stabilität gefährden und langfristige Kosten verursachen könnte (z.B. über eine durch die globale Liquiditätsschwemme angefachte Vermögenspreis- und/oder Verbraucherpreis-inflation).

Diese neoklassische Sichtweise basiert auf der Ansicht, dass eine Volkswirtschaft bei guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stets automatisch zum neuen (Pareto-optimalen) Gleichgewicht gelangt. Aus diesem Grund sollte der Staat – z.B. mittels Deregulierung, Bürokratieabbau, Steuer- und Ausgaben-senkungen und der Wahrung finanzpolitischer Solidität – in allererster Linie für gute wirtschaftliche Rahmenbedingungen sorgen, die mit Blick auf die Innovationskraft und Stabilität der Volkswirtschaft und damit ein höheres Wachstumspotenzial von entscheidender Bedeutung sind.

Die meisten von der neoklassischen Perspektive geprägten Ökonomen schließen jedoch Haushaltsdefizite und höhere Staatsschulden nicht kategorisch aus, legen aber großen Wert darauf, dass diese mit Bedacht eingesetzt werden, z.B. damit die automatischen Stabilisatoren in Wirtschaftsabschwüngen reibungslos wirken können. Denn schließlich würde der im Abschwung einsetzende – konjunkturbedingte – Anstieg der Staatsschulden bei einem symmetrischen Einsatz der Fiskalpolitik nur von vorübergehender Natur sein, da dieser wieder im nächsten Aufschwung dank konjunkturbedingter Mehreinnahmen/Minderausgaben zurückgeführt werden wird bzw. kann.

Dauerhafte (d.h. „strukturell“ bedingte) Schulden sollten allerdings, wenn überhaupt, streng begrenzt sein – z.B. für die Finanzierung der öffentlichen Nettoanlageinvestitionen (Bruttoanlageinvestitionen abzüglich Abschreibungen). In diesem Fall kann es angemessen sein, künftige Generationen über die Schuldenaufnahme an den Finanzierungskosten staatlicher Investitionen zu beteiligen, da auch sie einen späteren Nutzen aus den zusätzlichen Nettoanlageinvestitionen ziehen dürften. Denn schließlich dürften nicht nur die heutigen, sondern auch künftige Generationen von einer erweiterten und modernisierten Infrastruktur profitieren, die z.B. mit einem schnelleren Internet, besseren Straßen, Schulen und Krankenhäusern oder einer sauberen Umwelt einhergeht.

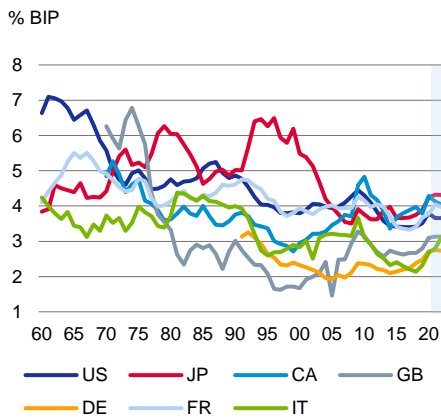
Ganz grundsätzlich führen aber (höhere) Staatsschulden in der neoklassischen Theorie zu negativen wirtschaftlichen Auswirkungen. Denn eine staatliche Nettokreditaufnahme führt schließlich entweder (a) zu einer Verdrängung inländischer privater Investitionen (infolge höherer Zinsen) und einem entsprechend geringeren zukünftigen Produktions- und Einkommensniveau (infolge des niedrigeren privaten Kapitalstockeinsatzes) und/oder (b) zu steigenden Zinszahlungen an das Ausland und somit einem niedrigeren künftigen Volkseinkommen (im Falle eines externen, durch ausländische Ersparnisse finanzierten Anstiegs der Staatsverschuldung). Daher sollten die konsumtiven (Sozial-) Ausgaben des Staates wie z.B. für Renten oder die Gesundheitsversorgung grundsätzlich aus den laufenden Staatseinnahmen (d.h. Steuereinnahmen und Sozialversicherungsbeiträgen) – nicht aber durch das Anzapfen des Kredithahns – finanziert werden. Die wohl meisten orthodoxen Ökonomen dürften mittlerweile befürchten, dass die im letzten Jahrzehnt aufgebaute strukturelle Staatsverschuldung – die größtenteils auf konsumtive und nicht so sehr auf investive, potenziell wachstumsfördernde Staatsausgaben zurückgeführt werden kann (siehe Grafiken 15, 18, 24, 25 und 26) – zu einer großen wirtschaftlichen und haushaltspolitischen Bürde für künftige Generationen werden könnte.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

G7-Volkswirtschaften: Staatliche Bruttoanlageinvestitionen

24

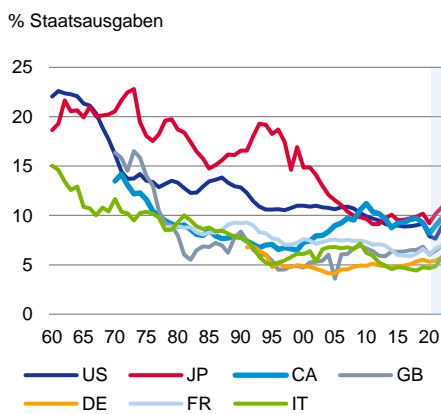


Die Sichtweise der Schuldenbefürworter: Höhere Schulden kurbeln das Wirtschaftswachstum an und finanzieren sich daher größtenteils selbst

Keynesianer oder progressivere „Verfechter höherer Staatsschulden“ plädieren dafür, dass auch in Nachkrisenzeiten ein deutlich expansiverer fiskalpolitischer Kurs gefahren werde sollte, um ein höheres BIP-Niveau zu erzielen und für Vollbeschäftigung zu sorgen. Grundsätzlich haben die Schuldenbefürworter ein stark ausgeprägtes Vertrauen in die Stärke und Fähigkeit des Staates, wirtschaftliche Prozesse so lenken zu können, um gewisse wirtschaftspolitische Ziele zu erreichen. Deren Meinung nach würde ein Sparkurs im Anschluss an die Krise (also eine Reduzierung der Haushaltsdefizite) nur unnötige volkswirtschaftliche Schäden nach sich ziehen. Denn eine auf Haushaltskonsolidierung bedachte Fiskalpolitik wäre unweigerlich mit hohen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Kosten verbunden. Ein solcher Kurs könnte sich sogar ins Gegenteil verkehren („Sparparadoxon“), sofern die Konsolidierungsschritte das Wirtschaftswachstum derart stark abwürgten, dass eine Haushaltskonsolidierung nicht gelingen kann oder sogar zu einer fiskalischen Verschlechterung führt.

G7-Volkswirtschaften: Staatliche Bruttoanlageinvestitionen

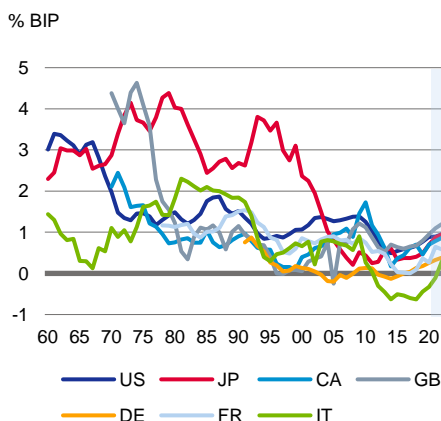
25



Darüber hinaus könnte sich laut den Schuldenbefürwortern ein noch expansiver – defizitbetriebener – Kurs der Fiskalpolitik größtenteils oder sogar vollständig selbst finanzieren, weil dieser zu einem höheren Wirtschaftswachstum und somit einem höheren Produktions- und Einkommensniveau führt. Gleichzeitig dürfte sich die höhere Wirtschaftsleistung positiv für die Staatsfinanzen auszahlen, da sie einerseits zu höheren Steuereinnahmen führte und andererseits die Ausgaben für Arbeitslosenhilfe in Schach hielt. Soweit die Theorie. In der Praxis gibt es jedoch einige Länderbeispiele (wie z.B. Japan oder Italien), in denen sich eine solch gelockerte Haushaltspolitik nicht ausgezahlt hat. In diesen Ländern stand am Ende des Tages – wie in der neoklassischen Theorie dargelegt – nicht ein höheres, sondern niedrigeres Wachstum zu Buche – bei gleichzeitig höheren Staatsschulden –, auch wenn uns zugegebenermaßen die kontrafaktische Evidenz fehlt bzw. wir nicht die Wachstums- und Haushaltsentwicklung nachzeichnen können, die sich bei einer strengeren Haushaltspolitik ergeben hätte (siehe Grafiken 27 und 28). Aus diesem Grund kann auch gerade nicht verallgemeinert werden, dass eine schuldenfinanzierte Ausgabenpolitik nie Erfolg versprechend sein würde. Denn ob eine solche das Wachstumspotenzial tatsächlich stärken kann (oder nicht), hängt in ganz entscheidendem Maße davon ab, ob die Mehrausgaben letztendlich für investive oder konsumptive Zwecke getätigt werden. In diesem Kontext sei hervorgehoben, dass der massive Schuldenaufbau vielerorts wohl nur in sehr begrenzten Maße für investive Maßnahmen verwendet worden sein dürfte: Denn schließlich sind die staatlichen (Netto-) Investitionsausgaben in den meisten großen Volkswirtschaften in den letzten 40 bis 50 Jahren rückläufig gewesen (siehe Grafik 24, 25 und 26).

G7-Volkswirtschaften: Staatliche Nettoanlageinvestitionen

26



Fiskalpolitik in der Corona-Krise: Energisches Eingreifen war unvermeidlich, ...

In der aktuellen Pandemie hatten die Regierungen zweifelsfrei keine andere Wahl, als sich energisch gegen die Krise zu stellen. Denn ohne das entschiedene, fiskalpolitische Einschreiten wäre es wohl zu einer Depression gekommen, die die Staatsfinanzen noch viel stärker in Mitleidenschaft gezogen hätte. Nichtsdestotrotz rächen sich nunmehr die in vielen großen Volkswirtschaften in der Vor-Pandemie-Zeit ausgebliebenen Strukturereformen. Erschwerend kommt hinzu, dass der Kurs der Finanzpolitik auch grundsätzlich zu locker war – was sich in einer schrittweisen Verschlechterung des strukturellen Primärsaldos gezeigt hat (siehe Grafik 32). Wie es aussieht, war der strukturell bedingte Schuldenanstieg vielerorts nicht so sehr auf Mehrausgaben für Investitionen und/oder Bildung (also das Wachstumspotenzial fördernde „investive“ Ausgaben) zurückzuführen, sondern vielmehr die Folge höherer Sozialausgaben (wie z.B. für Renten und/oder die Gesundheitsversorgung) (siehe Grafiken 15 und 18).

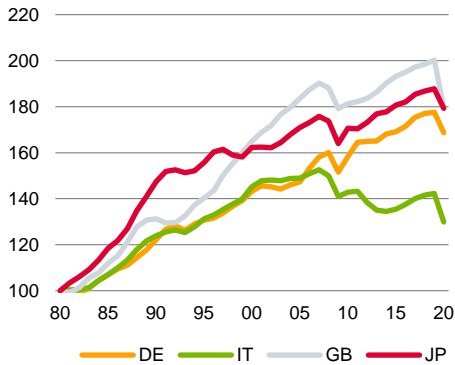


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Entwicklung des Pro-Kopf-Einkommens ...

27

Reales Pro-Kopf-Einkommen, Index: 1980=100

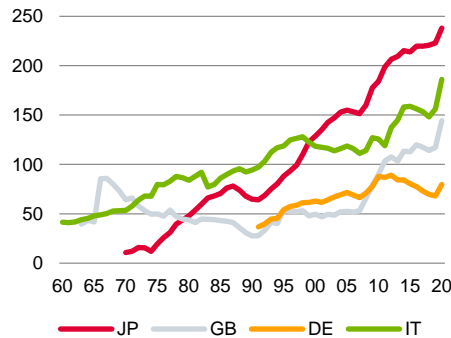


Quellen: IWF WEO, Deutsche Bank Research

... und der Staatsverschuldungsquote in ausgewählten Volkswirtschaften

28

Bruttostaatsverschuldung* (Gesamtstaat), % BIP



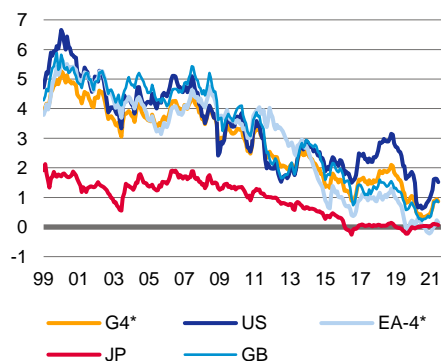
* Bruttofinanzschulden

Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Finanzierungsbedingungen in den großen Volkswirtschaften

29

Renditen auf Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit (Monatsendwerte), %



*G4: BIP-gewichteter Wert für die USA, Japan, die vier großen Euroländer (EA4) und das Vereinigte Königreich. EA4: DE, FR, IT und ES.

Quellen: Haver Analytics, IWF WEO, Deutsche Bank Research

Der aus Wachstumssicht vielerorts ungünstige Ausgabenmix der Staaten dürfte auch eine Erklärung dafür liefern, dass sich das Pro-Kopf-Einkommen in den großen, hoch verschuldeten Ländern (wie z.B. in Japan oder Italien) in der Summe nicht dynamischer entwickelt hat als in den niedriger verschuldeten Ländern (wie z.B. in Deutschland oder Großbritannien). Fakt ist vielmehr, dass in den letzten dreißig Jahren die durchschnittliche (reale) Wachstumsrate des Pro-Kopf-Einkommens in Japan und Italien deutlich niedriger ausgefallen ist als in Deutschland oder Großbritannien – was der These der Schuldenbefürworter entgegensteht, dass eine schuldenfinanzierte Ausgabenpolitik wachstumsstärkend und größtenteils selbstfinanzierend sei (siehe Grafiken 27 und 28).

Sicherlich ist die Wachstumsschwäche in diesen beiden Ländern nicht allein auf eine hohe Staatsverschuldung – und die davon potenziell ausgehenden negativen Effekte – zurückzuführen. Dennoch zeigt das Länderbeispiel Japan, dass die ultra-expansive Fiskalpolitik („Abenomics“) zu keinem dauerhaft bzw. strukturell höheren Wachstumspfad geführt hat, obwohl die in dem Niedrigzinsumfeld betriebene Schuldenpolitik wohl kaum zu größeren „klassischen“ Verdrängungseffekten bei der privaten Investitionstätigkeit geführt haben dürfte. Insgesamt lässt sich konstatieren, dass die Sanierung der Staatsfinanzen aufgrund der tiefgreifenden Corona-Krise und der schwachen mittel- bis langfristigen Wachstumsaussichten erhebliche Kraftanstrengungen erfordert. In den fiskalisch schwachen Staaten, die bereits vor der Corona-Pandemie chronische Haushaltsdefizite und eine hohe Staatsverschuldung ausgewiesen haben, kommt diese gar einer Herkulesaufgabe gleich.

... aber die wirtschafts- und finanzpolitischen „Altlasten“ rächen sich jetzt

Aber selbst einige Volkswirtschaften, deren Staatsfinanzen gemeinhin als solide und tragfähig gelten und denen große, zusätzliche „finanzpolitische Spielräume“ bescheinigt werden (z.B. weil diese Länder in der Vor-Pandemie-Zeit nur geringe Haushaltsdefizite oder sogar Überschüsse erzielten), stehen vor enormen fiskalischen Herausforderungen, da die rapide Bevölkerungsalterung die Schuldenfähigkeit mittel- bis langfristig gefährdet. Da viele Staaten selbst in den „goldenen“ Jahren vor der Pandemie – mit stabilem Wachstum, boomenden Arbeitsmärkten und stetig sinkenden Zinsausgaben – nicht in der Lage waren, ausgeglichene Staatshaushalte vorzulegen (siehe Grafik 33), könnte es über kurz oder lang zu einem Glaubwürdigkeitsproblem in der Fiskalpolitik kommen. Denn nach Daten des IWF haben die Industrieländer im Länderdurchschnitt kein einziges Mal einen ausgeglichenen Staatshaushalt in den letzten knapp 30 Jahren vorgelegt (siehe Grafik 6).

Rekordhohe Staatsverschuldung nur noch dank anhaltender Niedrigzinsen und ultra-expansiver Geldpolitik zu stemmen

Die heutige rekordhohe Staatsverschuldung ist bislang wohl nur noch dank des strukturell bedingten Niedrigzinsniveaus (siehe Grafik 29) und einer „unheilvollen“ Allianz zwischen Geld- und Fiskalpolitik (innerhalb welcher die Zentralbanken zwar nicht *de jure*, aber *de facto* immer große Teile der Staatsschulden monetarisiert haben) tragbar geblieben (siehe Grafiken 30-31 und Grafiken 146-49). Die großen Zentralbanken (wie die Fed, die BoJ, die EZB oder die BoE) – die schon seit sehr langer Zeit einen ultraexpansiven Kurs fahren und dabei auch zwangsläufig erhebliche mittel- bis langfristige Risiken für die Preisstabilität eingegangen sind – stoßen nunmehr zunehmend an ihre geldpolitischen Grenzen. Viele Staaten dürften sich mittlerweile nur noch dank einer aggressiven Geldpolitik in der Lage sehen, ihre großen Haushaltsdefizite und fällig werden den Schulden zu historisch niedrigen bzw. mancherorts sogar negativen Zinsen zu finanzieren (siehe Grafiken 1 und 29).

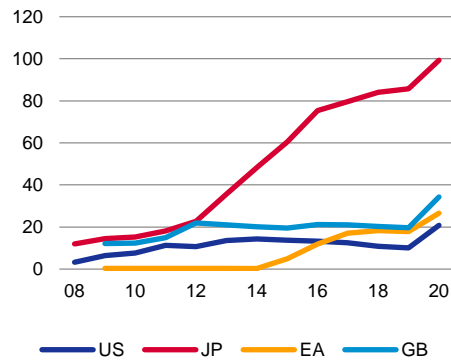


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Die Notenbanken halten mittlerweile viele Staatsschulden in ihren Bilanzen

30

In der Bilanz der Notenbanken gehaltene Staatsschulden, % BIP



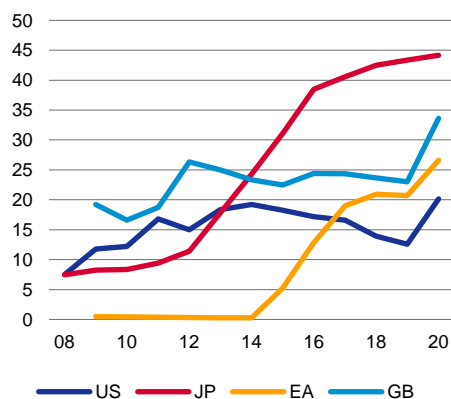
Fed: Im Bestand befindliche US Treasuries und Agency Debt Securities.
BoJ: Gehaltene staatliche Schuldverschreibungen.
EZB: In der Bilanz befindliche Staatsschulden (Gesamtstaat) sowie die im Rahmen der PSPP- und PEPP-Ankaufprogramme erworbenen öffentlichen Schuldtitel.
PSPP: Public Sector Purchase Programme.
PEPP: Pandemic Emergency Purchase Programme.
BoE: Im Rahmen des Ankaufprogramms (APF) gehaltene britische Staatsanleihen (Gilt).

Quellen: Zentralbanken, IWF WEO, AMECO, WEFA, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Zentralbanken nehmen inzwischen eine dominierende Rolle in den Staatsanleihemärkten ein

31

In der Bilanz der Notenbanken gehaltene Staatsschulden, % der ausstehenden Staatsschulden



USA: In Prozent der von der Öffentlichkeit gehaltenen Bundesschulden (Federal Debt Held by the Public).
Japan: In Prozent der Schulden der Zentralregierung (Federal Government Debt).
EUWU und GB: In Prozent der gesamtstaatlichen Schulden (Maastricht-Definition).

Quellen: Zentralbanken, IWF WEO, AMECO, US Treasury, Haver Analytics, WEFA, Deutsche Bank Research

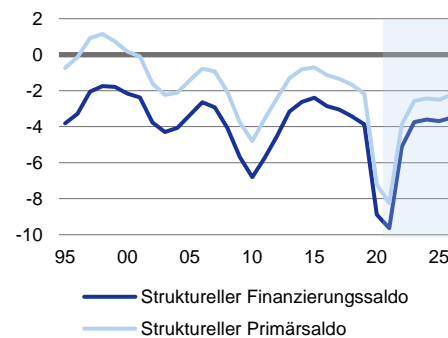
Auch wenn dieser Kurs der Geldpolitik die Wirtschaft und die öffentlichen Finanzen kurzfristig stabilisieren mögen, bergen sie erhebliche mittel- bis langfristige Risiken. Denn eine solche Geldpolitik reduziert auch unweigerlich die Anreize der Regierungen, in der mittleren Frist wieder auf einen fiskalischen Konsolidierungskurs einzuschwenken. Das liegt daran, dass der staatliche Zinsdienst für die hochverschuldeten Staaten (u.a. Japan oder Italien) immer noch tragbar geblieben ist und in anderen Ländern mit einer sehr hoch eingeschätzten Kreditwürdigkeit (wie z.B. Deutschland) sogar massiv gesunken ist (siehe Grafik 12).

De facto haben öffentliche Haushalte seit dem Jahr 2007 massiv von den fallenden Zinsen profitiert. Um die „Zinersparnis“ betragsmäßig einordnen zu können, haben wir die hypothetischen Zinsausgaben berechnet, die angefallen wären, wenn die impliziten (also durchschnittlichen) Zinssätze auf die ausstehenden Staatsschulden zwischen 2008 und 2020 auf ihren Niveaus des Jahres 2007 verblieben wären. Die Differenz zwischen den (höheren) hypothetischen und den (niedrigeren) tatsächlichen Zinsausgaben ergibt näherungsweise die Zinsentlastung, die über die Zeit durch den Zinsrückgang aufgelaufen ist.

Die strukturelle Lage der Staatsfinanzen hat sich in den G7-Staaten deutlich verschlechtert

32

% Produktionspotenzial



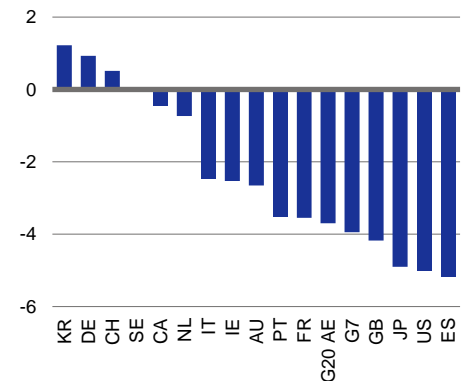
BIP-gewichtete Durchschnittswerte für die G7.

Quellen: IWF WEO, Deutsche Bank Research

Öffentliche Finanzlage in der Zeit vor der Corona-Pandemie

33

Staatlicher Finanzierungssaldo, % BIP (2012-19)



Quelle: IWF Fiscal Monitor (April 2021)

Die oben genannte Schätzung zur haushaltsentlastenden Zinersparnis haben wir mittels Eurostat/AMECO-Daten zu den öffentlichen Finanzen bzw. zur Staatsverschuldung durchgeführt. Unseren Berechnungen nach beläuft sich die zwischen 2008 und 2020 aufgelaufene (kumulierte) staatliche Zinersparnis auf ungefähr 35% des BIP für die USA, etwa 25% des BIP für Frankreich, Großbritannien sowie Italien und etwas weniger als 20% des BIP für die Niederlande und Deutschland (siehe Grafik 34 und 37). Die obige Überschlagsrechnung lässt erahnen, dass die auf die Staatsschulden fälligen Zinsausgaben – und damit auch die staatlichen Finanzierungsdefizite – heute deutlich höher sein würden, wenn die Zinsen nicht derart kräftig gesunken wären bzw. stattdessen auf ihren deutlich höheren Niveaus aus dem Jahr 2007 verharrt wären. Im Falle Deutschlands wären die laufenden Zinszahlungen bei höheren Zinsen (auf dem Niveau des Jahres 2007) im Haushaltsjahr 2020 ca. 2,6 Prozentpunkte höher ausgefallen: Statt nur 0,7% vom BIP hätten sie deutlich höhere 3,2% des BIP betragen (siehe Grafik 35 und 40). In der Folge wäre auch das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit Deutschlands im Jahr 2020 mit geschätzt 6,8% des BIP deutlich größer ausgefallen als das tatsächlich vermeldete von „nur“ 4,2% des BIP (siehe Grafik 36 und 38). Auch wenn die obige Schätzung nur auf einer einfachen Überschlagsrechnung mit der grob vereinfachten Annahme eines konstanten Zinssatzes basiert, wird unmittelbar klar, dass die Schuldenquoten in den meisten Ländern heutzutage auf noch deutlich höheren Niveaus lägen, wenn es nicht zu einem Zinsrückgang gekommen wäre (siehe Grafik 37 und 39).

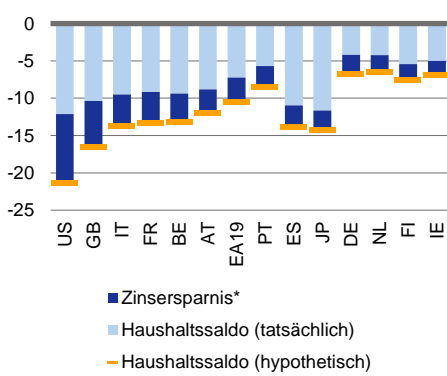


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Das Niedrigzinsumfeld hat zu einer deutlichen Entlastung der öffentlichen Haushalte geführt

36

Staatlicher Finanzierungssaldo (2020), % BIP



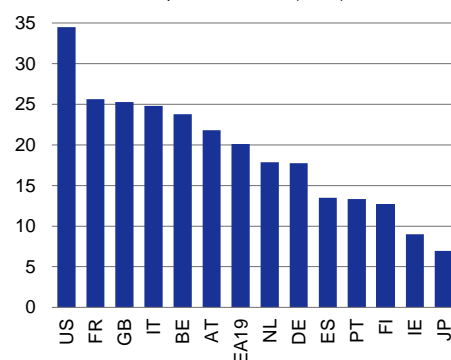
* Differenz zwischen den hypothetischen und tatsächlichen Zinsausgaben im Haushaltsjahr 2020.

Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

Die Staaten haben massiv von dem ...

34

Kumulierte Zinersparnis*, % BIP (2020)



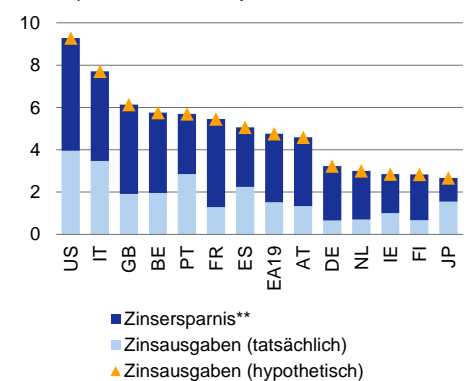
* Kumulierte Differenz zwischen den hypothetischen und tatsächlichen Zinsausgaben des Gesamtstaates über den Zeitraum 2008-20.

Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

... Rückgang der Zinsen profitiert

35

Zinersparnis im Haushaltsjahr 2020, % BIP



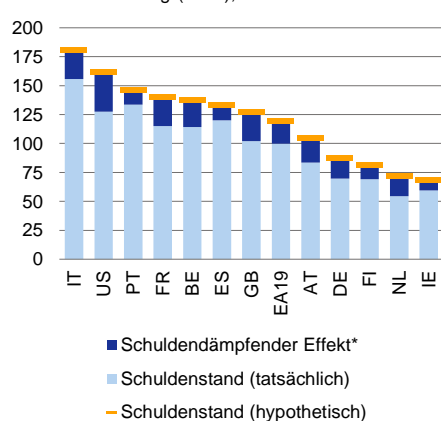
** Differenz zwischen den hypothetischen und tatsächlichen Zinsausgaben des Gesamtstaates auf die ausstehenden Staatsschulden.

Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

Die Niedrigzinsen haben sich dämpfend auf die Staatsverschuldung ausgewirkt

37

Staatsverschuldung (2020), % BIP



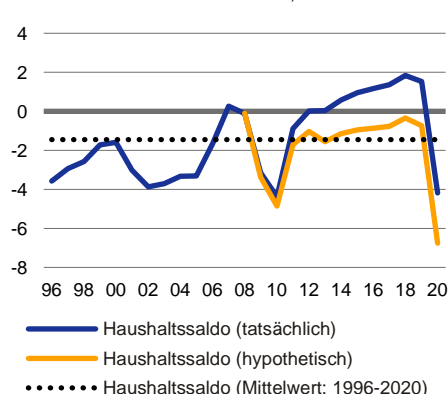
* aufgrund der gesunkenen Zinsen. Dieser Wert entspricht der kumulierten Zinersparnis in der Periode 2008 bis 2020.

Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

DE: Der deutsche Staatshaushalt profitiert schon seit sehr vielen Jahren vom Niedrigzinzniveau

38

Gesamtstaatlicher Haushaltssaldo, % BIP



Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

Die Staatsanleihekäufe durch die Zentralbanken mögen zwar heute stabilisierend auf die Wirtschaft einwirken, ...

Offenkundig haben die meisten Staaten es versäumt, die sich durch die Niedrigzinsphase ergebenden Chancen zur Haushaltskonsolidierung zu nutzen. Dies deutet darauf hin, dass das sinkende Zinsniveau und die trotz steigender Schulden gesunkenen Zinsausgaben die Anreize der Regierungen geschwächt haben dürften, die Staatsfinanzen nachhaltiger aufzustellen. In der Tat geht von der Geldpolitik der quantitativen Lockerung sowie von den umfangreichen Staatsanleiheankaufprogrammen der Notenbanken die Gefahr eines moralischen Fehlverhaltens seitens der Staaten aus. Ein solches „Moral hazard“-Risiko entsteht dadurch, dass die Regierungen schließlich darauf vertrauen könnten, dass die Notenbanken auch in Zukunft für günstige Finanzierungsbedingungen sorgen und im schlimmsten Fall als Kreditgeber der letzten Instanz einspringen würden, um die Stabilität der öffentlichen Finanzen zu garantieren. Zum Jahresende 2020 hatte die BoJ bereits Schuldverschreibungen des japanischen Staates im Wert von fast 100% des japanischen BIP in ihre Bilanz genommen, während die BoE, die EZB und die Fed Staatsanleihen im Gegenwert von jeweils rund 34%, 27% und 21% des BIP aufgekauft haben (siehe Grafik 30). Diese Geldpolitik hat zur Folge gehabt, dass die großen Zentralbanken mittlerweile zwischen 20% und bis zu knapp 45% der in ihren Ländern bzw. Volkswirtschaften ausstehenden Staatsschulden in ihren Bilanzen halten (siehe Grafik 31). Über die Zeit sind die Notenbanken zu den dominierenden Akteuren in den Staatsanleihenmärkten geworden.

... gehen jedoch mit erheblichen mittel- bis langfristigen Risiken einher wie z.B. der Gefahr einer „fiskalischen“ Dominanz in der Geldpolitik

Je länger dieses „geld- und finanzpolitische Bündnis“ anhält, desto wahrscheinlicher wird es, dass fiskalische Aspekte zukünftig die Ausrichtung der Geldpolitik beherrschen werden („fiskalische Dominanz“). Sollten die Inflationsraten, welche die großen Zentralbanken noch immer für strukturell zu niedrig halten, dauerhaft ansteigen, hätten die Zentralbanken einen schwierigen Balanceakt zu meistern. Sie wären dann nämlich aufgefordert, sowohl die höhere Inflation als auch die gestiegenen Inflationserwartungen einzuhegen. Andererseits müssten sie aber auch weiterhin für eine ausreichende geldpolitische Unterstützung für die hoch verschuldeten Staaten sorgen, um einen Anstieg der Risikoaufschläge auf Staatsanleihen (bzw. der eingepreisten Zahlungsausfallrisiken) und somit eine größere Haushalts- und Wirtschaftskrise abzuwenden.

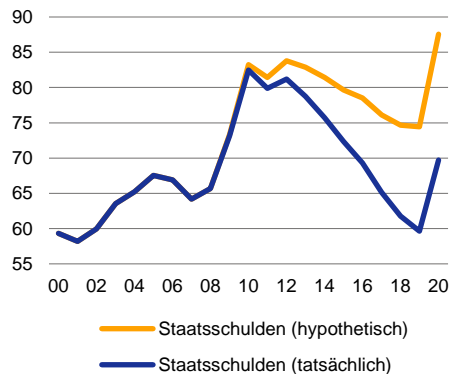


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

DE: Das Niedrigzinsniveau hat die deutsche Schuldenquote stark gedämpft

39

Staatsschulden (Gesamtstaat), % BIP

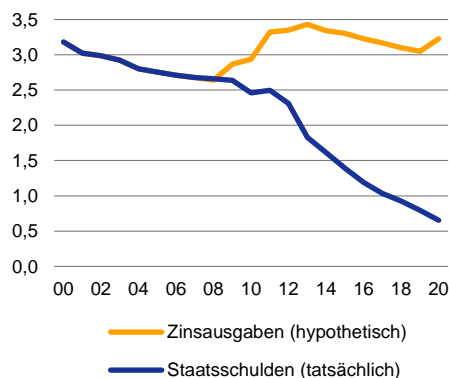


Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

DE: Die Zinsausgaben des deutschen Gesamtstaates sind dank fallender Zinsen massiv zurückgegangen

40

Zinsausgaben (Gesamtstaat), % BIP

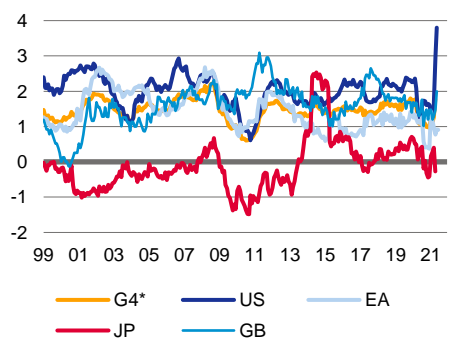


Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

Entwicklung der Kerninflation in den großen Volkswirtschaften

41

Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie, % gg. Vj.



*G4: BIP-gewichtete Kerninflationsrate für die USA, Japan, die Eurozone und das Vereinigte Königreich.

Quellen: Haver Analytics, WEFA, IWF WEO, OECD, Eurostat, Deutsche Bank Research

Eine weitere negative Nebenwirkung des kontinuierlichen Anstiegs der Staatsverschuldung und des Einsatzes von Finanzrepressionen zu dessen Finanzierung (wie z.B. Anreize für das Bankensystem, Staatsanleihen in den Bilanzen zu halten) ist die potenziell weiter zunehmende Finanzverflechtung zwischen Staats- und Bankensektor („Sovereign banking nexus“). Die aus Risikogesichtspunkten gebotene Auflösung dieser für die Makro stabilität riskanten Verbindung ist durch den weiteren Schuldenanstieg in weite Ferne gerückt. Die davon ausgehenden Gefahren liegen auf der Hand: Sollten die Staaten in Zukunft größere fiskalische Probleme haben (z.B. weil sich das Investorenvertrauen unerwartet eintrübt und die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen abrupt nach oben schießen), würden auch die Halter der Staatsanleihen – also zum Großteil die Banken – in finanzielle Schieflage geraten. Schlimmstenfalls könnte dies zu einer doppelten Wirtschaftskrise – d.h. einer Staatsschulden- und Bankenkrise – führen. In einer DB Research Studie haben wir darauf hingewiesen, dass es zur Lösung des „Sovereign banking nexus“ – auch angesichts des aktuellen rapiden Schuldenaufbaus – einen dringenden Reformbedarf gibt (siehe „Staatsfinanzierung durch heimische Banken – was tun?“). Die Problematik wird umso deutlicher, wenn man sich vor Augen führt, dass die Banken im Euroraum gegenüber den Staaten mittlerweile eine Gesamtforderung von rund EUR 2,9 Bill. (9% der Bilanzsumme) aufgebaut haben.

D. Das Konzept der Schuldentragfähigkeit

Theoretische Aspekte zur Tragfähigkeit der Staatsverschuldung

Die intertemporale Budgetbeschränkung

In einer konventionellen volkswirtschaftlichen Betrachtungsweise muss der Staat (die Regierung bzw. das Finanzministerium und die Zentralbank) die sogenannte intertemporale Budgetbeschränkung erfüllen. Diese Budgetschränke impliziert, dass der Staat dauerhaft nicht mehr ausgeben kann, als er in Form von Steuern oder sonstigen Einnahmen einnimmt. Diese Budgetschränke schließt jedoch nicht aus, dass der Staat temporär große Haushaltsdefizite ausweisen kann (z.B. bei Wirtschaftskrisen), dessen Finanzierung er über die Ausgabe neuer Schuldtitel sicherstellt („vorübergehende“ Verschuldung). In der mittleren bis langen Frist muss er jedoch auf einen Haushaltspfad zurückkehren, der ihn in die finanzielle Lage versetzt, seine ausstehenden Staatsschulden (d.h. Finanzverbindlichkeiten) durch entsprechende Haushaltsüberschüsse zu decken. Die intertemporale Budgetbedingung ist genau dann erfüllt, wenn der Barwert – also der Gegenwartswert – aller gegenwärtigen und zukünftigen Primärüberschüsse (Haushaltsüberschüsse vor Zahlung der Schuldzinsen) mindestens dem aktuellen Schuldenstand entspricht oder diesen sogar übersteigt.

Die intertemporale Budgetbeschränkung greift in einer Welt, in welcher der auf die Staatsschulden zu zahlende Zinssatz die jährliche Wachstumsrate der Volkswirtschaft übersteigt, d.h. eine positive Zins-Wachstumsdifferenz vorliegt (auch mit i-g abgekürzt). Sollte der Staat aber die intertemporale Beschränkung ignorieren, indem er ständig neue Defizite und Schulden anhäuft, würde die Staatsschuldenquote (Schulden in Prozent des BIP) – ein wichtiger Indikator zur Beurteilung der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung – schließlich auf einen unkontrolliert ansteigenden Pfad geraten. Eine solche, defizitbetriebene Fiskalpolitik wäre auf Dauer nicht mehr tragbar bzw. fortzuführen, da diese nur dann beibehalten werden könnte, wenn die Gläubiger des Staates dazu bereit wären, die stetig anwachsenden Defizite und in die Höhe schießenden Staatsschulden (als Folge des sogenannten „Schneeballeffekts der Staatsverschuldung“) endlos zu finanzieren.

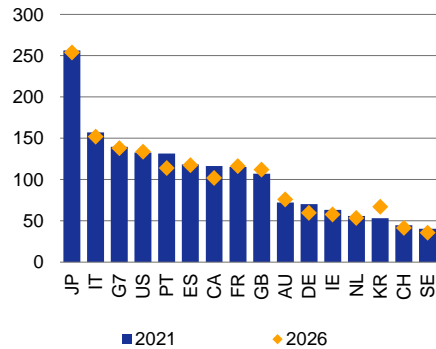


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Prognostizierte Entwicklung der Staatsverschuldungsquote (2026 vs. 2021)

42

Bruttostaatsverschuldung, % BIP

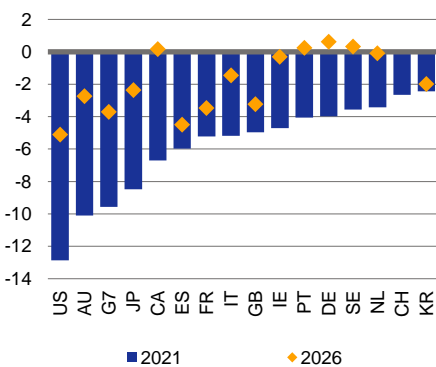


Quelle: IWF Fiscal Monitor (April 2021)

Prognostizierte Entwicklung des strukturellen Finanzierungssaldos des Staates (2026 vs. 2021)

43

Struktureller Finanzierungssaldo, % BIP

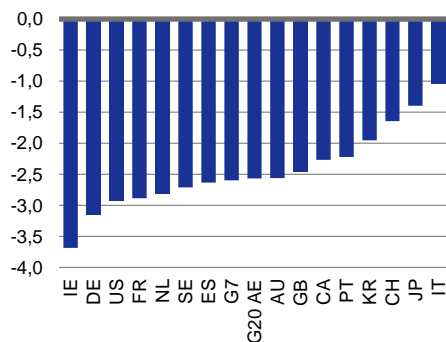


Quelle: IWF Fiscal Monitor (April 2021)

Prognostizierte Zins-Wachstumsdifferenz (2021-26)

44

Prozentpunkte



Eine negative Zins-Wachstumsdifferenz impliziert, dass die Bruttostaatsverschuldungsquote (in % BIP) bei einem ausgeglichenen Primärsaldo (Haushaltssaldo vor Zinsausgaben) fällt.

Quelle: IWF Fiscal Monitor (April 2021)

Rationale Investoren würden jedoch die Konsequenzen einer solchen Fiskalpolitik zu Ende denken und die mit der steigenden Staatsverschuldung zunehmenden Zahlungsausfallrisiken in ihr Anlagekalkül miteinbeziehen. Ab einer bestimmten Schuldenhöhe würde schließlich ihre Bereitschaft abnehmen, die immer wieder fällig werdenden Staatsschulden zu refinanzieren und die fortwährend neuen Haushaltsdefizite über den Kauf zusätzlicher Staatsschulden zu finanzieren. Schließlich würden sie ab einem gewissen Punkt nur noch dann eine weitere (Anschluss-) Finanzierung gewähren, wenn der Staat das gestiegene Zahlungsausfallrisiko über eine höhere Risikoprämie („Sovereign bond spread“) – also einen höheren Schuldszinssatz – kompensieren würde.

Eine solch unsolide Finanzpolitik könnte im schlimmsten Fall dazu führen, dass:

- der Staat seine Schulden nicht mehr bedienen kann und es daher zu einem Zahlungsausfall oder einer Umschuldung der Staatsschulden kommt,
- der Staat zu Mitteln der finanziellen Repression greift, um seine Finanzierungsbedingungen und Zinslasten unter Kontrolle zu halten, und/oder
- der Staat eine höhere (Verbraucherpreis-) Inflation erzwingt oder zumindest diese bewusst in Kauf nimmt, um den realen Wert seiner ausstehenden Schulden zu reduzieren („Weginflationieren der Staatsschulden“).

Während der Fall (a) empirisch betrachtet oftmals das Ergebnis einer Fremdwährungsfinanzierung ist, treten die Fälle (b) und (c) gewöhnlich dann ein, wenn die Staatsschulden überwiegend in der eigenen Landeswährung begeben wurden und somit die Zentralbank bei Finanzschwierigkeiten als Kreditgeber der letzten Instanz einspringen und die Staatsschulden monetarisieren kann.

Zahlungsfähigkeit und Liquidität: Zwei Seiten derselben Medaille

Solange die Gläubiger einen Staat als zahlungsfähig erachten (d.h. davon ausgehen, dass dieser in Zukunft ausreichend hohe Primärüberschüsse erzielen wird, um seine Schulden zurückzuzahlen), kann dieser seine Schulden sicher und problemlos bedienen. Dies ergibt sich daraus, dass die Investoren dazu bereit sind, den Bruttofinanzierungsbedarf des Staates – also die Summe aus Haushaltsdefizit und fällig werdenden Staatsschulden – fortwährend über den Ankauf neuer Schulden zu decken. Heutzutage sind viele Industriestaaten aufgrund ihres enorm hohen Bruttofinanzierungsbedarfs auf ein hohes Investorenvertrauen in ihre Kreditwürdigkeit angewiesen (siehe Grafik 47).

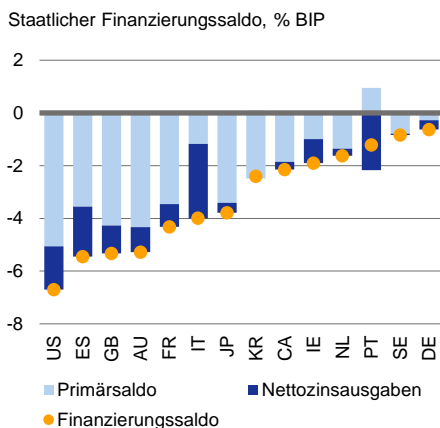
Zwar sind Liquidität und Zahlungsfähigkeit streng genommen zwei unterschiedliche Konzepte, dennoch sie sind eng miteinander verbunden. Wird ein Staat als zahlungsfähig eingeschätzt, ist er i.d.R. auch liquide, da er seine Haushaltsdefizite bzw. seinen Kreditbedarf jederzeit über die Kreditmärkte decken kann. Fangen jedoch die Gläubiger an, die Bonität eines Staates zu hinterfragen, verlangen sie möglicherweise sehr bald einen deutlich höheren Zinssatz (Risikoaufschlag), um einen finanziellen Ausgleich für das gestiegene Ausfallrisiko zu erhalten. Wenn der Risikoaufschlag und damit die auf neue Schuldenemissionen zu zahlenden Zinssätze jedoch auf prohibitiv hohe Niveaus steigen (wie z.B. während der griechischen Staatsschuldenkrise im Jahr 2010), wird der davon betroffene Staat urplötzlich zahlungsunfähig. Dies liegt daran, dass die Gläubiger dem Staat nicht länger die benötigten Kredite gewähren (Liquiditätskrise) und die Schulden- bzw. Zinslasten aufgrund der prohibitiv hohen Zinssätze nicht mehr tragbar sind (Insolvenz). Aus diesem Grund ist es offensichtlich, dass ein hohes und überwiegend kurzfristig finanziertes Verschuldungsniveau (z.B. ablesbar an einer niedrigen durchschnittlichen Restlaufzeit und einem hohen, jährlich zu refinanzierenden Anteil an den ausstehenden Staatsschulden) mit deutlich höheren Liquiditätsrisiken verbunden ist als ein niedriges, zu langen Laufzeiten finanziertes Schuldenniveau (siehe Grafiken 42, 46 und 47).



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Prognostizierte Entwicklung des staatlichen Finanzierungssaldos (Durchschnitt: 2021-26)

45



Quellen: IWF Fiscal Monitor (April 2021), IWF WEO, Deutsche Bank Research

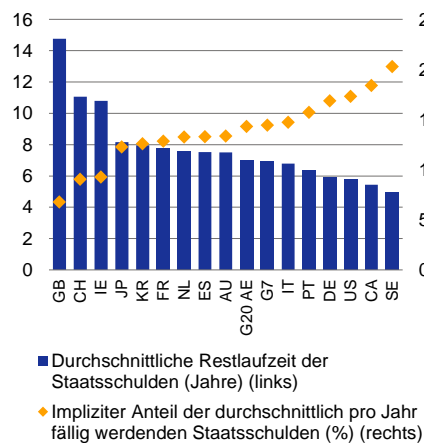
Ein Exkurs zur Schuldendynamik: „Herauswachsen“ aus der Verschuldung, „Weginflationieren“ der Schulden und Haushaltskonsolidierungen

Die Entwicklung der Staatsverschuldungsquote (Staatsschulden im Verhältnis zur nominalen Wirtschaftsleistung) hängt von vielen Faktoren ab. Zum einen kommt dem Ausgangsniveau der Verschuldungsquote, der derzeitigen Haushaltslage und den (voraussichtlich) in Zukunft zu erzielenden Primärüberschüssen/-defiziten eine entscheidende Rolle zu. Letztere ergeben sich aus der Differenz zwischen den Staatseinnahmen und den sogenannten Primärausgaben (definiert als Staatsausgaben ohne Zinsausgaben). Des Weiteren wird sie maßgeblich durch die Höhe des implizit (bzw. durchschnittlich) auf die Staatsschulden zu zahlenden (nominalen) Zinssatzes, das Wachstumstempo der Volkswirtschaft (reale BIP-Wachstumsrate) und die zugrunde liegende Preisdynamik (also der anhand des BIP-Deflators gemessenen Inflationsrate) bestimmt.

Während ein höheres (reales) BIP-Wachstum und/oder eine höhere Inflation die Verschuldungsquote bei sonst gleichbleibenden Faktoren in der Tendenz absinken lassen („Herauswachsen aus der Verschuldung“ bzw. „Weginflationieren“ oder „reale Entwertung“ der Schulden), treiben höhere Zinssätze *ceteris paribus* die Zinsausgaben und somit auch die Verschuldungsquote in die Höhe („Interest-debt snowballing effect“). Dieser sogenannte „Zinsschneeballeffekt“ ergibt sich dadurch, dass bei Vorliegen eines Primärdefizits auch die zusätzlich zu leistenden Zinsausgaben über die Ausgabe neuer Schulden finanziert werden müssen.

Durchschnittliche Restlaufzeit (2021) und impliziter Anteil der jedes Jahr fällig werdenden Staatsschulden

46

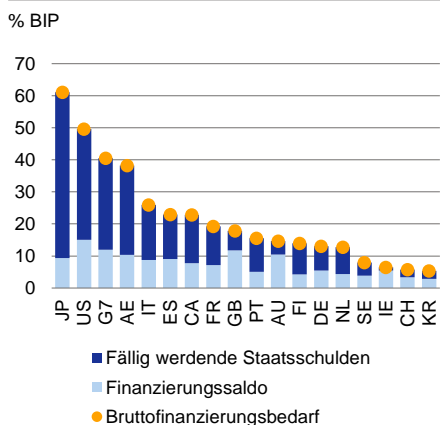


Quellen: IWF Fiscal Monitor (April 2021), Deutsche Bank Research

Bei einer positiven Zins-Wachstumsdifferenz müsste ein Staat schon einen Primärüberschuss – also einen Finanzierungsüberschuss vor Bruttozinszahlungen – erwirtschaften, um einen weiteren Anstieg der Verschuldungsquote zu verhindern. Im Fall einer ausgeglichenen Zins-Wachstumsdifferenz (also einem *i-g* von null), würde die Entwicklung der Staatsschuldenquote ausschließlich durch den Zustand des öffentlichen Haushalts bestimmt. Während die Schuldenquote im Falle eines Primärdefizits ansteigen würde, würde diese im Falle eines Primärüberschusses entsprechend sinken. Im Fall eines exakt ausgeglichenen Primärsaldos würde die Verschuldungsquote schließlich unverändert bleiben. Aber selbst im Fall eines Primärdefizits könnte die Staatsschuldenquote bei gewissen Voraussetzungen stabil bleiben oder sogar absinken. Dieser Fall würde nämlich dann eintreten, wenn die Zins-Wachstumsdifferenz hinreichend negativ und das Primärdefizit nicht übermäßig groß ist (siehe Grafiken 42, 44 und 45). In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass der IWF für die meisten Industrieländer und den Zeitraum 2021 bis 2026 eine tendenziell schuldenquotendämpfende, negative Zins-Wachstumsdifferenz erwartet (siehe Grafik 44).

Prognostizierter staatlicher Bruttofinanzierungsbedarf (2021)

47



Quellen: IWF Fiscal Monitor (April 2021), IWF WEO, Deutsche Bank Research

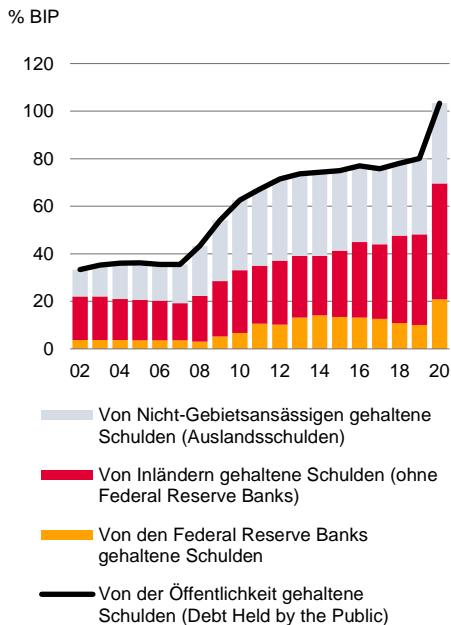
Grundsätzlich gilt: Je weiter die Zins-Wachstumsdifferenz einer Volkswirtschaft im negativen Bereich liegt und je höher die anfängliche Schuldenquote (Schulden zu BIP) ist, desto höher kann das Primärdefizit ausfallen, ohne dass die Verschuldungsquote ansteigt (schuldenstabilisierendes Primärdefizit). Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die zukünftige Entwicklung der Staatsschuldenquote eines Landes sowohl von den makroökonomischen (wie z.B. dem Wirtschaftswachstum) als auch den vorliegenden fiskalischen Begebenheiten (wie z.B. dem Primärsaldo) abhängt. Dessen ungeachtet kann der Staat natürlich über die finanz- und wachstumspolitische Ausrichtung bzw. Schwerpunktsetzung sowohl direkten als auch indirekten Einfluss auf den weiteren Verlauf der Schuldenquote nehmen. So könnte der Staat z.B. unmittelbar auf die Schuldendynamik einwirken, indem er finanzpolitische Maßnahmen zur Verbesserung des strukturellen Finanzierungssaldos beschließt. Ebenso könnte er aber auch versuchen, die Schuldendynamik auf indirektem Wege zu seinen Gunsten zu beeinflussen, z.B. indem er Strukturereformen auf den Weg bringt, die sich nach und nach in Form einer höheren BIP-Wachstumsrate und gesunkener Risikoprämie bzw. Schuldzinsen auszahlen.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

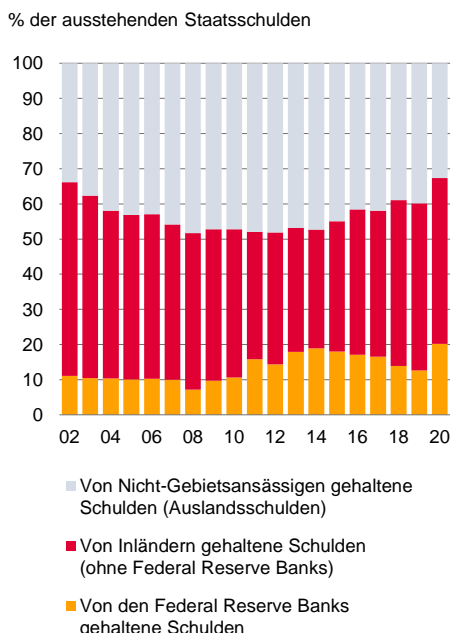
USA: Halterstruktur der US-Bundesschulden
(Federal debt held by the public)

48



USA: Inlandsschulden liegen bei knapp 70% der ausstehenden Bundesschulden

49



Denn letztlich stehen alle der oben genannten – in die Schuldengleichung einfließenden – makroökonomischen/fiskalischen Indikatoren in Wechselwirkungen zueinander. Daher kann auch ein hoch verschuldeter Staat den weiteren Schuldenpfad in eine günstigere Richtung lenken, indem er z.B. durch eine strukturell angelegte Haushaltskonsolidierung die Schuldentragfähigkeit stärkt und somit auch das tatsächliche und von den Investoren eingepreiste Zahlungsausfallrisiko senkt. Die Früchte einer solchen Politik wären fallende Risikoprämien/Schuldzinsen und damit sinkende Zinsausgaben. Darüber hinaus dürfte das niedrigere Zinsniveau die private Investitionstätigkeit ankurbeln („Crowding-in“) und über einen höheren privaten Kapitalstock letztlich auch das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft stärken. Dies zeigt, dass vertrauensfördernde Konsolidierungsschritte des Staates – die auf eine Verbesserung des strukturellen Primärsaldos hinwirken – bestenfalls zu einem strukturell höheren Wachstumstempo sowie sinkenden Risikoprämien bzw. Schuldzinsen und Zinsausgaben führen.

Der Verlauf der Staatsschuldenquote würde sich in einer solchen Konstellation auf dreifachem Wege verbessern, nämlich (a) über eine Verbesserung des strukturellen Primärsaldos (Konsolidierung), (b) über ein höheres BIP („Herauswachsen“ aus der Verschuldung) und (c) haushaltsentlastende Zinersparnisse (umgekehrter „Zins-Schneeballeffekt“). Der zweite Effekt wird sogar noch dadurch verstärkt, dass ein höheres Produktions- und Einkommensniveau mit höheren Löhnen und Unternehmensgewinnen und damit höheren Steuereinnahmen einhergeht. Des Weiteren dürfte das höhere Wirtschaftswachstum schließlich auch die Arbeitslosigkeit und damit die Ausgaben für Arbeitslosenhilfe und Grundsicherung drücken. Aus den vorgenannten Gründen ist eine wachstumsfreundliche, das Vertrauen stärkende Wirtschaftspolitik, die für einen intakten Wettbewerb sorgt und marktverzerrende Eingriffe auf ein notwendiges Minimum reduziert, mindestens genauso wichtig für die Sicherstellung tragfähiger Staatsfinanzen wie eine solide durchfinanzierte Haushaltspolitik.

Umgekehrt würde ein Staat mit chronisch hohen Haushaltsdefiziten und einer überwiegend auf nicht wachstumsfördernde Ausgaben basierenden Finanzpolitik über kurz oder lang mit höheren Risikoprämien konfrontiert werden. Der dadurch ausgelöste Zinsanstieg würde letztlich das Wachstumspotenzial (über eine Verdrängung der privaten Investitionen) belasten und sich damit nachteilig auf Einnahmen- und Ausgabendynamik des Staates auswirken. Ab einem gewissen Punkt würde selbst ein umfangreicher struktureller Konsolidierungskurs nicht mehr ausreichen, um die Staatsfinanzen wieder auf ein tragfähiges Fundament zu stellen. Denn ist die Schuldentragfähigkeit schwer beschädigt und das Vertrauen in die staatliche Kreditwürdigkeit erschüttert, wären die notwendigen Konsolidierungsschritte derart hoch, dass sie – sofern es zu einer Umsetzung käme – die inländische Nachfrage und die Wirtschaftsleistung massiv belasten würden. Die sich daraus ergebenden Belastungen für den öffentlichen Haushalt (konjunkturbedingtes Defizit) würden somit jegliche Konsolidierungsanstrengungen des Staates entweder weitestgehend konterkarieren oder schlimmstenfalls ins Gegenteil verkehren („Sparparadoxon“). In einem solchen Fall könnte sich der überschuldete Staat letztlich nicht mehr ohne Weiteres aus seiner finanziellen Schieflage befreien („Schuldenüberhang“).

Das Tappen im Dunklen: Wann ist der finanzpolitische Spielraum ausgeschöpft und gibt es so etwas wie einen „Schulden-Kippunkt“?

Grob vereinfacht kann man die Finanzpolitik eines Landes als nicht nachhaltig einstufen, wenn die finanzpolitische Ausrichtung unter plausiblen makroökonomischen Annahmen (zum künftigen BIP-Wachstum, zu den Zinsen und zur Inflation) sich in einem dauerhaften Anstieg der Staatsschuldenquote niederschlagen würde.

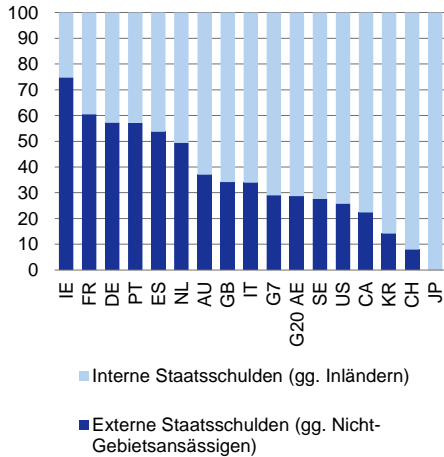


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Halterstruktur der Staatsverschuldung (2020)

50

% der ausstehenden Staatsschulden



Quellen: IWF Fiscal Monitor (April 2021), Deutsche Bank Research

Umgekehrt könnte man den Schuldenpfad als nachhaltig bezeichnen, wenn sich die Verschuldungsquote mittel- bis langfristig stabilisiert oder absinkt. Unter Umständen kann aber auch ein aufwärtsgerichteter Schuldenpfad als nachhaltig angesehen werden, z.B. wenn das Ausgangsniveau der Staatsschuldenquote niedrig ist und/oder der Staat bereits in vergangenen Episoden eine hohe Zahlungsmoral bewiesen hat. In diesem Fall würden die Investoren letztlich darauf vertrauen, dass der Staat die nötigen haushaltspolitischen Anpassungen rechtzeitig ergreifen dürfte, ehe die Verschuldungssituation aus dem Ruder läuft.

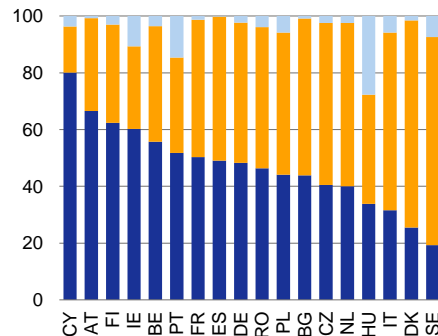
Aus wirtschaftstheoretischer Sicht gibt es allerdings keinen klar definierten bzw. festgelegten Schwellenwert, der zur Beurteilung der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen herangezogen werden könnte. Damit gibt es auch keinen allgemeingültigen „Schulden-Kippunkt“, bei dessen Überschreitung die Staatsfinanzen nach „Schema F“ als gefährlich/nicht tragfähig betrachtet werden könnten bzw. bei dessen Unterschreitung die Staatsverschuldung als sicher/nachhaltig betrachtet werden könnte.

In der Praxis hängt die Höhe der (noch) tragfähigen Staatsverschuldung maßgeblich vom Investorenvertrauen und den Finanzierungsbedingungen ab: Denn solange ein Staat seine fällig werdenden Schulden und/oder laufende Haushaltsdefizite an den Kreditmärkten finanzieren kann, kann er auch seinen Schuldendienst (Rückzahlung fälliger Schulden plus Zinszahlungen) leisten – ganz unabhängig davon, ob die Schuldenquote hoch ist und weiter ansteigt oder niedrig ist und fällt. Die Tragfähigkeit ist also – mit Blick auf die Kreditwürdigkeit des Staates – solange gesichert, wie die Investoren aufgrund ihrer Risikoeinschätzungen dazu bereit sind, weitere Kreditmittel zu finanziell tragbaren (also nicht prohibitiv hohen) Zinssätzen zur Verfügung zu stellen. Gleichwohl sinkt (steigt) natürlich die Kreditwürdigkeit (das Zahlungsausfallrisiko) des Staates mit einer zunehmenden Schuldenquote (bei sonst gleichbleibenden Bedingungen).

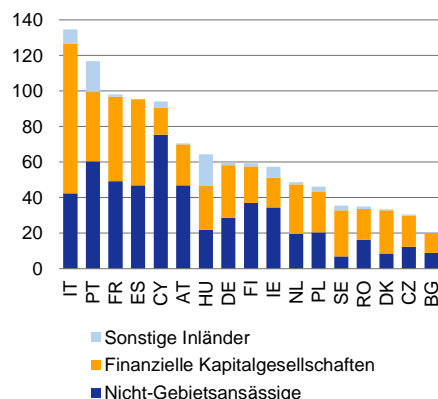
EU: Schuldnerstruktur der Staatsverschuldung des Gesamtstaates (2019)

51

% der ausstehenden Staatsschulden



% BIP



Sonstige Inländer: Privathaushalte und nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften.

Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen hängt nicht nur von der Defizit- und Schuldenquote ab

Die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen hängt selbstverständlich nicht nur von den Haushalts- und Schuldenkennziffern eines Landes ab (wie z.B. dem öffentlichen Haushaltssaldo, den Zinsausgaben oder dem Schuldenstand). Auch wenn sich diese Indikatoren allesamt für eine erste Einschätzung der öffentlichen Haushaltslage und des noch vorhandenen fiskalischen Spielraums eignen, müssen in einer fundierten Beurteilung der Schuldentragfähigkeit auch weitere, nicht-fiskalische Faktoren berücksichtigt werden. Dazu zählen unter anderem die Größe, das Potenzial und die Stabilität der Volkswirtschaft, da die Besteuerungsmöglichkeiten des Staates ganz entscheidend von der Entwicklung des BIP abhängen. Eine größere Bedeutung kommt auch den institutionellen Rahmenbedingungen eines Landes (wie z.B. der Rechtsstaatlichkeit oder Wirksamkeit des Regierungshandelns) zu. Darüber hinaus leitet sich der zusätzliche, noch vorhandene „haushaltspolitische Spielraum“ eines Staates – also die Kapazität, zusätzliche Staatsschulden zu günstigen Finanzierungsbedingungen zu begeben – maßgeblich daraus ab, welchen Status die heimische Währung in der globalen Real- und Finanzwirtschaft einnimmt und welche Finanzierungsstruktur die ausstehenden Staatsschulden aufweisen. Der Risikograd der Finanzierungsstruktur hängt wiederum von der (a) Währungsdenominierung, (b) der Investorenbasis bzw. Halterstruktur oder (c) dem mit der Staatsverschuldung einhergehenden Rückzahlungsprofil ab.

Grundsätzlich verfügen jene Staaten, deren Volkswirtschaften groß und stabil sind und deren heimische Währungen zu den wichtigsten globalen Reservewährungen zählen (wie z.B. der US-Dollar, der Euro oder der japanische Yen) (siehe Grafik 53) über einen deutlich höheren finanzpolitischen Spielraum als

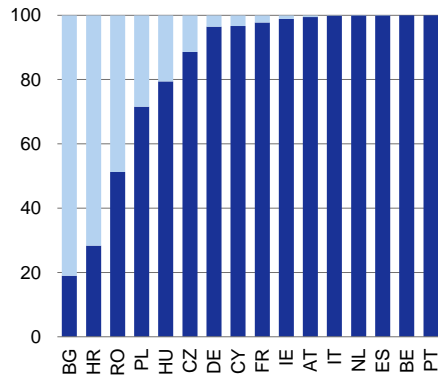


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

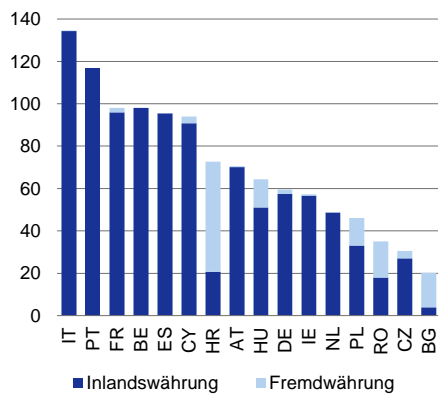
EU: Währungsstruktur der Staatsverschuldung des Gesamtstaates (2019)

52

% der ausstehenden Staatsschulden



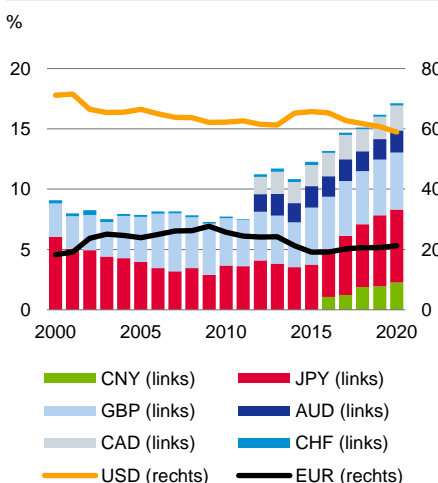
% BIP



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Anteil der Währungen an den öffentlich ausgewiesenen Währungsreserven: US-Dollar und Euro dominieren

53



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

solche Staaten, deren Volkswirtschaften klein und volatil sind und die bei der Finanzierung ihrer Staatsschulden in einem erheblichen Umfang auf nicht gebietsansässige Investoren zurückgreifen müssen (externe Schulden) und/oder große Teile ihrer Verschuldung in Fremdwährungen sowie zu kurzen Restlaufzeiten – und damit unter Inkaufnahme von Abwertungs-, Refinanzierungs- und Zinsänderungsrisiken – begeben müssen. Aufgrund seiner risikoarmen Finanzierungsstruktur – mit überwiegend in Inlandswährung begebenen und nahezu ausschließlich von heimischen Investoren gehaltenen Staatsschulden – kann Japan selbst eine außerordentlich hohe Staatsverschuldungsquote von mehr als 250% des BIP schultern (siehe Grafik 42). Im Gegensatz dazu sind einige Entwicklungs- oder Schwellenländer in der Vergangenheit schon bereits bei deutlich niedrigeren Schuldenquoten in ernsthafte finanzielle Schwierigkeiten geraten oder sogar zahlungsunfähig geworden.

Die intertemporale Budgetbeschränkung (Teil 2): Der Währungsstatus eines Landes und die Zentralbanken als Garanten finanzpolitischer Stabilität

Die meisten Ökonomen sind sich einig, dass Entwicklungs- und Schwellenländer, die unter „*Original sin*“ oder einer „*Debt intolerance*“ leiden, die intertemporale Budgetbeschränkung einhalten müssen. Denn diese Staaten sind gewöhnlich nicht in der Lage, in der Landeswährung denominateden Schuldtitel in den internationalen Kreditmärkten zu platzieren, was unter anderem auch daran liegt, dass das Investorenvertrauen aufgrund der Zahlungsausfall- und Inflationsgeschichte vorbelastet ist. Daher müssen diese Länder sich überwiegend in Fremdwährung verschulden. Da die zur Rückzahlung erforderlichen Deviseneinnahmen erst durch die heimische Exportwirtschaft erwirtschaftet werden müssen, ist der Staat stets dazu angehalten, solide zu haushalten. Bei Missachtung der Budgetgrenze – und einer daraus resultierenden überbordenden Fremdwährungsverschuldung – riskiert er anderenfalls über kurz oder lang einen Staatsbankrott („*Sovereign default*“).

Die große Frage, die allerdings in der Ökonomen-Zunft diskutiert wird, ist, ob auch große Industrieländer, die sich ganz überwiegend oder ausschließlich in eigener Landeswährung verschulden können, gleichermaßen den Einschränkungen der intertemporalen Budgetbeschränkung unterliegen. Denn es ist nicht zu bestreiten, dass sich die Fähigkeit eines Staates, sich an den internationalen Kapitalmärkten in eigener Landeswährung verschulden zu können, zweifellos positiv auf seinen finanzpolitischen Spielraum („*Fiscal space*“) auswirkt. Das beste Beispiel dafür sind die USA, die ihre rekordhohen Finanzierungsdefizite – trotz einer bereits hohen Staatsverschuldung – problemlos in den Kreditmärkten finanzieren können. Das hohe Investorenvertrauen in die Kreditwürdigkeit der US-Regierung hängt dabei auch von der herausragenden Bedeutung des US-Dollars ab, die dieser als Weltleitwährung einnimmt (siehe Grafik 53). Ein weiterer Aspekt ist die Bedeutung der US-Wirtschaft als sicherer Hafen für internationale Investoren („*Safe haven economy*“). Daher verwundert es auch nicht, dass der US-Staatsanleihemarkt nach wie vor der bei Weitem wichtigste Anleihemarkt auf der Welt ist (siehe Grafik 54) und dass die heimischen und internationalen Investoren weiter willens sind, den Anstieg der US-Staatsschulden zu sehr günstigen Zinskonditionen zu finanzieren (siehe Grafiken 1, 29, 48 und 49).

Ein weiteres, wenn auch etwas anders gelagertes Beispiel ist Japan. Die japanische Regierung ist trotz chronisch hoher Haushaltsdefizite und einer schwindelerregend hohen Staatsverschuldung noch immer in der Lage, sich am großen und tiefen japanischen Kapitalmarkt zu äußerst niedrigen Zinssätzen zu finanzieren (siehe Grafiken 1, 29 und 47), wengleich auch die durch eine Zinsstrukturkurvenkontrolle („*Yield curve control*“) und umfangreiche Staatsanleihekäufe geprägte expansive Geldpolitik der BoJ günstige Finanzierungsbedingungen garantiert hat (siehe Grafiken 30 und 31).

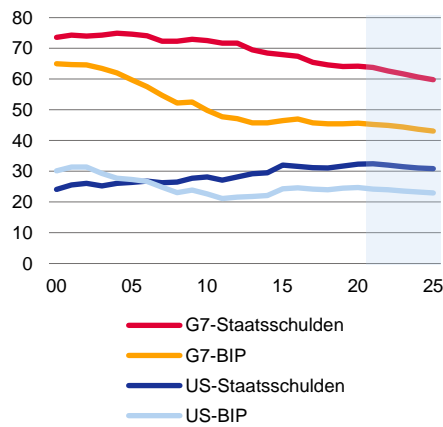


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Bedeutung der G7 und der USA in der Weltwirtschaft und im globalen Staatsanleihenmarkt

54

% Anteile am Welt-BIP bzw. an den globalen Staatsschulden

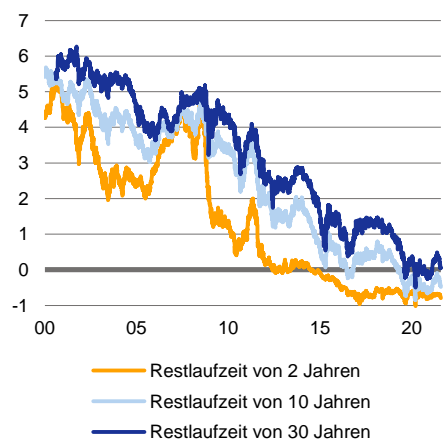


Quellen: IWF WEO, Deutsche Bank Research

DE: Die Staatsanleiherenditen sind stark gesunken

55

Deutsche Staatsanleiherenditen, %

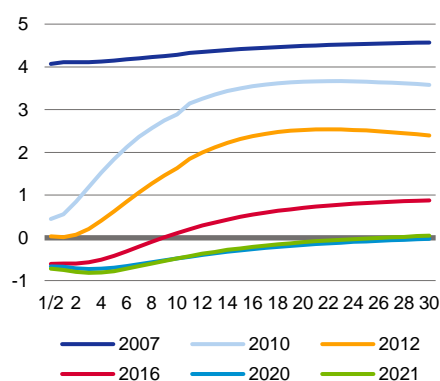


Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Deutsche Zinsstrukturkurve

56

Y-Achse: Rendite % p.a. (Jahresdurchschnitte)
X-Achse: Restlaufzeit in Jahren



2021: Aktuelle Werte

Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die intertemporale Budgetbeschränkung (Teil 3): Das anhaltende Niedrigzinsniveau scheint die Grenzen ...

Vor dem Hintergrund des anhaltenden globalen Zinsrückgangs, in dessen Folge die Staatsanleiherenditen auf historische Tiefstände abgesackt sind und in manchen Ländern sogar in negatives Terrain vorgedrungen sind, haben viele von den keynesianischen Lehren inspirierte Volkswirte oder „progressive“ Ökonomen die Gültigkeit der intertemporalen Budgetbeschränkung infrage gestellt.

In der Theorie gilt die intertemporale Budgetbeschränkung nur dann, wenn der auf die Staatsschulden zu zahlende Zinssatz die BIP-Wachstumsrate übersteigt. Nur bei einer sich in diesem Fall ergebenden positiven Zins-Wachstumsdifferenz – bei der die Zinsausgaben schneller wachsen als die für die Rückzahlung notwendigen Steuereinnahmen – müsste der Staat letzten Endes seine Schulden über entsprechend hohe Primärüberschüsse abbauen. Denn andernfalls würde die Staatsschuldenquote ins Unermessliche ansteigen. Progressive Ökonomen würden jedoch entgegen, dass ein Staat seine Schulden nie zurückzahlen muss, weil er die fällig werdenden Schultitel stets durch die Ausgabe neuer Schulden am Anleihemarkt refinanzieren kann und/oder die Zentralbank, sofern denn erforderlich, den benötigten Refinanzierungsbedarf über Staatsanleihekäufe decken kann.

Da die Staatsanleiherenditen auf historische Tiefstände gefallen sind oder zumindest in deren Nähe liegen, ist die Zins-Wachstumsdifferenz jedoch derzeit in vielen Staaten negativ, was deren durch hohe Defizite herausgeforderte Schulden-tragfähigkeit erleichtert. In manchen Ländern mit einer hohen Kreditwürdigkeitseinstufung (wie z.B. Deutschland) sind die Staatsanleiherenditen für viele Laufzeiten mittlerweile sogar deutlich in den negativen Bereich gefallen (siehe Grafiken 55 und 56). In Deutschland hat dies dazu geführt, dass durch die derzeit stark ansteigende Bundesverschuldung praktisch keine höheren Zinsausgaben entstehen. Vielmehr kann der Bund derzeit sogar durch die Ausgabe neuer Schultitel zusätzliche Einnahmen generieren, sofern er diese mit Restlaufzeiten von bis zu 25 Jahren oder kürzer begibt (siehe Grafik 56). Diese Mehreinnahmen entstehen dadurch, dass der Bund seine neuen mit null Prozent verzinsten Anleihen über pari (d.h. mit einem über dem Nennwert liegenden Ausgabekurs) begibt, diese jedoch bei Fälligkeit zum Nennwert abgelöst werden.

... der staatlichen Schulden-tragfähigkeit nach oben verschoben zu haben

Wie es scheint, hat das schon länger anhaltende Niedrigzins- oder Negativzinsniveau die intertemporale Budgetbeschränkung für viele, besonders kreditwürdige Staaten – zumindest temporär – außer Kraft gesetzt und damit die ökonomischen Grenzen der Schulden-tragfähigkeit nach oben verschoben. Aber auch für hoch verschuldete, nicht ganz so kreditwürdige Länder hat das Niedrigzinsniveau augenscheinlich die Schulden-toleranz erhöht und neue finanzpolitische Spielräume für den Staat eröffnet. Dank des Niedrigzinsniveaus hat sich für viele Staaten die günstige Gelegenheit aufgetan, rentable öffentliche Investitionsprojekte über langlaufende Staatsschulden und ohne nennenswerte höhere Zinslasten zu finanzieren. In manchen Ländern wie z.B. Deutschland kann der Staat seine öffentlichen Investitionen quasi zum „Nulltarif“ steigern oder sogar daran „Geld verdienen“.

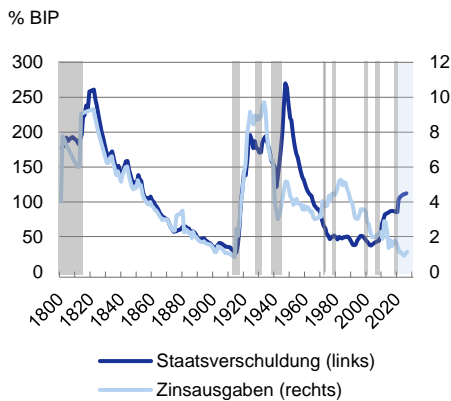
Angesichts dieser außergewöhnlichen, für manche Beobachter aber schon fast normal anmutende makroökonomische Ausgangslage drängt sich für viele Staaten die Frage auf, ob es heutzutage überhaupt noch notwendig ist, solide und nachhaltig zu haushalten bzw. nach wie vor die Einhaltung der intertemporalen Budgetbeschränkung im Blick zu behalten. Aus diesem Grund gehen wir im nächsten Kapitel auf die empirischen Erfahrungen ein, die oftmals bei einer hohen und steigenden Staatsverschuldung gemacht worden sind.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Vereinigtes Königreich: Staatsverschuldung vs. Zinsausgaben

57



Graue Schattierungen: Kriege und ausgewählte ökonomische Krisen.

Quellen: IWF Public Finance in Modern History Database, IWF WEO

Empirische Aspekte: Die dunkle Seite hoher und steigender Staatsschulden

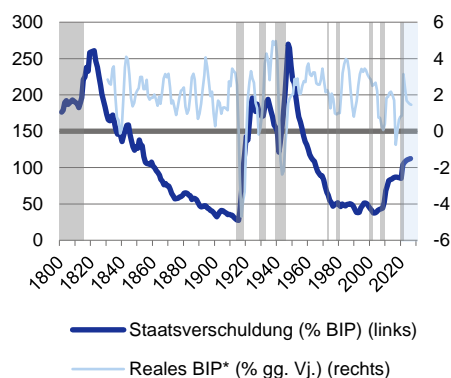
Wie bereits erwähnt, gibt es für die Staatsverschuldungsquote keinen theoretisch fundierten Schwellenwert, bei dessen Überschreiten die staatliche Finanzlage derart gefährlich werden würde, dass es unweigerlich zu einem Staatsbankrott oder einer Umschuldung käme. Die Wirtschaftsgeschichte hat vielmehr gezeigt, dass es einerseits Staaten gibt, die selbst recht hohe Schuldenquoten über lange Zeiträume schultern konnten, ohne dass es je zu einem Zahlungsausfall gekommen wäre. Oftmals haben dabei ein starkes BIP-Wachstum, eine hohe Inflationsrate und/oder Mittel der finanziellen Repression dafür gesorgt, dass die Schuldenlast stets tragbar geblieben ist. Andererseits gibt es jedoch auch einige Länderbeispiele, bei denen es schon bei einer relativ niedrigen Schuldenquote zu einem Zahlungsausfall („Sovereign debt default“) oder einer Umschuldung („Sovereign debt restructuring“) gekommen ist.

Ein prominentes Beispiel für den ersten Fall ist das Vereinigte Königreich (Großbritannien und Nordirland), das selbst über viele Jahre mit einer sehr hohen Staatsverschuldung von zwischenzeitlich mehr als 250% des BIP (z.B. zwischen 1819 und 1822 nach den Napoleonischen Kriegen oder 1947 und 1948 nach dem Zweiten Weltkrieg) nicht zahlungsunfähig wurde (siehe Grafik 57). Tatsächlich kam es in Großbritannien seit 1800 weder zu einem Zahlungsausfall noch zu einer Umschuldung (siehe auch [„This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crisis“](#) von *Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff*). Dabei gelang es Großbritannien in beiden Fällen, seine Schuldenquote wieder deutlich auf Werte von rund 50% des BIP oder sogar darunter zu senken. Ganz sicherlich dürften dabei auch die langen Wachstumsphasen in der Nachkriegszeit (siehe Grafik 58) sowie eine hohe Inflation dazu beigetragen haben, die Staatsschuldenquote wieder derart deutlich zu senken.

Im Gegensatz zum Vereinigten Königreich kam es in mehreren Entwicklungs- und Schwellenländern in den letzten Jahrhunderten zu wiederholten staatlichen Zahlungsausfällen oder Umschuldungen. Vielfach traten diese aufgrund einer niedrigen „Schuldentoleranz“ dieser Staaten bereits bei noch niedrig anmutenden Verschuldungsquoten auf. Diese niedrige „Schuldentoleranz“ ergab sich üblicherweise aus einer relativ risikobehafteten Finanzierungsstruktur des Staates, also einem hohen Anteil von Fremdwährungs- und/oder Auslandsschulden und/oder kurzen Restlaufzeiten bei den begebenen Schuldtiteln. Vor diesem Hintergrund mündeten vielfach eine abrupte Verschlechterung des Investorenvertrauens oder aufkommende Finanzmarkturbulenzen in eine Staatsschuldenkrise.

Vereinigtes Königreich: Staatsverschuldung vs. Wirtschaftswachstum

58



* Gleitender Durchschnitt der nächsten 5 Jahre

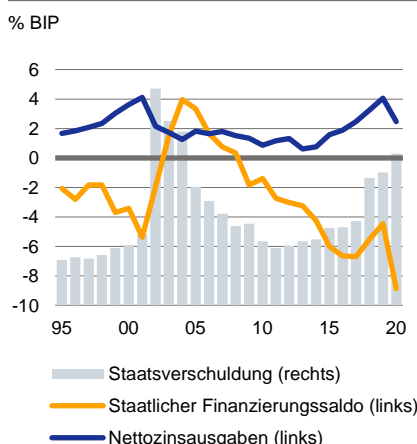
Quellen: IWF Public Finance in Modern History Database, IWF WEO

In Argentinien, das in der jüngeren Vergangenheit wiederholte Zahlungsausfälle verzeichnete, betrug die Staatsverschuldungsquote vor dem zum Jahresende 2001 eingetretenen Zahlungsausfall noch nicht einmal 50% des BIP (siehe Grafiken 59 und 60). In diesem Fall wurde dem argentinischen Staat vor allem die übermäßig hohe Fremdwährungsverschuldung zum Verhängnis, die schließlich nicht mehr tragbar war. Allerspätestens nach der Abwertung der heimischen Landeswährung Peso wurden die staatlichen Fremdwährungsschulden aufgrund des dann einsetzenden „Schuldenbewertungseffekts“ („Debt revaluation“) – der die in heimischer Währung gerechneten Fremdwährungsschulden regelrecht in die Höhe katapultierte – untragbar (siehe Grafiken 59 und 60).

In vielen großen Industrieländern ist allerdings ein Zahlungsausfall des Staates eine viel geringere Sorge als in den Entwicklungs- und Schwellenländern, da sie sich in der Regel in ihrer eigenen Landeswährung verschulden können. Während sich z.B. die US-amerikanische, britische oder japanische Regierung in Krisensituationen letzten Endes darauf verlassen kann, dass die Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz einspringen würde, stellt sich die Situation für die Mitgliedstaaten des gemeinsamen Euroraums grundsätzlich anders dar.

Argentinien: Entwicklung des öffentlichen Haushaltes und der Staatsverschuldung (1995-2020)

59



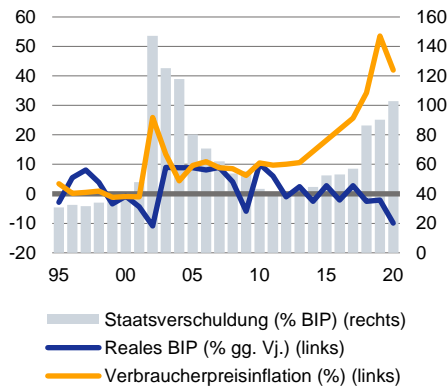
Quellen: IWF WEO, Deutsche Bank Research



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Argentinien: Wirtschaftswachstum und Inflationsentwicklung im Kontext der Staatsverschuldung

60



Quelle: IWF WEO

Das hat zunächst einmal damit zu tun, dass die Staaten des Euroraums ihre Schulden nicht in ihren eigenen Landeswährungen ausgeben, sondern in der Gemeinschaftswährung Euro, wobei die Wechselkurse der jeweiligen Landeswährungen gegenüber dem Euro zu einem bestimmten Wert festgezurr worden sind. Des Weiteren können die dem Eurosystem angeschlossenen nationalen Zentralbanken keine eigenständigen geldpolitischen Entscheidungen treffen – sprich „kein eigenes Geld nachdrucken“. Denn sämtliche geldpolitische Entscheidungen (wie z.B. die Festsetzung der Leitzinsen oder die Beschlüsse zu den Vermögensankaufprogrammen) werden ausschließlich vom EZB-Rat getroffen. Dieses oberste geldpolitische Gremium setzt sich aus den EZB-Direktoren und den nationalen Zentralbankpräsidenten der 19 Mitgliedstaaten des Euroraums zusammen. Im Gegensatz zur Geldpolitik, die einem gemeinsamen europäischen Organ übertragen wurde, werden die fiskalpolitischen Entscheidungen weiterhin auf der nationalen Ebene getroffen, d.h. die Budgethoheit und Haushaltsverantwortung obliegen weiterhin den Regierungen der Mitgliedstaaten. Aufgrund der oben genannten Besonderheiten bedarf es im Euroraum daher auch allgemein gültiger Fiskalregeln, um Fehlentwicklungen – die sich z.B. aus einem moralischen Fehlverhalten ergeben – vorzubeugen.

Jährliche Wachstums- und Inflationsraten (%) im Kontext der Staatsverschuldungsquote* (in Prozent vom BIP)

61

| Entwickelte Länder | Zeitraum | Wachstum bei Schuldenquote von: | | | | Schwellenländer | Zeitraum | Wachstum bei Schuldenquote von: | | | |
|------------------------|-----------|----------------------------------|--------|--------|------|-----------------|-----------|----------------------------------|--------|--------|-------|
| | | <30% | 30-60% | 60-90% | >90% | | | <30% | 30-60% | 60-90% | >90% |
| Australien | 1902-2009 | 3,1 | 4,1 | 2,3 | 4,6 | Argentinien | 1900-2009 | 4,3 | 2,7 | 3,6 | 0,5 |
| Österreich | 1880-2009 | 4,3 | 3,0 | 2,3 | | Bolivien | 1950-2009 | 0,7 | 5,2 | 3,7 | 3,9 |
| Belgien | 1835-2009 | 3,0 | 2,6 | 2,1 | 3,3 | Brasilien | 1980-2009 | 3,2 | 2,3 | 2,6 | 2,3 |
| Kanada | 1925-2009 | 2,0 | 4,5 | 3,0 | 2,2 | Chile | 1900-2009 | 4,0 | 1,0 | 7,5 | -4,5 |
| Dänemark | 1880-2009 | 3,1 | 1,7 | 2,4 | | Kolumbien | 1923-2009 | 4,3 | 3,0 | | |
| Finnland | 1913-2009 | 3,2 | 3,0 | 4,3 | 1,9 | Costa Rica | 1950-2009 | 6,9 | 5,0 | 3,4 | 3,0 |
| Frankreich | 1880-2009 | 4,9 | 2,7 | 2,8 | 2,3 | Ecuador | 1939-2009 | 5,3 | 5,0 | 3,2 | 1,5 |
| Deutschland | 1880-2009 | 3,6 | 0,9 | | | El Salvador | 1939-2009 | 3,6 | 2,6 | | |
| Griechenland | 1884-2009 | 4,0 | 0,3 | 4,8 | 2,5 | Ghana | 1952-2009 | | 4,6 | 4,7 | 1,9 |
| Irland | 1949-2009 | 4,4 | 4,5 | 4,0 | 2,4 | Indien | 1950-2009 | 4,2 | 4,9 | | |
| Italien | 1880-2009 | 5,4 | 4,9 | 1,9 | 0,7 | Indonesien | 1972-2009 | 6,6 | 6,3 | -0,1 | 3,1 |
| Japan | 1885-2009 | 4,9 | 3,7 | 3,9 | 0,7 | Kenia | 1963-2009 | 6,3 | 4,2 | 2,3 | 1,2 |
| Niederlande | 1880-2009 | 4,0 | 2,8 | 2,4 | 2,0 | Malaysia | 1955-2009 | 2,0 | 6,2 | 6,9 | 5,5 |
| Neuseeland | 1932-2009 | 2,5 | 2,9 | 3,9 | 3,6 | Mexiko | 1917-2009 | 4,1 | 3,4 | 1,2 | -0,7 |
| Norwegen | 1880-2009 | 2,9 | 4,4 | | | Nigeria | 1990-2009 | 5,4 | 10,6 | 11,2 | 2,6 |
| Portugal | 1851-2009 | 4,8 | 2,5 | 1,4 | | Peru | 1917-2009 | 4,3 | 2,9 | 2,7 | |
| Spanien | 1850-2009 | 1,6 | 3,3 | 1,3 | 2,2 | Philippinen | 1950-2009 | 5,0 | 3,8 | 5,1 | |
| Schweden | 1880-2009 | 2,9 | 2,9 | 2,7 | | Singapur | 1969-2009 | | 9,5 | 8,2 | 4,0 |
| Vereinigtes Königreich | 1830-2009 | 2,5 | 2,2 | 2,1 | 1,8 | Südafrika | 1950-2009 | 2,0 | 3,5 | | |
| Vereinigte Staaten | 1790-2009 | 4,0 | 3,4 | 3,3 | -1,8 | Sri Lanka | 1950-2009 | 3,3 | 3,7 | 4,2 | 5,0 |
| | | | | | | Thailand | 1950-2009 | 6,1 | 6,6 | | |
| | | | | | | Türkei | 1933-2009 | 5,4 | 3,7 | 3,2 | -6,4 |
| | | | | | | Uruguay | 1935-2009 | 2,1 | 3,1 | 3,2 | 0,0 |
| | | | | | | Venezuela | 1921-2009 | 6,5 | 4,1 | 3,2 | -6,5 |
| Mittelwert | 1790-2009 | 3,7 | 3,0 | 3,4 | 1,7 | Mittelwert | 1900-2009 | 4,3 | 4,1 | 4,2 | 1,0 |
| Median | 1790-2009 | 3,9 | 3,1 | 2,8 | 1,9 | Median | 1900-2009 | 4,5 | 4,4 | 4,5 | 2,9 |
| Mittelwert | 1946-2009 | 4,1 | 2,8 | 2,8 | -0,1 | Mittelwert | 1946-2009 | 4,3 | 4,8 | 4,1 | 1,3 |
| Median | 1946-2009 | 4,2 | 3,0 | 2,9 | 1,6 | Median | 1946-2009 | 5,0 | 4,7 | 4,6 | 2,9 |
| Entwickelte Länder | Zeitraum | Inflation bei Schuldenquote von: | | | | Schwellenländer | Zeitraum | Inflation bei Schuldenquote von: | | | |
| | | <30% | 30-60% | 60-90% | >90% | | | <30% | 30-60% | 60-90% | >90% |
| Mittelwert | 1946-2009 | 6,4 | 6,3 | 6,4 | 5,1 | Mittelwert | 1946-2009 | 64,8 | 39,4 | 105,9 | 119,6 |
| Median | 1946-2009 | 5,2 | 3,7 | 3,5 | 3,9 | Median | 1946-2009 | 6,0 | 7,5 | 11,7 | 16,5 |

*Schulden der Bundes- bzw. Zentralregierung

Quelle: Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff: Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper 15639. Issue Date January 2010. Revision Date December 2011. <https://www.nber.org/papers/w15639>



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Die RR-Kontroverse: Belasten hohe Staatsschulden das Wirtschaftswachstum?

Wie wir aus der neoklassischen Wirtschaftstheorie wissen, können von einer hohen Staatsverschuldung schädliche Auswirkungen auf die Volkswirtschaft ausgehen, z.B. indem sie eine höhere Inflation anfachen oder das Wachstumspotenzial der Wirtschaft belasten. Eine höhere Inflation droht immer dann, wenn die Zentralbank den Anstieg der Staatsschulden über die „Notenpresse“ finanziert und es aufgrund dieser „Monetarisierung“ der Staatsschulden zu einer Ausweitung der Geldmenge kommt. Ein schwächeres Wachstumspotenzial droht immer dann, wenn die steigende Staatsverschuldung einen Zinsanstieg nach sich zieht und es dadurch zu einer Verdrängung der privaten Investitionen kommt. Denn aufgrund des dann niedrigeren privaten Kapitaleinsatzes sinkt schließlich auch das Produktionspotenzial der Volkswirtschaft ab.

Angesichts der weltweit hohen sowie weiter zunehmenden Staatsverschuldung und wiederholter Staatsschuldenkrisen – die in der Vergangenheit nicht nur Schwellenländer, sondern auch Industrieländer heimgesucht haben (wie z.B. die Staaten in der Eurozonen-Peripherie während der europäischen Staatsschuldenkrise zwischen 2009 und 2014) –, befasst sich ein wichtiges, aber auch kontrovers geführtes wirtschaftswissenschaftliches Forschungsfeld mit dem empirischen Zusammenhang zwischen der Staatsverschuldungsquote und der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate eines Landes. Eine Reihe wirtschaftswissenschaftlicher Untersuchungen ist dabei zu dem Ergebnis gekommen, dass es empirisch betrachtet einen negativen Zusammenhang bzw. genauer gesagt eine negative Korrelation zwischen diesen beiden Variablen gibt, d.h. eine in der Wirtschaftsgeschichte hohe Staatsverschuldung üblicherweise mit einem schwächeren BIP-Wachstum einhergegangen ist.

So haben z.B. die Ökonomen *Carmen M. Reinhart* und *Kenneth S. Rogoff* (RR) auf der Grundlage eines 44 Industrieländer und Schwellenländer und einen Zeitraum von knapp 200 Jahren umfassenden Datensatzes einen solch negativen Zusammenhang zwischen der Staatsverschuldungsquote und der Wirtschaftswachstumsrate entdeckt (siehe dazu auch deren Studie „Growth in a Time of Debt“; darüber hinaus siehe auch das Forschungspapier „Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800“). Ein zentrales Forschungsergebnis war dabei deren Feststellung, dass empirisch betrachtet eine Staatsverschuldungsquote von mehr als 90% des BIP oftmals mit einem deutlich niedrigeren Wirtschaftswachstum einhergegangen ist (siehe eine Zusammenfassung der Studienergebnisse von *Reinhart* und *Rogoff* in Tabelle 61).

Auch wenn deren Ergebnisse auf den ersten Blick vermuten lassen, dass eine hohe Staatsschuldenquote empirisch betrachtet das Wirtschaftswachstum belastet (so wie in der neoklassischen Theorie nahegelegt), darf man eine Korrelation nicht mit Kausalität gleichsetzen. Denn der Kausalzusammenhang könnte auch in die entgegengesetzte Richtung laufen, sodass nicht die hohe Verschuldung für das niedrige Wachstum, sondern das niedrige Wachstum für die hohe Verschuldung verantwortlich ist (z.B. weil das schwache BIP-Wachstum das Wachstum der Steuereinnahmen beschnitten hat und/oder zu einer höheren Arbeitslosigkeit geführt hat, die höhere staatliche Ausgaben für Arbeitslosenhilfe nach sich gezogen hat).

In einem anschließenden wirtschaftswissenschaftlichen Diskurs wurden die RR-Ergebnisse von einigen Ökonomen stark hinterfragt und kritisiert (siehe z.B. die Studie „Does High Public Debt Persistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff“ von *Thomas Herndon, Michael Ash und Robert Pollin*). Dennoch sind andere Autoren wiederum zu ähnlichen Ergebnissen wie *Reinhart und Rogoff* gelangt: *Cristina Checherita und Philipp Rother* fanden z.B. für ein Sample von zwölf Euroländern und über einen Zeitraum von ungefähr 40 Jahren ab dem Jahr 1970 heraus, dass *„Schulden einen nicht-linearen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum haben, wobei eine Schuldenhöhe von etwa 90–100%“*

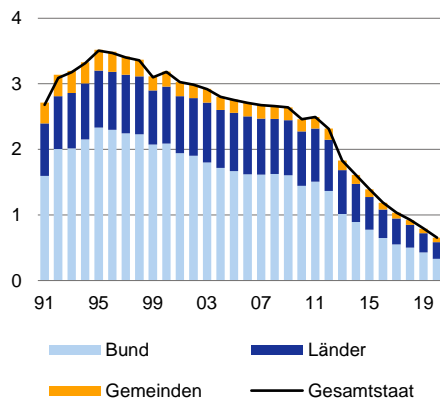


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

DE: Die staatlichen Zinsausgaben sind massiv gesunken

62

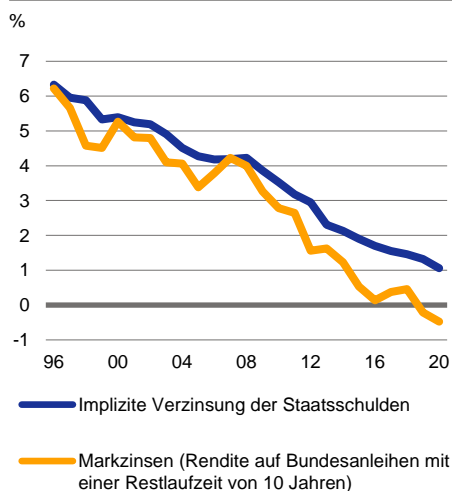
Staatliche Bruttozinsausgaben, % BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

DE: Die durchschnittliche Verzinsung der deutschen Staatsschulden ist deutlich gefallen

63



Implizite Verzinsung: Bruttozinsausgaben des Staates in Periode t im Verhältnis zu den ausstehenden Staatsschulden in Periode t-1.

Quellen: Eurostat, AMECO, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

des BIP einen Wendepunkt darstellt, ab dem die Staatsverschuldung schädliche Auswirkungen auf das langfristige Wachstum nach sich zieht“ (siehe auch ihr EZB-Arbeitspapier).

Zusammenfassend kann man festhalten, dass eine negative Kausalität zwischen Staatsschulden und Wirtschaftswachstum empirisch nur sehr schwer zu belegen ist. Darüber hinaus ist es praktisch unmöglich, einen allgemeingültigen Schwellenwert für die Staatsverschuldungsquote zu identifizieren, ab dessen Überschreitung das Wirtschaftswachstum in Mitleidenschaft gezogen wird. Denn letztlich sind die länderspezifischen Rahmenbedingungen oftmals viel zu unterschiedlich. Nichtsdestotrotz legen die empirischen Erkenntnisse – und die Erfahrungen aus vergangenen Staatsschuldenkrisen – in Verbindung mit der neoklassischen Wirtschaftstheorie nahe, dass eine zu hohe Staatsverschuldung sehr wohl zu tiefgreifenden wirtschaftlichen Problemen führen kann. Abschließend sei auf die Studie „Debt and Growth: A Decade of Studies“ von *Veronique de Rugy und Jack Salmon* hingewiesen, die einen umfassenden Überblick über den wirtschaftswissenschaftlichen Kenntnisstand zum Zusammenhang zwischen Staatsschulden und Wirtschaftswachstum gibt.

Der Ausgabenmultiplikator: Können höhere Staatsschulden das Wirtschaftswachstum anschieben?

Eine defizitbetriebene Fiskalpolitik, die zu steigenden Staatsschulden führt, kann sich in der kurzen Frist zweifelsfrei positiv auf das Wirtschaftswachstum auswirken, z.B. dann, wenn eine antizyklische Fiskalpolitik die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in einer schweren Wirtschaftskrise stützt (keynesianische Finanzpolitik). Denn ein solches fiskalisches Gegensteuern des Staates kann nicht nur dabei helfen, die Dauer und Tiefe des Konjunkturreinbruchs zu begrenzen, sondern auch dazu beitragen, die potenziellen, langfristig negativen Auswirkungen auf das volkswirtschaftliche Produktionspotenzial in Grenzen zu halten („Hysterese-Effekte“). Darüber hinaus können staatliche Finanzierungsdefizite und eine damit einhergehende Staatsschuldenquote mitunter das mittel- bis langfristige Wachstumspotenzial eines Landes heben, sofern sie für produktive, wachstumsstärkende Staatsausgaben verwendet werden.

So haben z.B. die Ökonomen *Heike Belitz et al.* am *Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin)* in einer aktuellen Studie (Öffentliche Investitionen als Triebkraft privatwirtschaftlicher Investitionstätigkeit) für Deutschland herausgefunden, dass sich steigende öffentliche Investitionen tatsächlich sehr positiv auf das Wirtschaftswachstum auswirken können, insbesondere dann, wenn diese in wirtschaftlichen Schwächephasen und bei einem niedrigen Zinsniveau erfolgen. Dank eines bedeutsamen Ausgabenmultiplikators können sich demnach öffentliche Investitionsprogramme zu einem großen Teil selbst finanzieren, sodass eine defizitfinanzierte Investitionsoffensive nicht zwangsläufig eine deutlich höhere Staatsverschuldungsquote nach sich ziehen muss.

Als besonders wachstumsfördernd werden dabei die öffentlichen (Zukunfts-) Investitionen eingestuft. Darunter versteht man nicht nur die öffentlichen Investitionen im engen Sinne, die z.B. in Form von staatlichen Ausrüstungs- oder Bauinvestitionen getätigt werden, sondern auch die sonstigen Staatsausgaben mit „investivem“ Charakter (wie z.B. Bildungsausgaben oder Ausgaben für Forschung und Entwicklung). Insgesamt bescheinigt die obige DIW-Studie den öffentlichen Investitionen (im Sinne eines solch erweiterten Investitionsbegriffs) einen hohen Multiplikator-Effekt von etwa 1,6. Letztlich bedeutet dies, dass jeder Euro, der zusätzlich für öffentliche Investitionen ausgegeben wird und die private Investitionstätigkeit anregt („*Crowding-in*“), die gesamtwirtschaftliche Leistung, also das BIP, um zusätzliche EUR 1,6 steigern dürfte. Eine Kurzzusammenfassung und Übersicht zu den zentralen DIW-Studienergebnissen findet sich auch im Monatsbericht des Bundesfinanzministeriums für April 2021).

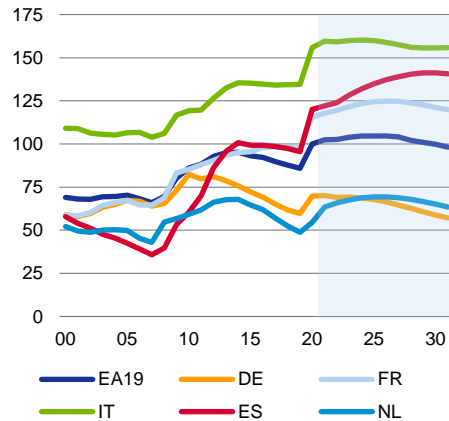


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

EWU: Die Staatsschuldenquote der Eurozone ist im Jahr 2020 sprunghaft angestiegen

64

Staatsverschuldung, % BIP

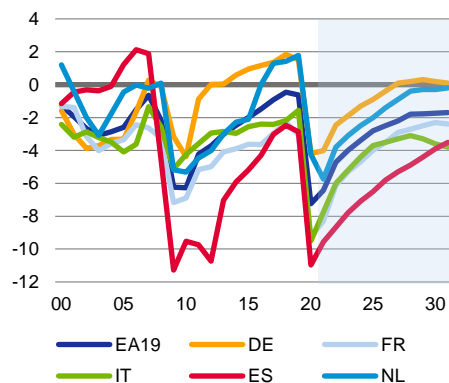


Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

EWU: Die öffentlichen Haushalte weisen derzeit hohe Defizite aus

65

Staatlicher Finanzierungssaldo, % BIP

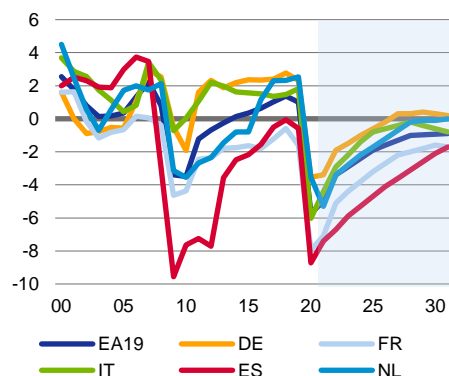


Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

EWU: Die Europäische Kommission geht von einer graduellen Verbesserung der staatlichen Primärsalden aus

66

Staatlicher Primärsaldo, % BIP



Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

Theorie und Empirie: Es deutet viel daraufhin, dass allzu hohe Staatsschulden eine Gefahr für die Volkswirtschaft darstellen

Auch wenn von defizitfinanzierten staatlichen Ausgabenprogrammen auch positive Wachstumseffekte ausgehen können (wie z.B. im Falle von rentablen öffentlichen Investitionen), gibt es dennoch viele theoretische Argumente und empirische Erkenntnisse, die darauf hindeuten, dass eine hohe Staatsverschuldung zu einer Gefahr für das Wirtschaftswachstum und die makroökonomische Stabilität werden kann. Ein kompakter Literaturüberblick, in dem auch die verschiedenen Wirkungskanäle einer hohen Staatsverschuldung auf die Wirtschaft beschrieben werden, findet sich z.B. in dem IWF-Arbeitspapier „Public Debt and Growth“ von *Manmohan S. Kumar und Jaejoon Woo*.

Demnach kann eine übermäßig hohe Staatsverschuldung folgende negative Auswirkungen nach sich ziehen:

- einen Anstieg der Zinsen, der zu einer Verdrängung privater Investitionen führt und über einen sinkenden privaten Kapitalstock das Wachstumspotenzial belastet;
- eine steigende Steuerbelastung, die zu wohlfahrtsschädigenden Verzerrungen führt;
- einen Anstieg der Inflation, der empirisch betrachtet oftmals in den hoch verschuldeten Schwellenländern einsetzt (siehe Tabelle 61);
- eine durch eine Staatsschuldenkrise ausgelöste Banken- und Finanzkrise, welche die oben genannten negativen Effekte weiter verstärken könnte;
- einen geringeren haushaltspolitischen Spielraum, der die Möglichkeiten zum fiskalischen Gegensteuern in künftigen Wirtschaftskrisen beschneidet und damit zu einer höheren makroökonomischen Volatilität führt.

Und letzten Endes hängt die Beantwortung der Frage, ob ein weiterer Anstieg der Staatsschulden sich positiv oder negativ für die Wirtschaft auswirkt, ganz entscheidend davon ab:

- wie hoch der anfängliche Schuldenstand und die damit zusammenhängende Steuerbelastung zur Finanzierung des Schuldendienstes ist;
- für welche Ausgabenposten die zusätzlichen Schulden verwendet werden.

Grundsätzlich gilt, dass bei einem hohen Ausgabeniveau ein weiterer Schuldenaufbau mit größeren Risiken verbunden ist als bei einem niedrigen Schuldeniveau und dass schuldenfinanzierte Investitionsausgaben tendenziell weniger problematisch sind als ein defizitfinanzierter staatlicher Konsum.

E. Fiskalpolitik in Zeiten niedriger Zinsen und demografischer Herausforderungen

Im Schlaraffenland: Wenn die Zinsen niedriger sind als das BIP-Wachstum

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen in vielen großen Industrieländern haben eine Diskussion darüber in Gang gesetzt, welche Rolle die Wirtschafts- und Finanzpolitik in Zukunft idealerweise einnehmen sollte, um die gegenwärtige Niedrigzins-Niedrigwachstumsphase zu überwinden. In den USA hat die US-Regierung einen entschiedenen, expansiven Kurs in der Fiskalpolitik gefahren und die US-Wirtschaft zuletzt über

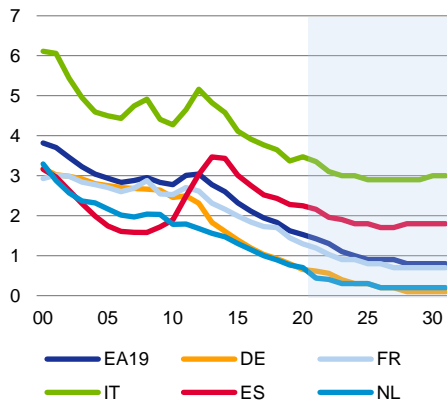


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

EWU: Die staatlichen Zinsausgaben sind deutlich gesunken

67

Staatliche Bruttozinsausgaben, % BIP



Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

ein weiteres USD 1,9 Bill. schweres Konjunkturpaket angekurbelt. Wie es scheint, könnten die USA eine Vorreiterrolle für andere große Industrieländer eingenommen und damit einen Paradigmenwechsel in der weltweiten Fiskalpolitik eingeläutet haben.

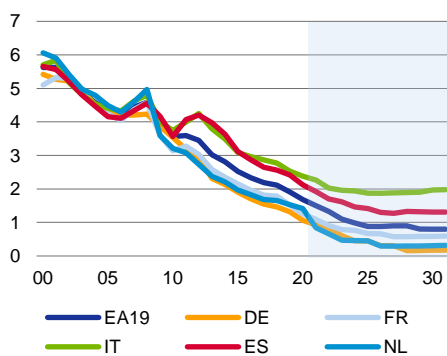
Die Versuchung: Wenn höhere Schulden keine finanzpolitischen Schmerzen verursachen (keine höhere Zinsausgaben nach sich ziehen)

Die Argumentationslinie der keynesianisch oder „progressiv“ denkenden Ökonomen zur Begründung einer höheren Staatsverschuldung ist recht intuitiv: Solange die Staatsanleiherenditen auf ihren aktuellen Tiefständen verbleiben oder sogar noch weiter absinken, halten sich die staatlichen Zinsausgaben in engen Grenzen oder reduzieren sich sogar noch weiter. Demnach dürften die aus der steigenden Staatsverschuldung resultierenden Zinsausgaben auch in Zukunft beherrschbar bleiben. In diesem Kontext geht die Europäische Kommission (EU-KOM) in ihren Wirtschafts- und Finanzprognosen davon aus, dass die durchschnittlich auf die Staatsschulden zu zahlenden Schuldzinsätze auch in den Jahren 2021/22 weiter fallen dürften, um sich danach bis mindestens zum Jahr 2031 auf sehr niedrigem Niveau zu stabilisieren (siehe Grafik 68) (siehe auch den Debt Sustainability Monitor 2020 vom Februar 2021).

EWU: Die impliziten Zinssätze sind im letzten Jahrzehnt stark gefallen

68

Impliziter Zinssatz auf die Staatsschulden, %



Impliziter Zinssatz: Bruttozinsausgaben des Jahres t im Verhältnis zu den Bruttostaatsschulden des Jahres t-1.

Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

Dank des anhaltenden Niedrigzinsniveaus dürften auch die hohen Finanzierungs- bzw. Primärdefizite und der damit einhergehende Schuldenanstieg (siehe Grafiken 64, 65, 66 und 67) keine allzu großen negativen Auswirkungen auf die staatlichen Zinsausgaben haben. Genauer gesagt könnten die (Brutto-) Zinsausgaben in vielen Euroländern 2021 und 2022 noch weiter zurückgehen und zwar sowohl im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung als auch relativ zu den Staatseinnahmen oder den Staatsausgaben. In einigen Ländern können diese sogar auch in absoluten Euro-Beträgen fallen. Darüber hinaus könnten die Zinslasten der meisten Euroländer bis ins neue Jahrzehnt hinein auf historisch niedrigen Niveaus verharren (siehe Grafik 67).

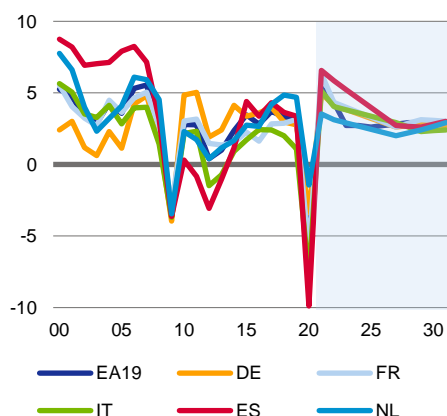
Die Zins-Wachstumsdifferenz, ein für den Schuldenquotenpfad ganz entscheidender Indikator, dürfte nach Einschätzung der EU-KOM in vielen Euro-Ländern bis zum Jahr 2031 spürbar negativ bleiben (siehe Grafik 70) und damit auch in den kommenden Jahren den Auftrieb der Schuldenquoten dämpfen. Die im Jahr 2020 verzeichnete positive Zins-Wachstumsdifferenz, die primär eine Folge des vorübergehend scharfen Konjunkturreinbruchs war (siehe Grafik 69), dürfte dabei nur eine Ausnahmeerscheinung gewesen sein. Ebenso wie die EU-KOM geht auch der IWF in seiner Mittelfristprognose davon aus (siehe Fiscal Monitor vom April 2021), dass die Zins-Wachstumsdifferenz in den meisten großen Volkswirtschaften bis mindestens zum Jahr 2026 weitestgehend negativ bleiben dürfte (siehe Grafik 44). Aus diesem Grund dürften sich Staatsschuldenquoten in den meisten Ländern auch dann wieder stabilisieren (oder sogar zurückgehen), sobald die Primärdefizite wieder auf ihre Vorkrisenniveaus zurückgekehrt sind.

Aus der Theorie wissen wir, dass eine defizit- und schuldenbetriebene expansive Fiskalpolitik zu keinen oder zumindest nicht erheblichen finanzpolitischen Mehrausgaben (in Form höherer Zinsausgaben) führt, solange die Zins-Wachstumsdifferenz dauerhaft negativ bleibt. Auch die mit einer expansiven Schuldenpolitik (z.B. aufgrund einer zinsbedingten Verdrängung der privaten Investitionen) entstehenden Wohlfahrtsverluste dürften im derzeitigen Niedrigzinsumfeld vermutlich eher gering ausfallen, da die gegenwärtige Überschussnachfrage der Investoren nach „sicheren“ Staatsanleihen wohl mit einer niedrigen Zinsreagibilität einhergehen sollte und der durch die höhere staatliche Kreditnachfrage ausgelöste Zinsanstieg nur schwach ausgeprägt sein dürfte (siehe in diesem Zusammenhang auch die einflussreiche Studie „Public Debt: Fiscal and Welfare Costs in a Time of Low Interest Rates“ von *Olivier Blanchard*).

EWU: Die Wirtschaftsleistung ist im Jahr 2020 kräftig zurückgegangen

69

Nominales BIP, % gg. Vj.



Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research



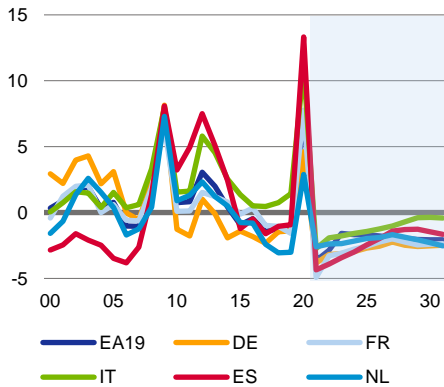
Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Ponzi-Spiele im Kontext einer negativen Zins-Wachstumsdifferenz

EWU: Die Zins-Wachstumsdifferenz dürfte weiterhin negativ bleiben

70

Zins-Wachstumsdifferenz, Prozentpunkte



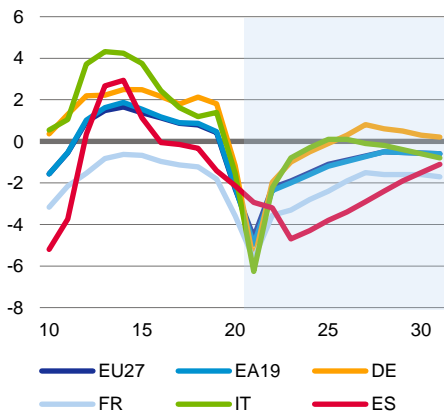
Zins-Wachstumsdifferenz: Impliziter Zinssatz abzüglich der nominalen BIP-Wachstumsrate.

Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

EWU: Die Staatsfinanzen sind derzeit durch hohe strukturelle Primärdefizite gekennzeichnet

71

Struktureller Primärsaldo, % BIP



Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

Würde die Zins-Wachstumsdifferenz eines Landes auf immer und ewig negativ bleiben, könnte der Staat die intertemporale Budgetbeschränkung tatsächlich ausblenden und ein sogenanntes „Ponzi-Spiel“ („*Ponzi game*“) spielen. Dabei würde er seine chronischen Finanzierungsdefizite und die mit der Zeit immer wieder fällig werdenden Staatsschulden fortlaufend über die Aufnahme neuer Kredite am Anleihenmarkt finanzieren. Dazu sei gesagt, dass ein solches Ponzi-Spiel jedoch bei einer positiven Zins-Wachstumsdifferenz nicht möglich ist, da sonst die Schuldenquote unkontrolliert ansteige und die Staatsfinanzen unweigerlich aus dem Ruder liefen.

In einem solchen, aus Sicht des Fiskus idealen, makroökonomischen Umfeld, das einem Schlaraffenland gleichkommen würde, wären die defizitären Staatsfinanzen nur deshalb tragbar, weil die Wirtschaftsleistung (also das BIP) und damit auch die daran geknüpften Staatseinnahmen (z.B. Steuereinnahmen oder Sozialversicherungsbeiträge) hinreichend schneller wachsen würden als die Staatsverschuldung und die darauf zu zahlenden Zinsausgaben.

In der oben beschriebenen Welt könnte der Staat mit seinem Ponzi-Spiel zuallererst den Wohlstand seiner heute lebenden Bürger erhöhen, indem er seine schuldenfinanzierte Haushaltspolitik dazu nutzte, die Sozialleistungen zu erhöhen (wie z.B. die Renten oder die Arbeitslosenhilfe), die öffentlichen Investitionen auszuweiten (wie z.B. für die Infrastruktur, Digitalisierung, Förderung grüner Technologien) und/oder die Steuerbelastung zu senken und damit die Nettoeinkommen zu stärken. Aber auch die kommenden Generationen wären wirtschaftlich besser gestellt, da sie auf der einen Seite niemals für die zusätzlich aufgenommenen Staatsschulden aufkommen müssten (oder wenn überhaupt nur in sehr begrenztem Umfang), und auf der anderen Seite auch von einer besseren und modernisierten öffentlichen Infrastruktur profitierten.

Moritz Schularick und Jens Südekum vertreten in einem Kommentar in der FAZ den Standpunkt, dass (höhere) Staatsschulden kommende Generationen nicht zwangsläufig belasten müssen. Zwar mahnen sie auf der einen Seite einen vorsichtigen Umgang mit Staatsschulden an und sehen einen schuldenfinanzierten Staatskonsum als eine schlechte Idee an. Auf der anderen Seite befürchten sie aber, dass der deutsche Staat bei einem strengen Schuldenfinanzierungsverbot zu wenig in zukunftsweisende Bereiche (wie z.B. in den Klimaschutz) investieren könnte. So sehen sie derzeit auch die realere Gefahr darin, dass „*der Schuldenbremsen-Michel die Zukunftschancen verschläft, die das gegenwärtige Zinsniveau eröffnet*“. In der Folge wären zwar nicht zu hohe Schulden, jedoch die heute unterlassenen Zukunftsausgaben eine Bürde für spätere Generationen.

Angesichts der Aussicht, dass die Zinsen noch für einen längeren Zeitraum auf einem sehr niedrigen Niveau verbleiben könnten, fordern viele Ökonomen und Politiker den Staat dazu auf, einen deutlich expansiveren (schuldenfinanzierten) fiskalpolitischen Kurs zu fahren und dabei in besonderem Maß zukunftsweisende und das Wachstumspotenzial stärkende öffentliche Investitionsausgaben in den Blick zu nehmen (wie z.B. in die Digitalisierung oder die Dekarbonisierung der Wirtschaft sowie in die öffentliche Infrastruktur).

Robert Habeck, Ko-Vorsitzender von Bündnis 90/Die Grünen, und *Reiner Hoffmann*, Vorsitzender des Deutschen Gewerkschaftsbundes (DGB), schlagen in einem Gastbeitrag für die FAZ unter anderem vor, die nach der Bundesschuldenbremse geltenden Tilgungsfristen für die pandemiebedingten, übermäßigen Kredite zu verlängern. Des Weiteren plädieren sie dafür, sowohl den europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt als auch die deutsche Schuldenbremse zu reformieren. Die Autoren regen dabei unter anderen an, die deutsche Schuldenbremse um eine Regelung zugunsten der staatlichen Investitionen zu erweitern.

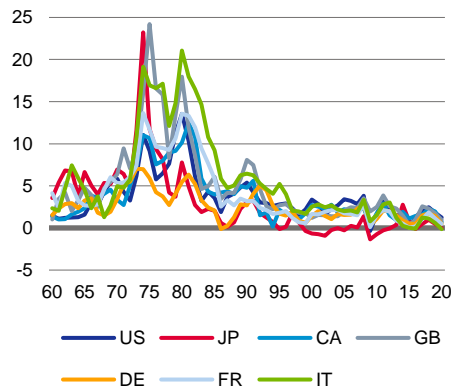


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

G7-Länder: Die Inflation hat sich in den letzten 20 Jahren auf insgesamt niedrigen Niveaus bewegt

72

Verbraucherpreisinflationsrate (%)

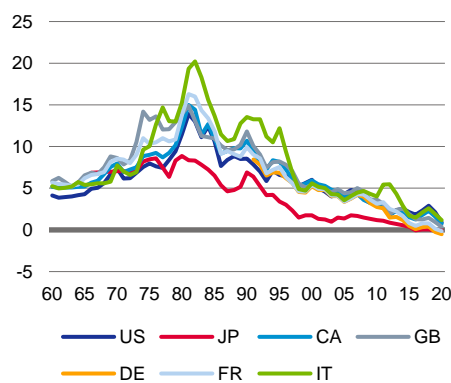


Quelle: OECD

G7-Länder: Die Staatsanleiherenditen sind tief gefallen

73

Nominale Rendite auf Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren, %

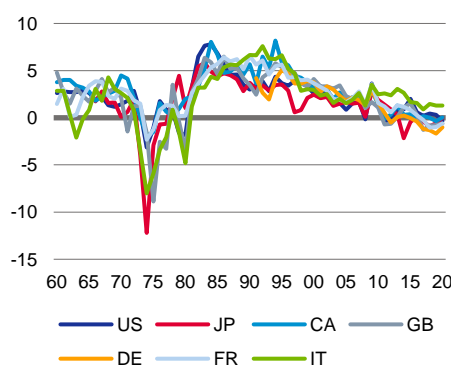


Quelle: OECD

G7-Länder: Die realen Anleiherenditen bewegen sich auf niedrigen Niveaus oder sind sogar negativ

74

Reale Rendite auf Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren, %



Reale Rendite: Anhand der Verbraucherpreisinflationsrate deflationiert.

Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Die Befürworter einer Schuldenpolitik argumentieren häufig auch, dass die mit Blick auf die Schuldentragfähigkeit verbundenen Risiken (wie z.B. ein Zinsanstieg, eine Demografie-bedingte Wachstumsverlangsamung und/oder ein Stimmungsumschwung bei den Investoren) reduziert werden könnten, indem der Staat einfach die durchschnittliche Restlaufzeit der ausstehenden Staatsschulden erhöht (z.B. über die Platzierung langfristiger Staatsanleihen mit einer Laufzeit von bis zu 30 oder mehr Jahren). Natürlich kann der Staat versuchen, seine unmittelbaren Refinanzierungsrisiken zunächst durch die Ausgabe langfristiger Schulden zu minimieren. Dennoch würde auch eine solche Finanzierungsstrategie recht schnell an ihre Grenzen stoßen. Denn gewöhnlich kann der Staat nicht nur einseitig auf Schuldenemissionen am langen Laufzeitende der Zinsstrukturkurve setzen, sondern muss stattdessen als Benchmark-Emittent den gesamten Laufzeitenbereich (von kurz- bis langfristig) abbilden. Darüber hinaus ist auch die Nachfrage nach sehr langlaufenden Staatsanleihen, die oftmals aus der Versicherungswirtschaft kommt, üblicherweise begrenzt.

Andere Schuldenbefürworter gehen sogar noch einen Schritt weiter. Auf der Grundlage kapitalmarkttheoretischer Überlegungen vertreten sie z.B. die Meinung, dass höhere Staatsschulden geradezu benötigt werden, um das knappe Angebot an „sicheren“ Staatsanleihen (mit einem niedrigem Zahlungsausfallrisiko) auszuweiten. Aus diesem Blickwinkel wären höhere Staatsschulden regelrecht zu begrüßen, da diese den Weg zu steigenden Zinsen ebnen würden und somit die „Nullzinsuntergrenzen“-Problematik („Zero lower bound“; ZLB) der Geldpolitik lösen könnten. Des Weiteren würde eine steigende Staatsverschuldung das verfügbare Angebot an „sicheren“ Vermögenswerten erhöhen und somit dazu beitragen, dass die Übernachfrage nach sicheren Anlagen in einer alternden Gesellschaft befriedigt werden kann (siehe z.B. „Der Vorsorge-Albtraum“ und „Public Debt Requirements in a Regime of Price Stability“ von Carl Christian Weizsäcker). Selbst wenn die oben genannten Einschätzungen zutreffend wären, würde die Werthaltigkeit des in Form von Staatsschulden angesparten „Altersvorsorgevermögens“ nur so gut sein wie die zugrunde liegende Kreditwürdigkeit des Schuldners, also des Staates.

Fiskalischer Spielraum und Schuldentragfähigkeit: Ändern sich bei niedrigen Zinsen wirklich die Spielregeln?

Jason Furman und Lawrence Summers argumentieren in einer aktuellen Studie (siehe „A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates“), dass der finanzpolitische Spielraum der Staaten im heutigen Niedrigzinsumfeld weniger stark eingeschränkt sein dürfte als in „normalen“ Zeiten mit höheren Zinsen. Laut den Autoren könnte eine schuldenfinanzierte Fiskalpolitik sogar positiv für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sein, nämlich genau dann, wenn die dadurch angekurbelte Wirtschaftsleistung (also das BIP) stärker zulegt als die Staatsverschuldung und die daran geknüpften Zinsausgaben.

Die beiden Ökonomen kommen daher zu dem Schluss, dass „die fallenden Realzinsen strukturelle Veränderungen in der Volkswirtschaft widerspiegeln, die ein grundsätzliches Umdenken in der Fiskal- und Wirtschaftspolitik erfordern“, auch wenn sie gleichzeitig zu bedenken geben, dass „die Zukunft ungewiss ist und die exakten Gründe für den Rückgang des realen Zinsniveaus nicht eindeutig geklärt sind“.

Letztlich hinterfragen sie, ob die orthodoxe Sichtweise auf die von hohen Haushaltsdefiziten und Staatsschulden ausgehenden Gefahren in dem aktuellen Makroumfeld überhaupt noch angebracht ist. Denn aufgrund des weltweiten Phänomens ungenutzter (Produktions-) Kapazitäten und sehr tiefer Zinsen bzw. niedriger Kapitalkosten dürfte laut Furman und Summers der (potenziell durch eine expansive Fiskalpolitik ausgelöste) Verdrängungseffekt privater Investitionen heutzutage ein viel geringeres Problem darstellen als in der Vergangenheit.

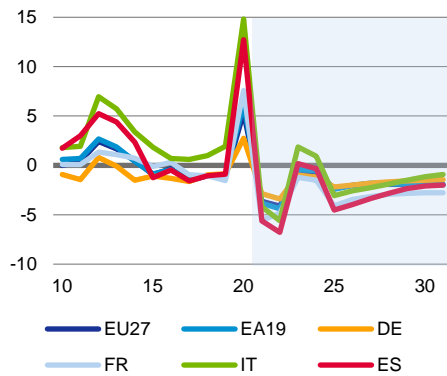


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

EWU: Schuldendynamik der Eurozone dürfte weiterhin von einem negativen Schneeballeffekt profitieren

75

Schneeball-Effekt*, % BIP



* Kombiniertes, auf die Staatsverschuldungsquote ausgehender Effekt, der sich aufgrund des realen BIP-Wachstums, der Inflationsrate und der staatlichen Zinsausgaben ergibt.

Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

Darüber hinaus fordern die Ökonomen, dass die Fiskalpolitik dazu übergehen sollte, das Wirtschaftswachstum und die Finanzstabilität in einem stärkerem Maße zu fördern, da (a) die Grenzen der Geldpolitik zur Unterstützung von Wirtschaftswachstum und Vollbeschäftigung im gegenwärtigen „Nullzinsuntergrenzen“-Umfeld weitestgehend erreicht sind und (b) die niedrigen Zinsen eine übermäßige Verschuldungsneigung (der Privatwirtschaft) fördern und somit auch die Finanzstabilität gefährden könnten.

Daher würde ihrer Meinung nach eine Steigerung der öffentlichen Ausgaben nicht nur zu einem höheren Wachstum und höheren Zinsen beitragen, sondern auch die Finanzstabilitätsrisiken in der Volkswirtschaft senken. Diese Einschätzung könnte man natürlich infrage stellen, indem man (a) zuallererst auf die empirisch bedingte negative Korrelation zwischen Staatsverschuldungsquote und BIP-Wachstumsrate hinweist und (b) zu bedenken gibt, dass Staatsschulden – die üblicherweise zu großen Teilen vom Bankensystem finanziert werden dürften – vielmehr die Finanzstabilitätsrisiken erhöhen dürften.

In der Tat wird die bestehende Risikoverbindung zwischen Staaten und Banken („Sovereign banking nexus“) in vielen (europäischen) Volkswirtschaften als großes Problem wahrgenommen. Noch höhere Haushaltsdefizite und weiter ansteigende Staatsschulden würden aber vermutlich dazu führen, dass die vom aggregierten Bankensystem gehaltenen Bestände an Staatsschulden noch weiter ansteigen würden und damit letztlich die Risikoverbindung zwischen Staats- und Bankensektor noch weiter verstärkt werden dürfte. Schon jetzt halten viele europäische Bankensysteme große Bestände an Staatsschulden in ihren Bilanzen (siehe Grafik 51).

Ist die Staatsverschuldungsquote auch heute noch ein nützlicher Bewertungsmaßstab für die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen?

Schließlich gelangen *Furman und Summers* zu der Einschätzung, dass die Staatsverschuldungsquote – nach der konventionellen Lesart eine zentrale Größe in der Tragfähigkeitsanalyse – ein irreführender Indikator für die Bewertung der staatlichen Haushaltslage eines Landes sei, da sie weder den durch den Zinsrückgang gestiegenen Barwert des BIP noch die durch den (realen) Zinsrückgang gesunkenen Ausgaben für den Schuldendienst abbildet.

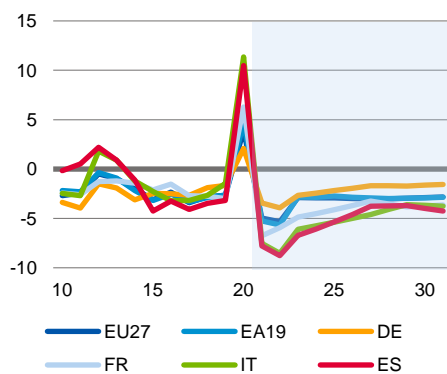
Zudem sei die Staatsverschuldungsquote auch deshalb irreführend, weil sie eine Bestandsgröße (also den zu einem bestimmten Zeitpunkt bestehenden Staatsschuldenstand – üblicherweise den Jahresendwert) ins Verhältnis zu einer Flussgröße (also die innerhalb eines bestimmten Zeitraums erzielte Wirtschaftsleistung – in der Regel das innerhalb eines Kalenderjahres erzielte BIP eines Landes) setzt (siehe hierzu auch das von *Dezernat Zukunft* mit Jason Furman durchgeführte Interview „I don't love Schuldenquote“).

Des Weiteren führen *Furman und Summers* aus, dass die Staatsverschuldungsquote aus dreierlei Sicht ein ungeeigneter Indikator für die Tragfähigkeitsanalyse ist. Zuallererst berücksichtigt dieser Indikator nicht, dass realistischerweise kein Staat auf der Welt seine gesamten Staatsschulden innerhalb eines Kalenderjahres zurückzahlen muss, sondern seine Verbindlichkeiten vielmehr über einen längeren Zeitraum tilgen kann. Zweitens bildet die Staatsverschuldungsquote in keinerlei Hinsicht das (gesunkene) Zinsniveau und die damit einhergehenden (niedrigeren) fiskalischen Kosten der Staatsverschuldung (in Form von Zinsausgaben) ab. Und zu guter Letzt handelt es sich bei der Schuldenquote um eine rückwärtsgerichtete Kenngröße.

EWU: Schuldenquotensenkender Effekt aufgrund der nominalen BIP-Wachstumsrate

76

Nominaler BIP-Effekt, % BIP



Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

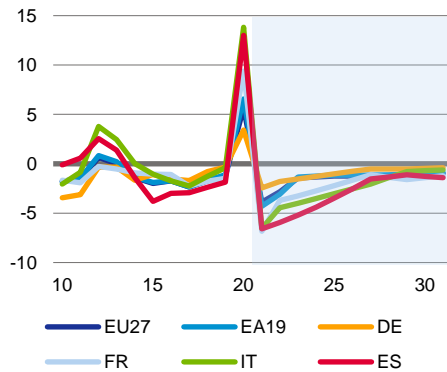


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

EWU: Schuldenquotensenkender Effekt aufgrund der realen BIP-Wachstumsrate

77

Realer BIP-Effekt, % BIP



Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

Die Autoren sind daher der Ansicht, dass es sinnvoller wäre, die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung entweder anhand alternativer Größen zu beurteilen, wie auf Basis einer Fluss-Fluss-Kennzahl (wie z.B. dem Verhältnis zwischen den Zinsausgaben und der Wirtschaftsleistung) oder anhand einer Bestands-Bestands-Kennzahl (wie z.B. dem Verhältnis zwischen den Staatsschulden und dem Barwert des BIP¹). Mit Blick auf die erste Fluss-Fluss-Kennzahl schlugen *Furman und Summers* ganz konkret vor, den realen Wert des Schuldendienstes im Verhältnis zum BIP zu betrachten. Der reale Schuldendienst errechnet sich aus den staatlichen Zinsausgaben abzüglich des Anteils der Staatsschulden, der jährlich durch die Inflation „weginflationiert“ wird.

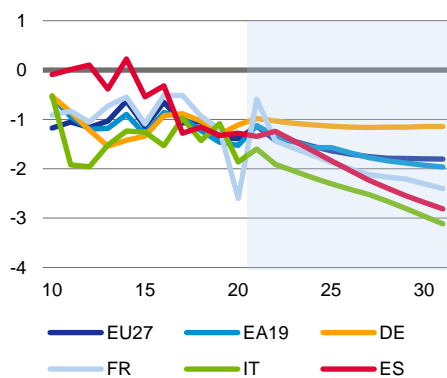
Dabei leitet sich aus den in den Industrieländern gemachten historischen Erfahrungen eine neue Orientierungsgröße für die nunmehr geltenden Grenzen der Fiskalpolitik ab: Solange die realen Zinsausgaben im Verhältnis zum BIP (Zinsausgabenquote) innerhalb der nächsten zehn Jahre mit hoher Sicherheit unter der Zwei-Prozent-Marke verbleiben werden, können die öffentlichen Finanzen als tragfähig betrachtet werden. Jedoch schränkt *Furman* zugleich ein, dass auch die Zinsausgabenquote (so wie die Schuldenquote) ein im Prinzip rückwärtsgewandter Indikator ist und diese sich aufgrund von Schwankungen im Zinsniveau mit der Zeit recht volatil entwickeln kann (im Unterschied zur Schuldenquote). Letztlich kann man auch anhand dieses Indikators nicht beurteilen, ob ein fiskalpolitischer Kurs nachhaltig ist (d.h. auch zukünftig aufrechterhalten werden kann), da es sich auch hier nur um einen statischen, vergangenheitsbezogenen Indikator handelt.

Die zweite Bestands-Bestands-Kennzahl, also die expliziten Staatsschulden in Relation zum Barwert des BIP, ist unserer Ansicht nach nicht oder zumindest nur eingeschränkt für die Beurteilung der staatlichen Schuldentragfähigkeit geeignet, da sie für viele Länder die Demografie-bedingte, implizite bzw. versteckte Schuldenlast außer Acht lässt. Bei den impliziten Verbindlichkeiten des Staates handelt es sich um zukünftig entstehende Staatsschulden, die sich aller Voraussicht nach z.B. aus ungedeckten Leistungsversprechen im umlagefinanzierten staatlichen Rentensystem ergeben dürften. Auch wenn es richtig ist, dass die aktuell und voraussichtlich weiterhin niedrigeren Zinsen den Gegenwartswert des BIP eines Landes steigern² und daher auch die Staatsschulden in einer Bestands-Bestands-Betrachtung senken, führt das Niedrigzinsniveau gleichzeitig dazu, dass der Barwert der impliziten Staatsschulden steigt, weil etwaige künftige und ungedeckte staatliche Leistungsversprechen nunmehr auch mit einem niedrigeren Zinssatz abgezinst werden müssen (eine weitergehende Analyse erfolgt noch später im Kapitel „Im Land der Alten: Demografischer Druck auf die Staatsfinanzen“).

EWU: Schuldenquotensenkender Effekt aufgrund der Inflationsrate*

78

Inflationseffekt, % BIP



* Schuldenquotensenkender Effekt aufgrund der Veränderung des BIP-Deflators.

Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

Auch wenn die gegenwärtig niedrigen Zinsen den Staaten die Möglichkeit bietet, öffentliche Investitionen zu günstigen Zinskonditionen zu finanzieren, ändern sie jedoch nicht notwendigerweise die geltenden Spielregeln für die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung – insbesondere nicht in jenen Staaten, in denen die rapide Alterung der Bevölkerung zu perspektivisch ansteigenden Primärdefiziten führt (bzw. eine hohe implizite Staatsverschuldung impliziert). Ob von den niedrigen Zinsen ein positiver Effekt auf die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung ausgeht oder nicht, hängt ganz entscheidend davon ab, für welche öffentlichen Ausgabenbereiche etwaige Haushaltsdefizite und steigende Staatsschulden in Kauf genommen werden. Mit Blick auf die Tragfähigkeit sind z.B. defizitfinanzierte öffentliche Investitionen wesentlich unbedenklicher als schuldenfinanzierte Sozialausgaben, da erstere über eine Stärkung des Wachstumspotenzials

¹ Der Barwert oder Gegenwartswert des BIP berechnet sich aus der abgezinsten Summe der heute bis in die Unendlichkeit zu erzielenden jährlichen Wirtschaftsleistungen.

² Dies ist der Fall, weil die zukünftig zu erzielenden jährlichen Wirtschaftsleistungen mit einem niedrigeren Zinssatz abgezinst werden und sie deshalb in einer Barwertbetrachtung ansteigen.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

dazu beitragen dürften, wieder aus den höheren Schulden herauszuwachsen. Aber selbst bei einer defizitfinanzierten Investitionsoffensive, hängt der Erfolg für die Tragfähigkeit schlussendlich ganz entscheidend von zwei Faktoren ab. Erstens hängt er von der tatsächlichen Wirtschaftlichkeit der ausgewählten und umgesetzten öffentlichen Investitionsprojekte ab. In diesem Kontext sei gesagt, dass zwar viele, aber längst nicht alle Investitionsprojekte einen hohen Ausgabenmultiplikator ausweisen und damit eine hohe BIP-Steigerungsrate nach sich ziehen dürften. Zweitens hängt es von der Effektivität des Staates bzw. des Regierungshandelns ab, zusätzliche Haushaltsmittel in hoch produktive und wachstumsfördernde Investitionsvorhaben lenken zu können. Im Falle von hohen Sickerverlusten bzw. Fehlinvestitionen könnten die Effekte auf die Wirtschaftsleistung deutlich kleiner oder sogar negativ ausfallen (siehe hierzu auch unsere nachfolgende Diskussion zu den nicht-finanziellen Gründen bzw. Hürden des staatlichen Investitionsstaus).

Die Staatsschuldenquote ist zwar bei Weitem nicht die einzige, ...

Selbstverständlich gehört zur Beurteilung der staatlichen Schuldentragfähigkeit weit mehr dazu als nur auf vereinzelte statische Fiskalkennzahlen, wie vergangene oder aktuelle Schulden- oder Zinsausgabenquoten, zu blicken. Stattdessen sollte eine Schuldentragfähigkeitsanalyse sich einer dynamischen und mehrdimensionalen Betrachtungsweise anschließen (so wie es bereits in der konventionellen Tragfähigkeitsanalyse der Fall ist). Denn im Grundprinzip geht es schließlich darum, in der Tragfähigkeitsanalyse zu überprüfen, ob der Staat eine Fiskalpolitik betreibt, die noch oder nicht mehr im Einklang mit der intertemporalen Budgetbeschränkung steht. Kurzum: Es geht darum, abschätzen zu können, ob der Staat auch in Zukunft jederzeit zahlungsfähig bleibt oder aber aufgrund eines nicht nachhaltigen fiskalpolitischen Kurses zumindest Zweifel daran bestehen könnten (siehe auch unsere Erläuterungen im vorherigen Kapitel „Das Konzept zur Schuldentragfähigkeit“).

Sehr vereinfacht ausgedrückt kann der fiskalpolitische Kurs eines Staates als tragfähig angesehen werden, wenn:

- (a) sowohl die Staatsschulden- als auch Zinsausgabenquote mit hoher Wahrscheinlichkeit auf absehbare Zeit nicht außer Kontrolle geraten und
- (b) die Investoren deshalb auch weiterhin erwarten, dass der Staat seinem Schuldendienst sicher und fristgerecht nachkommen kann bzw. will, sprich zahlungsfähig und zahlungswillig bleiben wird.

Die zukünftige Entwicklung der staatlichen Schulden- und Zinsausgabenquoten – zwei entscheidende Größen für die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen – hängt dabei von einer Vielzahl von weiteren Indikatoren ab.

Zu diesen Einflussgrößen zählen unter anderem:

- (a) die Wachstumspotenzialrate der Wirtschaft sowie die Zins- und Inflationsentwicklung,
- (b) der zugrunde liegende finanzpolitische Kurs des Staates, der sich im strukturellen Primärsaldo widerspiegelt, also dem um konjunkturelle Einflüsse und Sondereffekte bereinigten Haushaltssaldo vor Zinsausgaben,
- (c) die Finanzierungsstruktur der ausstehenden Staatsschulden (durchschnittliche Restlaufzeit der Staatsschulden, Anteil der in Fremdwährung denominierten oder von ausländischen Investoren gehaltenen Staatsschulden)
- (d) der anfängliche bzw. aktuelle öffentliche Schuldenstand.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Alle oben genannten – und interdependenten – Indikatoren bestimmen also den weiteren Verlauf der Staatsschulden- und Zinsausgabenquoten (steigend, fallend oder stabil). Niedrige Zinsen hin oder her: Der anfängliche und zukünftige Schuldenstand bleibt in der Tragfähigkeitsanalyse eine zentrale Kennzahl, denn aus dieser Basisgröße leiten sich schließlich – im Zusammenspiel mit den anderen Indikatoren – die vom Staat zu leistenden Zinsausgaben ab. Für das weitere Investorenvertrauen in die Zahlungsfähigkeit und Zahlungswilligkeit des Staates ist daher auch weiterhin die (aktuelle und zukünftige) Schuldenquote von elementarer Bedeutung.

... aber dennoch eine zentrale Größe zur Beurteilung der staatlichen Schulden-tragfähigkeit

Zuallererst ist der ausstehende Nennwert der Staatsschulden die für die Zinsausgaben relevante Bezugsgröße. Auch wenn ein niedriges und sinkendes Zinsniveau die Zinsausgaben mindern kann, kann ein abrupter Zinsanstieg (z.B. infolge eines unerwarteten Anstiegs bei der tatsächlichen Inflation sowie den Inflationserwartungen) zu einem starken Anstieg der Zinsausgaben führen, sofern der Schuldenstand ausreichend hoch ist.

Zum Zweiten erhöht ein bereits hohes und weiter ansteigendes Schuldenniveau (*ceteris paribus*) tendenziell das Risiko einer staatlichen Liquiditätskrise. Zwar lassen sich die kurzfristigen Liquiditätsrisiken eines hoch verschuldeten Staates über ein günstiges Fälligkeitsprofils senken (z.B. aufgrund eines hohen Schuldenanteils, der für einen langen Zeitraum zu niedrigen Zinsen finanziert worden ist). Vollständig verhindern lassen sie sich aber dennoch nicht. Denn tatsächlich wird das Refinanzierungsrisiko bei entsprechend langen Fälligkeitsterminen lediglich in die Zukunft verschoben. Denn auch langfristig finanzierte Schulden müssen irgendwann zurückgezahlt oder zumindest über neue Schulden refinanziert werden. Und bei einem hohen Schuldenstand wird der Betrag der fällig werdenden Schulden und damit der Refinanzierungsbedarf immer hoch bleiben – unabhängig davon, ob er kurz-, mittel- oder langfristig anfällt. Dies kann man am Beispiel Japans erkennen, das trotz einer hohen durchschnittlichen Restlaufzeit einen recht hohen Refinanzierungsbedarf hat (siehe Grafik 46 und 47).

Je höher der bestehende Schuldenstand (*ceteris paribus*) ist, desto höher fallen die damit verbundenen Umschuldungsrisiken aus – unabhängig davon, ob das Zinsniveau hoch oder niedrig ist bzw. hoch oder niedrig bleibt. Ein schuldenbedingt hoher Refinanzierungsbedarf – insbesondere, wenn er im Zusammenhang mit einer risikobehafteten Finanzierungsstruktur steht – kann zudem Tür und Tor für multiple Gleichgewichte öffnen. In einem „Goldlöckchen“-Szenario – mit ewig niedrigen Zinsen und einem unerschütterlichen Investorenvertrauen – dürfte schließlich auch ein hoch verschuldeter Staat seinen Schuldendienst jederzeit ohne größere Probleme erfüllen, weil er sich stets günstig am Kapitalmarkt refinanzieren könnte (gutes Gleichgewicht). Allerdings könnte es auch aufgrund aufkommender Investorenorgen über die hohe Staatsverschuldung zu einem abrupten Vertrauensverlust kommen, der die Risikoprämien/Schuldzinsen – und damit auch die Zinsausgaben des Staates – derart in die Höhe steigen lässt, dass die Staatsschuldendynamik fortan nicht mehr tragfähig wäre (schlechtes Gleichgewicht).

In den meisten großen Industrieländern dürften wir uns derzeit wohl (noch) in einem guten Gleichgewicht befinden, das durch niedrige Zinsen und hohe Schulden gekennzeichnet ist. Dennoch bleibt es ungewiss, wie lange das niedrige Zinsniveau und damit die für die Staatsfinanzen guten Finanzierungsbedingungen anhalten werden. In diesem Zusammenhang gehen von der hohen Staatsverschuldung nicht unerhebliche Risiken aus, die bei einer Änderung der Zinsbedingungen vielerorts nachteilig zu Buche schlagen dürften.

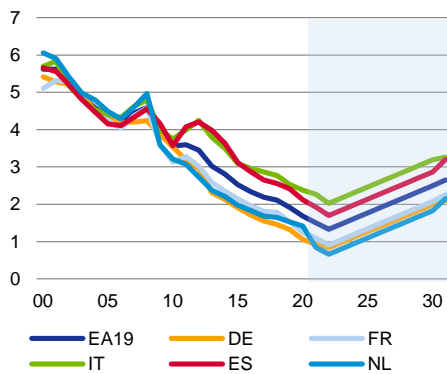


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

EWU: Risikoszenario: Bei einem graduellen Zinsanstieg auf langfristige Durchschnittsniveaus ...

79

Impliziter Zinssatz auf die Staatsschulden, %



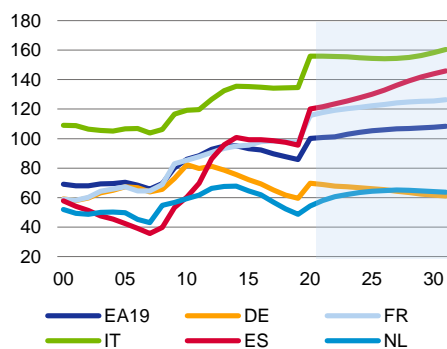
Impliziter Zinssatz: Bruttozinsausgaben des Jahres t im Verhältnis zu den Bruttostaatsschulden des Jahres t-1.

Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

... würden sich sowohl die staatliche Schulden- als auch ...

80

Staatsverschuldung, % BIP

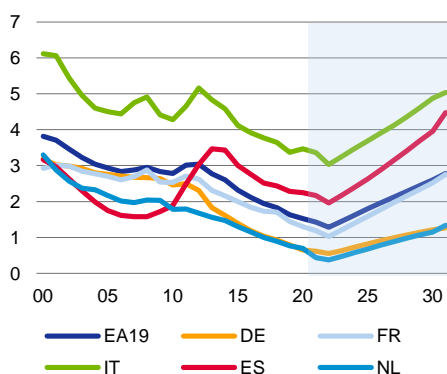


Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

... die Zinsausgabendynamik spürbar verschlechtern

81

Staatliche Bruttozinsausgaben, % BIP



Quellen: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020; Stand: Februar 2021), AMECO, DB Research

So bestehen z.B. für die großen Eurozonen-Länder – deren Zinsausgaben dank eines voraussichtlich weiter anhaltenden Niedrigzinsniveaus noch für längere Zeit niedrig bzw. tragfähig bleiben dürften (siehe Grafiken 67 und 68 sowie den Debt Sustainability Monitor 2020 der Europäischen Kommission) – nicht unerhebliche Zinsänderungsrisiken. Denn in einem Risikoszenario, in welchem sich die implizite Verzinsung der Staatsschulden über die Zeit in Richtung langfristiger Durchschnittswerte zubewegt (*ceteris paribus*) (siehe Grafik 79), würden die staatlichen Zinsausgaben mittelfristig wieder ansteigen und die Zinslast in einigen Länder teils kräftig zunehmen (siehe Grafiken 81). Letztlich würde es in einem solchen Zinsschock-Szenario aufgrund des Zusammenspiels zwischen höheren Zinsen und steigenden Zinsausgaben bzw. Haushaltsdefiziten zu einer spürbaren Verschlechterung der Staatsfinanzen kommen. Im Vergleich zum Niedrigzins-Basis-Szenario der EU-KOM, in dem die Zinsen auf niedrigen Niveaus bis zum Jahr 2031 fortgeschrieben werden (siehe Grafik 68), entwickeln sich die Schulden- und Zinsausgabenquoten in dem Zinsschock-Szenario wesentlich ungünstiger (vergleiche Grafiken 64 und 67 mit 80 und 81).

Schließlich lassen sich auch einige nützliche Informationen zur haushaltspolitischen Haltung eines Landes aus der Schuldenquote ableiten, da diese die über die Zeit bzw. nach und nach zu Schulden gewordenen strukturellen Finanzierungsdefizite des Staates widerspiegelt. In gewisser Weise spiegelt die Entwicklung der Staatsschuldenquote wider, in welchem Maße der Staat bzw. seine Wähler dazu fähig bzw. willens waren bzw. sind, laufende öffentliche Ausgaben aus bestehenden (Steuer-) Einnahmen zu bestreiten. Eine hohe und weiter ansteigende Staatsschuldenquote könnte man aus diesem Blickwinkel auch als Symptom einer unausgewogenen Finanzpolitik betrachten, die entweder auf ein überdimensioniertes staatliches Ausgabenniveau und/oder eine unzureichende Eintreibung von (Steuer-) Einnahmen zurückgeführt werden kann.

Schuldenpolitik an der Nullzinsuntergrenze: Ein alternativer Blick auf mögliche Verdrängungseffekte

Auch an der Nullzinsuntergrenze bzw. in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld kann eine expansive Fiskalpolitik trotz eines wahrscheinlich nur geringen Zinsanstiegs zu einer Verdrängung privater Investitionen führen. Das liegt vor allem daran, dass die „real“ verfügbaren Inputfaktoren zumindest in der kurzen Frist begrenzt sind (wie z.B. das Angebot an qualifizierten Arbeitskräften). Aber auch in der langen Frist kann eine expansive Fiskalpolitik die in der Privatwirtschaft bestehenden Angebotsknappheiten verschärfen, z.B. wenn der Staat in Zeiten von Fachkräftemangel immer mehr Fachkräfte absorbiert. Dies könnte vor allem in den Ländern mit einer ungünstigen demografischen Entwicklung (wie z.B. in Deutschland) zu einem größeren Problem werden. Denn der dort herrschende Fachkräftemangel dürfte sich aufgrund der voranschreitenden Bevölkerungsalterung und einer rückläufigen Erwerbsbevölkerung künftig noch weiter verschärfen.

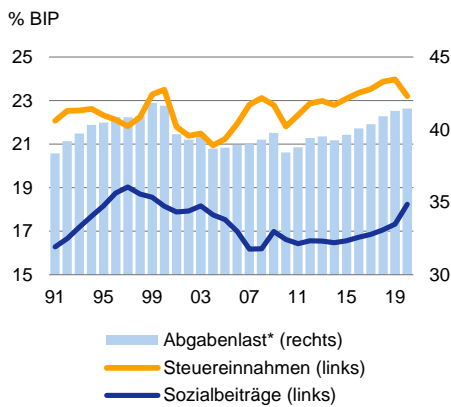
Werden öffentliche Infrastrukturinvestitionen zu stark angekurbelt, mag das zwar vielleicht nicht so sehr zu einem „neoklassischen“ Verdrängungseffekt der privaten Investitionen führen, d.h. die private Investitionstätigkeit über steigende Zinsen und höhere Finanzierungskosten der Privatwirtschaft zurückdrängen. Dennoch könnten die privaten Investitionen aber auf anderem Wege ausgebremst werden, nämlich dann, wenn die Privatwirtschaft immer weniger Zugriff auf knappe reale (Arbeits-) Ressourcen hätte. Ein solcher Verdrängungseffekt könnte dann einsetzen, wenn der Staat seine Nachfragepolitik nicht entsprechend durch angebotsstärkende Maßnahmen flankiert, die z.B. auf eine Minderung des Fachkräftemangels abzielen. Die Baubranche arbeitet schon heute am Rande der Kapazitätsgrenze. Jeder Bauarbeiter oder -ingenieur, der fortan für



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

DE: Die Abgabenlast ist im letzten Jahrzehnt deutlich angestiegen

82



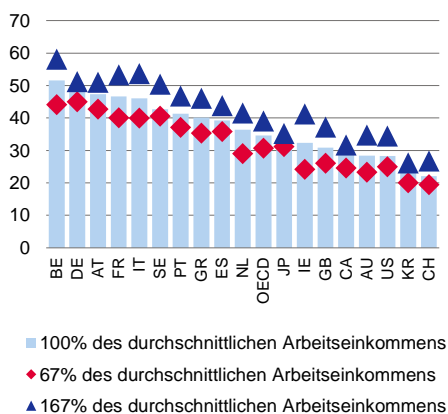
* Steuereinnahmen und Sozialbeiträge

Quellen: Statistisches Bundesamt,
Deutsche Bank Research

OECD: Steuer- und Abgabenkeil für Einzelverdiener ohne Kinder bei unterschiedlichen Einkommensniveaus

83

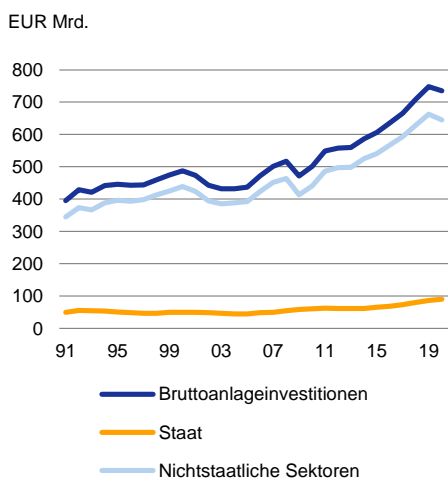
Durchschnittlicher Steuer- und Abgabenkeil (Tax wedge), % der Arbeitskosten (2020)



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

DE: Bruttoanlageinvestitionen: Privatwirtschaft vs. Staat

84



Quellen: Statistisches Bundesamt,
Deutsche Bank Research

den Staat arbeitet, könnte demnach nicht mehr an privaten Bauvorhaben arbeiten – zumindest wenn wir unterstellen, dass die in der Bauwirtschaft tätigen Beschäftigten ihre Wochenarbeitszeit nicht drastisch erhöhen würden und/oder in entsprechendem Umfang zusätzliche Arbeitskräfte aus dem Ausland angeworben werden könnten. Eine übertrieben starke, abrupte Ausweitung der öffentlichen Investitionsnachfrage würde letzten Endes zumindest teilweise über einen höheren Preisdruck verpuffen. Die mit Blick auf die Bauarbeiter und -ingenieure bestehenden Angebotsengpässe sind hier nur beispielhaft für den in vielen Wirtschaftsbereichen herrschenden Fachkräftemangel genannt. Ein nachfrageseitiger Investitionsimpuls des Staates wäre nach unserem Dafürhalten nur dann für die Volkswirtschaft vielversprechend, wenn er mit einer entsprechenden Ausweitung der Angebotsseite einherginge (z.B. einer höheren, an die Lebenserwartung gekoppelten Lebensarbeitszeit).

In diesem Kontext wäre vor allem eine (teilweise) Gegenfinanzierung des staatlichen Ausgabenbooms über eine weiter steigende Steuerlast für Fachkräfte mit mittleren bis hohen Einkommen – sei es über höhere Einkommensteuern und/oder steigende Sozialversicherungspflichtbeiträge – eine aus Angebots- und Wachstumssicht kontraproduktive Maßnahme. Denn schon jetzt ist der durchschnittliche Steuer- und Abgabenkeil („Tax wedge“) – also die Steuern auf Arbeitseinkommen zuzüglich der von den Arbeitnehmern und Arbeitgebern abgeführten Sozialversicherungsbeiträge in Prozent der Arbeitskosten – in vielen europäischen Ländern auf einem sehr hohen Niveau angelangt. Dabei ist dieser in Deutschland und Belgien besonders hoch (siehe auch [„OECD Taxing Wedges 2021: Tax wedges in the OECD in the context of COVID-19“](#)) (siehe Grafik 83). Eine weiter steigende Steuerbelastung dürfte demnach nicht ohne Konsequenzen für das Arbeitskräfteangebot, den Fachkräftemangel und damit die Wirtschaft bleiben, da es die Arbeitsanreize (mehr und länger zu arbeiten) unterminieren würde. Schließlich würde in diesem Fall das genaue Gegenteil von dem erreicht werden (ein weiterer Rückgang des Arbeitsangebots), was in einer alternden Gesellschaft benötigt werden würde (ein gestärktes, aber keinesfalls ein nicht noch deutlicher als ohnehin schon absinkendes Arbeitskräfteangebot).

Neben dem Fachkräftemangel gibt es noch ein weiteres Problem, das einer schnellen, reibungslosen und effektiven Umsetzung staatlicher Investitionsvorhaben derzeit (noch) entgegensteht: die nicht-finanziellen Investitionshindernisse und der dadurch entstandene Investitionsstau. Die staatlichen Investitionsausgaben und -budgets sind in den letzten Jahren in Deutschland bereits spürbar angehoben worden – wenngleich von relativ niedrigen Ausgangsniveaus. Dabei haben nicht fehlende Haushaltsmittel, sondern vielmehr etliche nicht-finanzielle Hürden wie z.B. eine enorme staatliche Bürokratie, hohe Standards und/oder aufwändige Genehmigungsverfahren einer noch stärkeren Investitionsdynamik im Wege gestanden. Aber auch der zunehmende Widerstand von Bürgerbegehren gegen bestimmte öffentliche Investitionsprojekte sowie der bereits erwähnte Fachkräftemangel (unter anderem in der Bauwirtschaft) haben viele öffentliche Investitionen regelrecht ausgebremst. Ein weiteres Problem ist bei der teils unzureichenden Personalausstattung in der öffentlichen Verwaltung angesiedelt. Insbesondere auf der kommunalen Ebene, auf die der weitaus größte Teil der öffentlichen Baumaßnahmen entfällt, fehlt vielerorts das Personal, welches für eine zügige Bearbeitung der mit den Investitionsvorhaben verbundenen administrativen und verwaltungstechnischen Vorgänge benötigt wird (zum Thema des Investitionsstaus siehe auch [„Ausblick 2020: Vorsicht, zerbrechlich!“](#)).

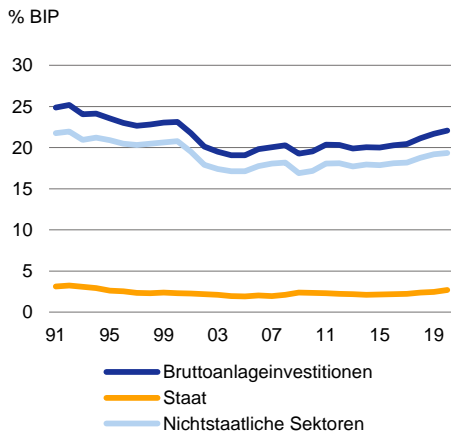
Beim [„Digitalpakt Schule“](#) beispielsweise – ein vom Bund finanziertes Förderprogramm – wurden bis zum Jahresende 2020 effektiv lediglich EUR 488 Mio. verausgabt (siehe [Bundesministerium für Bildung und Forschung](#)). In Anbetracht der über einen Zeitraum von fünf Jahren bereitgestellten Förderungssumme von EUR 6,5 Mrd. – wovon EUR 3,5 Mrd. für die laufende, bald zu Ende gehende



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

DE: Bruttoanlageinvestitionen:
Privatwirtschaft vs. Staat

85

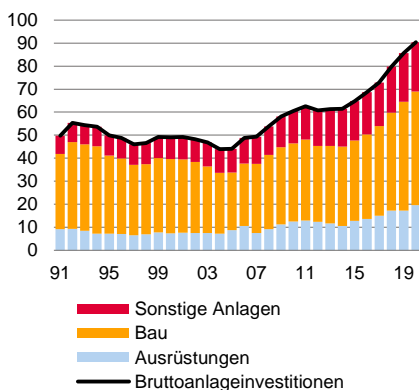


Quellen: Statistisches Bundesamt,
Deutsche Bank Research

DE: Die öffentlichen Investitionen
sind in den letzten Jahren sehr stark
gewachsen

86

Staatliche Bruttoanlageinvestitionen, EUR Mrd.

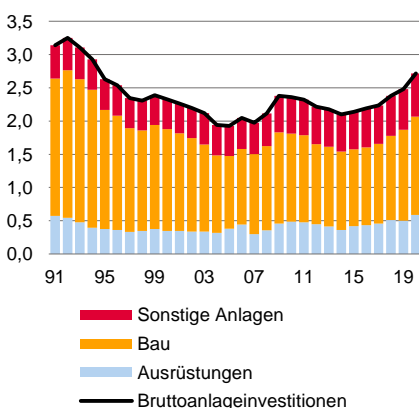


Quellen: Statistisches Bundesamt,
Deutsche Bank Research

DE: Der Großteil der öffentlichen
Investitionen entfällt nach wie vor auf
die Bauinvestitionen

87

Staatliche Bruttoanlageinvestitionen, % BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt,
Deutsche Bank Research

Legislaturperiode eingeplant sind – fällt der bisherige Mittelabfluss recht ernüchternd aus. Angesichts der noch immer vielfach wahrgenommenen Lücken bei der digitalen Infrastrukturausstattung könnte der stockende Mittelabfluss zuallererst auf anhaltende Kapazitätsprobleme in den Kommunalverwaltungen (wie z.B. eine mangelnde Personalausstattung) hindeuten, die einer schnellen Beantragung und -verwendung dieser Bundesfördermittel im Wege stehen. Aber auch die Bundesregierung hat zuletzt ihre eigenen Planwerte für die Bundesinvestitionen weit unterschritten. So wurden im letzten Jahr von den gemäß der Haushaltsplanung bereitgestellten Investitionsmitteln rund EUR 3,2 Mrd. nicht verausgabt. Damit wurde der Planwert für die Sachinvestitionen des Bundes von rund EUR 14,8 Mrd. im abgelaufenen Haushaltsjahr voraussichtlich um mehr als 20% unterschritten (siehe dazu auch den [vorläufigen Haushaltsabschluss 2020](#)).

Angesichts der (u.a. im Bausektor) begrenzten Produktionskapazitäten und des nach wie vor nicht beseitigten staatlichen Investitionsstaus wirkt der Umfang der von den großen Parteien im Rahmen des deutschen Bundestagswahlkampf für das nächste Jahrzehnt angekündigten Investitionen sehr ambitioniert. Die schieferen Summen, die von den Parteien allseits ausgerufen werden, bergen mit Blick auf die derzeit begrenzten Möglichkeiten das Risiko von Preissteigerungen (also einer höheren Inflation) und/oder im schlimmsten Fall von öffentlichen Fehlinvestitionen, die das Produktionspotenzial belasten könnten. Z.B. versprechen Bündnis 90/Die Grünen, die öffentlichen Investitionen in den nächsten zehn Jahren dauerhaft um EUR 50 Mrd. pro Jahr zu erhöhen (siehe auch deren [Bundestagswahlprogramm 2021](#)). Ähnliche Forderungen kommen von *Nobert Walter-Borjans, dem Ko-Vorsitzenden der SPD*, der vorschlägt, die gesamtstaatlichen Investitionen in den nächsten zehn Jahren dauerhaft um EUR 50 Mrd. pro Jahr anzuheben (siehe FAZ-Artikel vom 17. Mai 2021; Standpunkt: „Kredite sind kein Teufelszeug“). Die SPD ist in ihrem Wahlprogramm zwar auch ambitioniert, wengleich etwas weniger ehrgeizig. So verspricht sie die investiven Ausgaben des Bundes – also die Sachinvestitionen des Bundes plus Finanzierungshilfen – mindestens auf dem Niveau aus dem Jahr 2020 von rund EUR 50 Mrd. aufrechtzuhalten (siehe auch das [Zukunftsprogramm der SPD zur Bundestagswahl 2021](#)).

Auch die FDP will die Investitionen fördern, allerdings auf eine andere Art und Weise. In einem Gegenentwurf zu den Investitionsplänen der anderen Parteien wollen die Liberalen die Rahmenbedingungen für die private Investitionstätigkeit in Deutschland verbessern. So soll bis zum Jahr 2025 insbesondere über eine höhere private (und nicht über eine vorrangig staatliche) Investitionstätigkeit die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote auf 25% des BIP gesteigert werden (zum Vergleich 2020: 22,1%) (siehe auch das [Wahlprogramm der FDP zur Bundestagswahl 2021](#)). Bereits im Mai hatte sich die FDP in einem Positionspapier für einen „Investitionspakt“ und massive Steuerentlastungen stark gemacht (siehe [FAZ-Artikel vom 9. Mai 2021](#)). Demnach will sie die jährliche Steuerbelastung der Unternehmen um EUR 60 Mrd. senken, um so den Weg für zusätzliche private Investitionen im Volumen von EUR 120 Mrd. pro Jahr freizumachen. Über einen Zeitraum von fünf Jahren könnte somit über eine gesamte Steuerentlastung von EUR 300 Mrd. zusätzliche private Investitionen von EUR 600 Mrd. angestoßen werden. Die CDU/CSU verspricht mit Blick auf die öffentlichen Investitionen die beste Infrastruktur für Deutschland zu schaffen. Konkret sollen dazu die Rekordinvestitionen in die Infrastruktur verstetigt werden (siehe das [gemeinsame Wahlprogramm der CDU/CSU zur Bundestagswahl 2021](#)).

Wie groß der Widerspruch zwischen den politischen Zielwerten und der Wirklichkeit ist, wird anhand der nachfolgenden Zahlen zu den öffentlichen Anlageinvestitionen mehr als deutlich. Angesichts der insgesamt sehr ambitionierten Investitionspläne der Parteien sei daran erinnert, dass die gesamten Brutto-Anla-

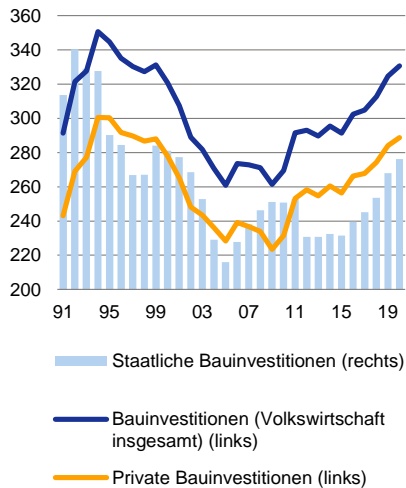


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

DE: Entwicklung der realen Bauinvestitionen

88

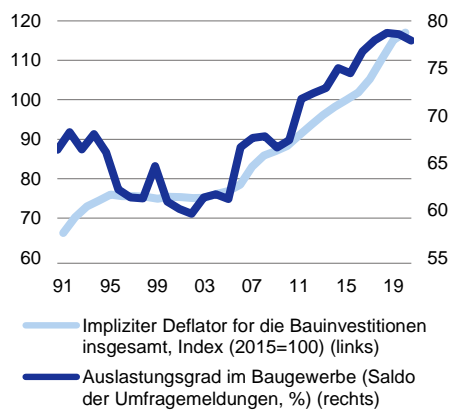
EUR Mrd. (real; in Preisen von 2015)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

DE: Bauinvestitionen vs. Kapazitätsauslastung

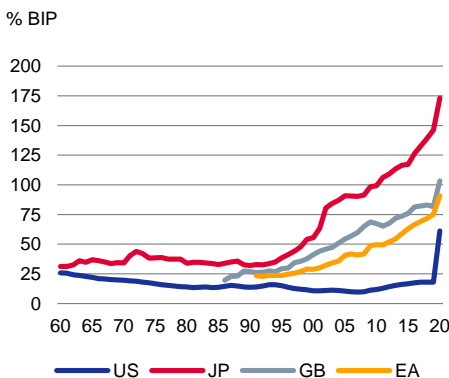
89



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

Die eng definierte Geldmenge ist in den großen Volkswirtschaften deutlich gestiegen

90



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

geninvestitionen des Staates (Bund, Bundesländer, Kommunen und Sozialversicherungsträger) im Kalenderjahr 2020 „lediglich“ um die EUR 90 Mrd. (oder ca. 2,7% des BIP) betragen (siehe Grafiken 86 und 87). Daher würde eine dauerhafte Steigerung der öffentlichen Investitionen um EUR 50 Mrd. pro Jahr (wie von Bündnis 90/Die Grünen vorgeschlagen) einer gewaltigen Steigerungsrate von mehr als 90% gleichkommen. Ein solch hoher Anstieg innerhalb nur eines Jahres wäre realistischweise nicht oder wenn überhaupt nur sehr schwer zu erreichen. Zudem müsste das dann deutlich höhere Investitionsniveau auch noch über die nächsten zehn Jahre gehalten werden.

Mit Blick auf die von der FDP in ihrem Positionspapier verkündeten Vorschläge zu den privaten Investitionen sei in Erinnerung gerufen, dass sich diese im abgelaufenen Jahr auf EUR 647,3 Mrd. (oder ca. 19,4% des BIP) beliefen (siehe Grafiken 84 und 85). Eine Erhöhung der privaten Investitionen um EUR 120 Mrd. pro Jahr würde einen Anstieg um fast 20% voraussetzen. Zudem müsste die Investitionstätigkeit auf dem dann deutlich höheren Investitionsniveau auch noch gehalten werden. Auch mit Blick auf die in dem Wahlprogramm avisierte gesamtwirtschaftliche Investitionsquote von 25% bis zum Jahr 2025 (zum Vergleich 2020: 22,1%) wäre innerhalb der nächsten fünf Jahre noch immer eine „Investitionslücke“ von knapp 3% zu schließen.

Aufgrund (a) der großen Diskrepanz zwischen Anspruch (den politischen Zielvorgaben) und der Wirklichkeit (dem tatsächlichem Investitionsniveau) sowie (b) den weiterhin erheblichen, nicht-finanziellen Investitionshindernissen – die wohl kaum über Nacht gelöst werden dürften – gibt es berechtigte Zweifel daran, dass die politisch ausgerufenen Mehrausgaben für die öffentliche Investitionstätigkeit sich nicht wie gewünscht derart schnell, reibungslos und vollumfänglich in höheren „realen“ (preisbereinigten) Investitionsausgaben niederschlagen werden. Vielmehr besteht angesichts der obigen Diskrepanz ganz konkret das Risiko von staatlich ausgelösten Preissteigerungen und Fehlinvestitionen. Aus diesem Grund besteht ein nicht unerhebliches Risiko darin, dass eine solch expansiv ausgerichtete Investitionspolitik nicht nur ihr ursprüngliches Versprechen verfehlt, sondern darüber hinaus noch negative wirtschaftliche Auswirkungen (wie z.B. eine höhere Inflation) nach sich zieht.

Die Gefahren: Ein nachlassender haushaltspolitischer Rückenwind und schmerzhaftes Inflationsüberraschungen

Der aktuelle Status quo von hohen/steigenden öffentlichen Schulden, der bislang durch ein negatives Zins-Wachstumsdifferenzial begünstigt wurde, könnte unserer Ansicht nach durchaus noch eine Weile bestehen – vorausgesetzt, dass die Verbraucherpreis-inflation (strukturell) niedrig bleibt und die Inflationserwartungen gut verankert bleiben. Die niedrigen – und in einigen Ländern sogar negativen – Realzinsen tragen zwar einerseits zur Stabilisierung der öffentlichen Finanzen bei, führen aber auf der anderen Seite zu einer offenkundig weit verbreiteten Fehleinschätzung, dass die intertemporale Budgetbeschränkung nicht mehr gilt. Diese trügerische Fehleinschätzung, den aktuellen Status quo für die Zukunft fortzuschreiben, birgt erhebliche Risiken, da sie zu einer übermäßig riskanten und nicht nachhaltigen Wirtschafts- und Finanzpolitik verleitet.

Wir warnen davor, den haushaltspolitischen Rückenwind zu überschätzen, der derzeit (noch) von den niedrigen Zinsen ausgeht. Denn zum einen sind die langfristigen (nominalen) Staatsanleiherenditen bereits schon jetzt recht niedrig (und in einigen Fällen sogar negativ), sodass ein weiterer Rückgang des Zinsniveaus weniger wahrscheinlich wird. (Mit Blick auf die von uns geforderte Vorsicht in der Fiskalpolitik würden die Schuldenbefürworter mit Sicherheit das Argument anführen, dass jene Staaten mit negativen Finanzierungskosten die Staats-schulden auch deshalb steigern sollten, weil dies dem Staat sogar Zusatzein-nahmen bescheren würde.)

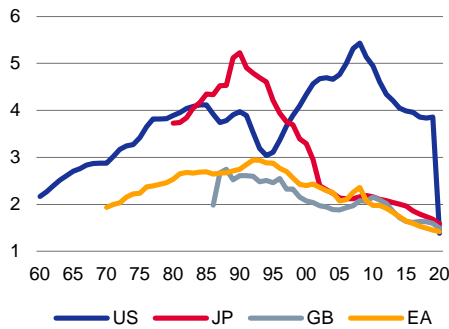


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Die Geldmengen-Multiplikatoren zeigen noch immer nach unten

91

Weit definierte Geldmenge zu eng definierter Geldmenge, Verhältniswert

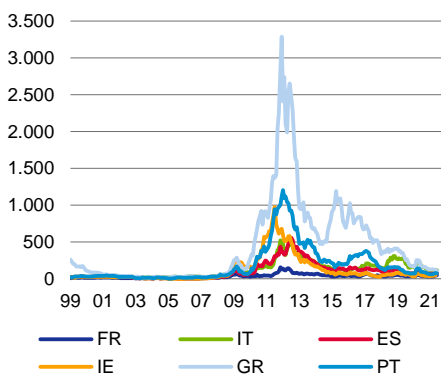


Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

EWU: Während der Europäischen Staatsschuldenkrise sind die Risikoaufschläge in die Höhe geschossen

92

Risikoaufschläge auf Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit, Bp. gg. Deutschland

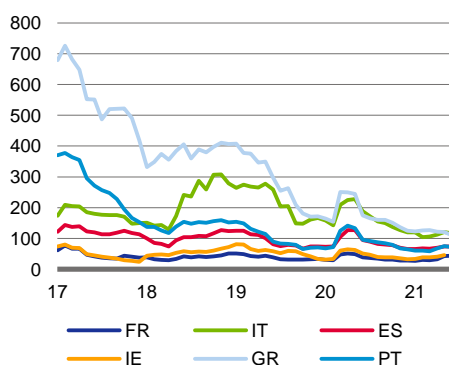


Quellen: Haver Analytics, Deutsche Bank Research

EWU: Derzeit liegen die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen auf niedrigen Niveaus

93

Risikoaufschläge auf Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit, Bp. gg. Deutschland



Quellen: Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Zweitens ist der größte Teil der durch die niedrigen Zinsen entstandenen Haushaltsentlastungen bereits eingetreten, da die impliziten Zinssätze vermutlich nicht viel weiter fallen werden, bevor sie sich auf niedrigen Niveaus stabilisieren dürften. Drittens dürfte die Wachstumspotenzialrate in vielen großen Volkswirtschaften schon bald aufgrund der schnellen Bevölkerungsalterung fallen und damit perspektivisch die Staatshaushalte belasten. Und schließlich besteht ein „Tail risk“ darin, dass die Zinsen (sowohl die risikofreien Zinssätze als auch die für das Zahlungsausfallrisiko zu zahlenden Risikoprämien) kräftig ansteigen könnten.

Ein solcher Zinsanstieg könnte durch einen überraschenden Inflationsanstieg (z.B. aufgrund einer übermäßig expansiven Geld- und Fiskalpolitik, Demografiebedingter Angebotsengpässe am Arbeitsmarkt und/oder eines Abflauens disinflationärer Kräfte) und/oder eine Neubewertung der staatlichen Zahlungsausfallrisiken durch die Kapitalmarktanleger ausgelöst werden. In der Tat ist die Verbraucherpreis-inflation in einigen großen Industrieländern (wie z.B. den Vereinigten Staaten oder Deutschland) in jüngster Zeit sehr stark angestiegen, auch wenn viele Beobachter weiterhin davon ausgehen, dass der derzeitige, in besonderem Maße durch Sonderfaktoren getriebene Inflationssprung nur vorübergehend sein wird.

Dennoch fürchten einige Ökonomen, dass die aktuell höhere Inflation länger als erwartet anhalten könnte (siehe Grafiken 41, 130 und 131) und im schlimmsten Fall in einer strukturell höheren Inflation münden könnte. Eine höhere Inflation wiederum würde jedoch die Fortführung der derzeitigen, unheilvollen Allianz zwischen Geld- und Finanzpolitik gefährden, in der die großen Zentralbanken für die Wirtschaft im Allgemeinen und für die Staaten im Besonderen für anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen sorgen und somit die auf wackeligen Füßen stehenden öffentlichen Finanzen stabilisieren.

Zugegebenermaßen ist die Verbraucherpreis-inflation trotz der ultra-expansiven Geldpolitik (siehe Grafiken 2 und 3) und einer damit verbundenen starken Ausweitung der eng definierten Geldmenge (siehe Grafik 90) im letzten Jahrzehnt auf historisch niedrigen Niveaus geblieben (siehe Grafik 72). Es ist jedoch noch weitestgehend ungeklärt, warum sich die deutliche Ausweitung der Geldbasis bisher (noch) nicht spürbar inflationär ausgewirkt hat. Im Allgemeinen werden starke disinflationäre Kräfte und das Horten von Zentralbankgeld innerhalb des Finanzsystems (z.B. über den Kauf von Finanzwerten) als die Hauptgründe dafür ausgemacht, dass die Inflation trotz einer sehr expansiven Geldpolitik auch weiterhin niedrig geblieben ist. Die disinflationären Kräfte dürften insgesamt sehr vielschichtig sein und dabei unter anderem auf eine in alternden Gesellschaften erhöhte Sparneigung zurückgehen, die den privaten Konsum dämpft.

Eine Messgröße, die die Hypothese des Hortens im Finanzsystem unterstützt, ist z.B. das Verhältnis zwischen der weit (M3) und eng gefassten Geldmenge (M1). Wie man auf Basis langfristiger OECD-Zeitreihen in Grafik 91 sieht, hat sich das Verhältnis zwischen M3 und M1 seit der globalen Finanzkrise vor über zehn Jahren in allen großen entwickelten Volkswirtschaften deutlich nach unten bewegt. Dieser Rückgang impliziert, dass die drastische Ausweitung der engen Geldmenge – angekurbelt durch einen Anstieg der Geldbasis bzw. Zentralbankgeldmenge (M0) – nur einen unterproportionalen Anstieg der für die Inflationsentwicklung maßgeblicheren breiten Geldmenge nach sich gezogen hat.

Dennoch gibt es keine Garantie dafür, dass das Horten ewig weitergeht. Daher besteht zumindest ein „Tail risk“, dass der starke Anstieg der eng gefassten Geldmenge noch zu einem späteren Zeitpunkt die weit gefasste Geldmenge und damit auch die Verbraucherpreis-inflation in die Höhe treiben könnte. Manche Ökonomen fürchten, dass sich schon jetzt eine durch die expansive Geldpolitik ausgelöste höhere Inflation anbahnt.

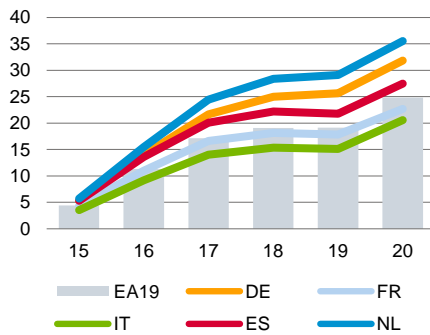


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

EWU: Staatsschuldenankäufe durch die EZB im Rahmen der PSPP- und PEPP-Ankaufprogramme

94

Kumulierte Staatsschuldenankäufe der EZB*, in % der ausstehenden Staatsschulden



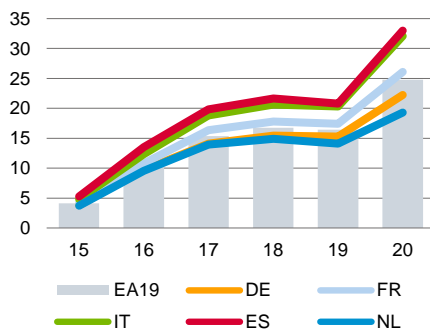
* im Rahmen der PSPP- und PEPP-Ankaufprogramme

Quellen: EZB, Eurostat, AMECO, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

EWU: Die EZB hält Staatsschulden im Wert von rund 25% der Wirtschaftsleistung in der Eurozone

95

Kumulierte Staatsschuldenankäufe der EZB*, in % des BIP



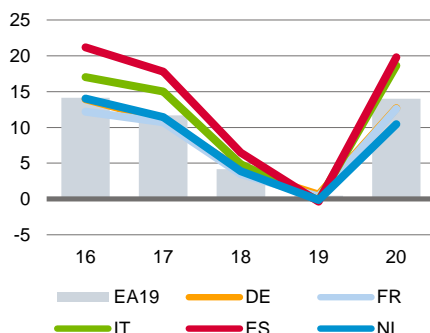
* im Rahmen der PSPP- und PEPP-Ankaufprogramme

Quellen: EZB, Eurostat, AMECO, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

EWU: Implizite Unterstützung der Staatshaushalte in der Eurozone durch die EZB

96

Kumulierte Staatsschuldenankäufe der EZB*, in % der staatlichen Primärausgaben



* im Rahmen der PSPP- und PEPP-Ankaufprogramme

Quellen: EZB, Eurostat, AMECO, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Der Irrglaube: Zahlungsausfallrisiken gehören der Vergangenheit an und für die Fiskalpolitik gibt es fortan keine (Haushalts-) Grenzen mehr

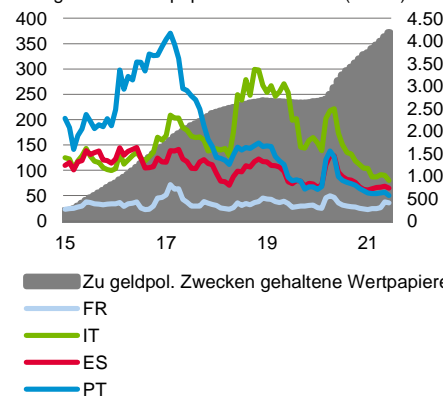
Abgesehen von den Inflations- und Zinsänderungsrisiken blenden die Schuld befürworter oftmals die Tatsache aus, dass auch weiterhin ein Zusammenhang zwischen den Staatsanleiherenditen und dem staatlichen Verschuldungsniveau eines Landes besteht. Denn so hat die EZB im Grunde genommen die im Krisenjahr 2020 aufgelaufenen Finanzierungsdefizite der Mitgliedstaaten mehr oder weniger fast vollständig finanziert (siehe Grafik 100), was dazu geführt hat, dass sie mittlerweile so viele Staatsschulden wie nie zuvor in ihre Bilanz genommen hat (siehe Grafiken 94, 95 und 99). Man kann sich daher leicht ausmalen, dass viele Staaten irgendwann aufwachen und der bitteren finanzpolitischen Realität ins Auge blicken müssen, sobald diese Geldspritzen wieder verringert werden (müssen).

Des Weiteren ist es ein Irrglaube, dass staatliche Zahlungsausfallrisiken der Vergangenheit angehören und es für die Fiskalpolitik fortan keine (ökonomischen) Haushaltsgrenzen mehr gibt. Denn selbst im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld treibt eine höhere Staatsverschuldung in der Tendenz die staatlichen Risikoprämien nach oben. Sicherlich ließe sich argumentieren, dass die Risikoaufschläge auf die Staatsanleihen der hoch verschuldeten Euroländer derzeit doch recht niedrig sind (siehe Grafik 93). Dennoch darf man nicht vergessen, dass der Rückgang der Risikoprämien im Zuge der massiven geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen der EZB erfolgt ist (siehe Grafiken 97 und 98). Zudem wissen wir aus früheren Krisen (wie z.B. der europäischen Staatsschuldenkrise), dass es an den Kapitalmärkten zu einer plötzlichen Neubewertung bzw. Umbewertung staatlicher Zahlungsausfallrisiken kommen kann (siehe Grafik 92).

EWU: Risikoaufschläge auf Staatsanleihen vs. Wertpapierkäufe der EZB zu geldpolitischen Zwecken

97

Risikoaufschlag in Basispunkten (links), Von der EZB gekaufte Wertpapiere in EUR Mrd. (rechts)



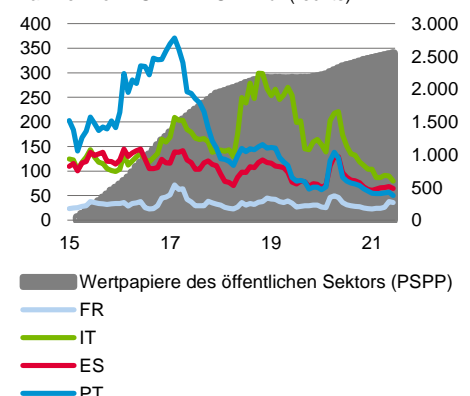
Risiko aufschläge auf Staatsanleihen: Für Anleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren und gg. Deutschland.

Quellen: EZB, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, WEFA, Deutsche Bank Research

EWU: Risiko aufschläge auf Staatsanleihen vs. EZB-Wertpapierkäufe im Rahmen des PSPP-Programms

98

Risiko aufschlag in Bp. (links), Wertpapierkäufe im Rahmen von PSPP in EUR Mrd. (rechts)



Risiko aufschläge auf Staatsanleihen: Für Anleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren und gg. Deutschland.

Quellen: EZB, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, WEFA, Deutsche Bank Research

In diesem Zusammenhang schreiben *Marcos Chamon* und *Jonathan D. Ostry* in einem aktuellen IWF-Blogpost zum Thema „A Future with High Public Debt: Low-for-Long Is Not Low Forever“, dass „die Geschichte zahlreiche Beispiele dafür geliefert hat, dass die Finanzierungskosten abrupt steigen können, sobald sich die Markterwartungen ändern,“ und dass „Theorie und Geschichte gezeigt haben, dass die Investoren Länder schnell abstrafen, sobald sie sich um deren finanzpolitischen Spielraum zu sorgen beginnen“.

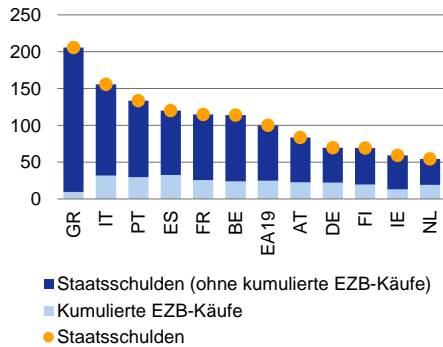


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

EWU: Die EZB ist zu einem großen Gläubiger der Eurozonen-Staaten geworden

99

Staatsverschuldung, % BIP (2020)



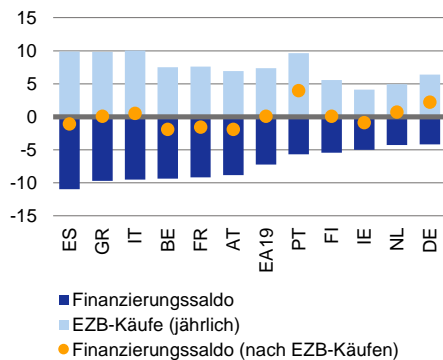
EZB-Staatsschuldenbestand: Im Rahmen der PSPP- und PEPP-Programme gehaltene Wertpapiere.

Quellen: EZB, Eurostat, AMECO, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

EWU: Jährlicher Ankauf von Staats-schulden durch die EZB* in Relation zum öffentlichen Haushaltsdefizit

100

Werte für das Jahr 2020, % BIP



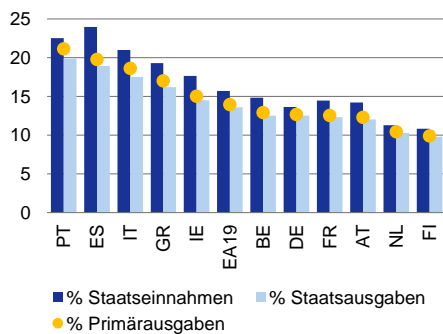
* im Rahmen der PSPP- und PEPP-Ankaufprogramme

Quellen: EZB, Eurostat, AMECO, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

EWU: Jährlicher Ankauf von Staats-schulden durch die EZB* im Kontext der staatlichen Einnahmen/Ausgaben

101

Werte für das Jahr 2020



* im Rahmen der PSPP- und PEPP-Ankaufprogramme

Quellen: EZB, Eurostat, AMECO, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Daher könnte ein weiterer und sorgloser Anstieg der Staatsverschuldung schlimmstenfalls in einer sich selbst verstärkenden, explosionsartigen Spirale aus höheren Schulden und steigenden Risikoaufschlägen münden und die Staatsverschuldung somit letztlich untragbar werden. *Daniel Gros und Cinzia Alcidi* zeigen, dass „unter realistischen Parameterkonstellationen eine Schuldenquote von 130% des BIP einen kritischen Schwellenwert markiert“, um welchen die Grenze zwischen (noch) tragfähigen und nicht (mehr) tragfähigen Staatsfinanzen sehr dünn wird. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass „niedrige risikofreie Zinssätze keine Begründung dafür liefern sollten, die Staatsverschuldung über einen gewissen Schwellenwert anzuheben“ (siehe auch ihre Publikation „Public debt and the risk premium: A dangerous doom loop“).

Diese Einschätzung ist von großer Bedeutung für die Fiskalpolitik, da die Schuldenquoten in einigen Eurostaaten entweder bereits deutlich (Italien, Griechenland) oder leicht (Portugal) über diesem kritischen Schwellenwert liegen. Vor diesem Hintergrund plädieren *Clemens Fuest und Daniel Gros* zum einen dafür, dass die hoch verschuldeten Staaten des Euroraums das günstige Zinsumfeld dazu nutzen sollen, bei der Konsolidierung ihrer Staatsfinanzen Fortschritte zu machen (und nicht dazu, eine defizitbetriebene Fiskalpolitik fortzuführen). Zum anderen schlagen sie vor, dass die (moderat verschuldeten) Staaten mit einem über die letzten Jahre niedrigen öffentlichen Investitionsniveau die günstige Zins-Wachstumsdifferenz für einen einmaligen Anstieg der Investitionen nutzen sollten. Gleichzeitig warnen *Fuest und Gros* davor, „die institutionellen Regelungen zur Begrenzung der Staatsverschuldung in Europa infrage zu stellen“, da „ein größerer Verschuldungsspielraum nicht notwendigerweise für staatliche Mehrinvestitionen genutzt werden würde und die auf die Staatsschulden zu zahlenden Risikoprämien ansteigen würden“. Dies konnte vor allem in den hoch verschuldeten Volkswirtschaften zu einer höheren – und damit einer für die Tragfähigkeit ungünstigeren – Zins-Wachstumsdifferenz führen (siehe dazu auch ihre Studie „Government Debt in Times of Low Interest Rates: The Case of Europe“).

Umkehrungsrisiko: Wenn die negative Zins-Wachstumsdifferenz plötzlich ins Positive dreht

Obwohl das Zins-Wachstumsdifferenzial in den meisten großen Volkswirtschaften voraussichtlich weiterhin negativ bleibt (siehe Grafiken 44 und 70), sollten sich die Staaten auf eine Verschlechterung der finanziellen Rahmenbedingungen vorbereiten. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt nämlich, dass es auch längere Phasen gab, in denen die Zins-Wachstumsdifferenz positiv war. Aus den verfügbaren Daten kann man nicht ableiten, dass die Zins-Wachstumsdifferenz in der Vergangenheit öfter negativ als positiv war. Auch wenn in den Vereinigten Staaten die auf Basis laufender Marktzinsen (Staatsanleiherenditen) berechnete Zins-Wachstumsdifferenz in der Vergangenheit öfter negativ als positiv ausgefallen sein mag (siehe hierzu auch *Olivier Blanchard*), trifft dies für die meisten europäischen Länder (wie z.B. Deutschland oder Italien) nicht zu (siehe Grafiken 102 und 103). Der Zeitraum, über den die europäischen Zins-Wachstumsdifferenzen deutlich negativ ausfielen, beschränkt sich hauptsächlich auf die 1970er Jahre. Damals trug vor allem eine stark steigende – über den langfristigen Zinssätzen liegende – Verbraucherpreis-inflation dazu bei, dass die realen (preisbereinigten) Zinssätze deutlich negativ wurden (siehe Grafiken 72, 73 und 74). Wie bereits einige unerwartete Ereignisse der jüngsten Vergangenheit gezeigt haben (wie z.B. die globale Finanzkrise oder die europäischen Staatsschulden), kann es letztlich sehr gefährlich sein, die aktuell niedrigen bzw. negativen Zins-Wachstumsdifferenzen in die Zukunft fortzuschreiben. In diesem Zusammenhang zeigt eine für Deutschland durchgeführte, empirische Analyse des *Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, dass das zugrunde liegende Umkehrisiko in vergangenen Phasen mit



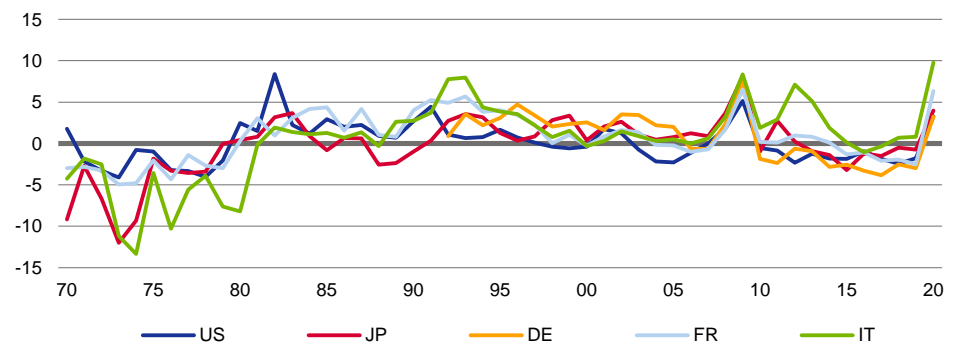
Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

einer negativen Zins-Wachstumsdifferenz oftmals erheblich war (siehe auch die Publikation „Die Schuldenbremse: Nachhaltig, Stabilisierend, Flexibel“). So hat der Sachverständigenrat unter anderen für den Zeitraum 1946 bis 2016 das historische Umkehrisiko für die Zins-Wachstumsdifferenz berechnet. Dazu hat er zwei Szenarien betrachtet. Im ersten Szenario hat er die bedingte Wahrscheinlichkeit einer Umkehrung (der Zins-Wachstumsdifferenz) in allen fünf der nächsten fünf Jahre bzw. in allen fünf Jahren der Jahre sechs bis zehn berechnet. Im zweiten Szenario, in dem moderatere Anforderungen gestellt wurden, hat er die bedingte Wahrscheinlichkeit dafür berechnet, dass sich die Zins-Wachstumsdifferenz in drei der nächsten fünf Jahre umgekehrt oder sich in den Jahren sechs bis zehn eine Umkehrung in drei von fünf Jahren eingestellt hat. Die oben beschriebene Analyse wurde ebenso für Frankreich, Italien und Spanien durchgeführt. Im ersten Szenario belief sich das durchschnittliche Umkehrisiko der Zins-Wachstumsdifferenz im Durchschnitt der vier Länder (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien) auf 14,8% (in fünf Jahren) bzw. 40,8% (in zehn Jahren). Im zweiten Szenario fiel das Umkehrisiko aufgrund der moderateren Anforderungen noch deutlich größer aus: So betrug es im Länderdurchschnitt 45,1% (in fünf Jahren) bzw. 59,5% (in sechs bis zehn Jahren). Für weitergehende Erläuterungen zur angewandten Methodik des Sachverständigenrates sei auch auf den Kasten 13 und die Tabelle 17 auf Seite 261 in der oben genannten Publikation verwiesen.

Zins-Wachstumsdifferenz auf Basis laufender Marktzinsen in den großen OECD-Staaten

102

Prozentpunkte (auf Basis von Staatsanleiherenditen; Anleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren)

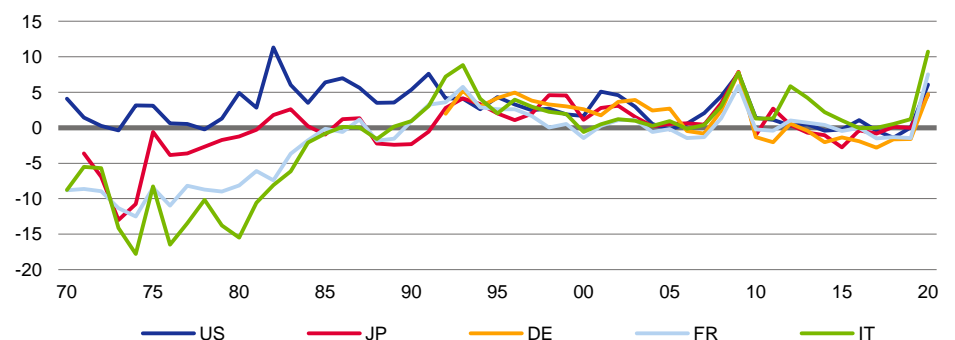


Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Zins-Wachstumsdifferenz auf Basis impliziter Zinsen in den großen OECD-Staaten

103

Prozentpunkte (auf Basis impliziter Zinsen)



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research



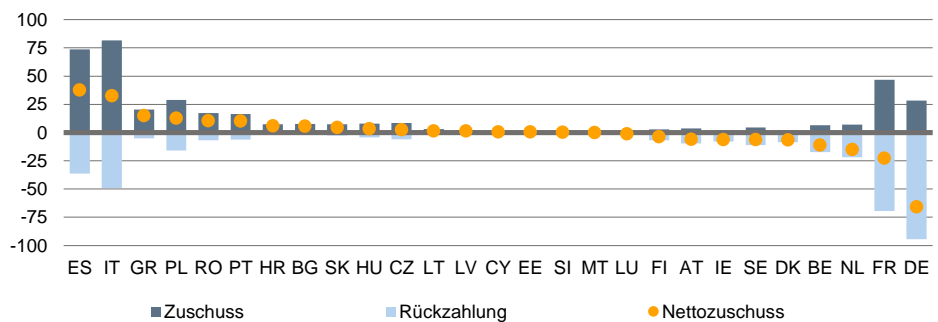
Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Die Probleme: Abnehmende fiskalische Transparenz, Schuldenillusion und moralisches Fehlverhalten

Eine sich möglicherweise verfestigende „Schuldenillusion“ stellt eine weitere Bedrohung für die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen dar. Angesichts der in vielen Euroländern unter heftigen Finanzdruck geratenen öffentlichen Haushalte und der Tatsache, dass die Staatsanleihekäufe der EZB über die Zeit zunehmend an politische, juristische und ökonomische Grenzen gestoßen sind, ist es aus Sicht der Mitgliedstaaten verlockend, die nationalen – und damit im eigenen Verantwortungsbereich liegenden – fiskalischen Belastungen und Herausforderungen auf die gemeinsame europäische Ebene zu verlagern. In diesem Zusammenhang sei auf die gemeinsamen europäischen Fiskalanstrengungen und -pläne im Rahmen des neu geschaffenen EU-Wiederaufbaufonds (NGEU) verwiesen. Dieser auf EU-Ebene angesiedelte Fonds verfügt über ein Finanzvolumen von EUR 750 Mrd. (ca. 6% des BIP der EU-27 im Jahr 2020).

EU-Wiederaufbaufonds: Spanien und Italien erhalten voraussichtlich die höchsten Zuschüsse 104

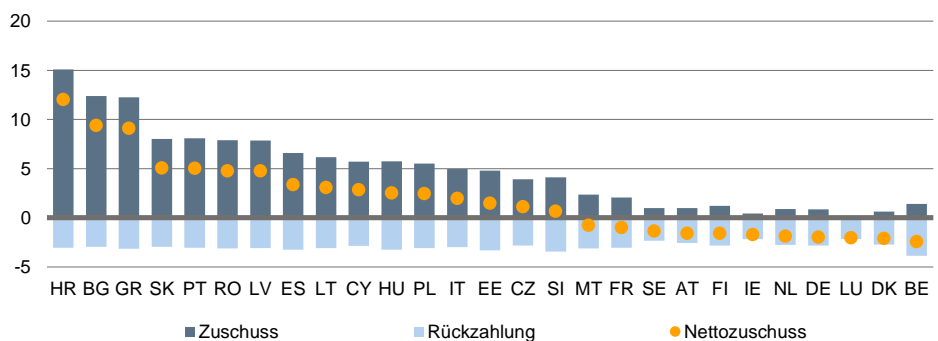
Erwartete Einnahmen und Rückzahlungsverpflichtungen aus dem EU-Wiederaufbaufonds, EUR Mrd.



Quellen: Bundesrechnungshof, Eurostat, Deutsche Bank Research

EU-Wiederaufbaufonds: Relativ zur Wirtschaftsleistung erhalten voraussichtlich Kroatien, Bulgarien und Griechenland die höchsten Zuschüsse 105

Erwartete Einnahmen und Rückzahlungsverpflichtungen aus dem EU-Wiederaufbaufonds, % BIP (2020)



Quellen: Bundesrechnungshof, Eurostat, Deutsche Bank Research

Rund die Hälfte davon (ca. EUR 390 Mrd. oder 3% des BIP) soll dabei in Form von „nicht rückzahlbaren Zuschüssen“ an die jeweiligen Mitgliedstaaten weitergereicht werden (siehe Grafiken 104 und 105).³ Zur Mittelbeschaffung wurde die

³ Das Herzstück des NGEU bildet die sogenannte Aufbau- und Resilienz-Fazilität mit einem Volumen von EUR 672,5 Mrd. (Recovery and Resilience Facility – RRF). ReactEU ist mit einem Volumen von EUR 47,5 Mrd. das zweitgrößte Programm.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

EU-KOM im Namen der EU beauftragt, gemeinsame Schuldtitel am Kapitalmarkt zu begeben. Es wurde entschieden, dass die dadurch auf EU-Ebene anfallenden Finanzierungsdefizite und Schulden in keinerlei Weise in die nationalen Maastricht-Kennzahlen zum öffentlichen Finanzierungssaldo und zur Staatsverschuldung einfließen werden. Aus Transparenzgesichtspunkten wäre es naheliegend gewesen, die auf der europäischen Ebene entstandenen Defizite und Schulden den jeweiligen Mitgliedstaaten in irgendeiner Weise (z.B. anhand der nationalen Finanzierungsanteile am EU-Haushalt) zuzurechnen.

Der *Präsident der Deutschen Bundesbank, Jens Weidmann*, warnte im letzten Jahr in einer Rede davor, dass eine Verlagerung der Staatsschuldenfinanzierung auf die europäische Ebene eine Art „Schuldenillusion“ nähren könnte (siehe auch „Der geforderte Staat“ vom 2. September 2020).

Die *Deutsche Bundesbank* hatte schließlich in ihrem Monatsbericht vom Dezember 2020 eine Analyse „Zur Aussagekraft nationaler Fiskalkennzahlen bei Verschuldung auf der europäischen Ebene“ vorgelegt und den Anteil der EU-Schulden quantifiziert (EU-Wiederaufbaufonds, sonstige auf die EU-Ebene verlagerte und in den nationalen Statistiken „versteckte“ Schulden), der in einer ökonomischen Betrachtung dem deutschen Staat zugeordnet werden müsste.

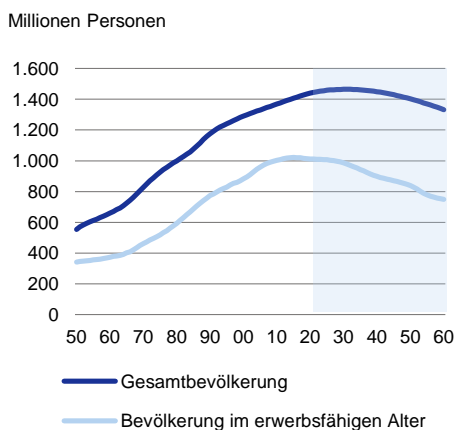
Bei einem unterstellten Finanzierungsanteil Deutschlands von rund einem Viertel würden die aus der gemeinsamen europäischen Verschuldung resultierenden Finanzverbindlichkeiten die deutsche Staatsverschuldung nach Schätzungen der *Deutschen Bundesbank* um etwa EUR 280 Mrd. oder rund 8% des deutschen BIP erhöhen. Zum Vergleich: Die offiziell ausgewiesene Staatsverschuldungsquote Deutschlands lag Ende 2020 bei knapp 70% des BIP. Da eine solche analytische Zurechnung aber weder für Deutschland noch die anderen Mitgliedstaaten erfolgt, dürften sich die statistisch ausgewiesenen Fiskalkennzahlen der Euroländer sogar zunächst durch die geplanten Mittelzuteilungen der EU verbessern. Dies liegt darin begründet, dass die von der EU überwiesenen „nicht-rückzahlbaren“ Zuschüsse letztlich in den nationalen Statistiken als zusätzliche Staatseinnahmen verbucht werden dürften und sich somit nach offizieller Leseart defizit- und schuldendämpfend auswirken würden. Auch wenn die von der EU transferierten Zuschüsse „nicht rückzahlbar“ sind, heißt dies jedoch nicht, dass die dazu gemeinsam aufgenommenen Schulden verschwunden sind. Schließlich müssen auch diese EU-Schulden zu einem späteren Zeitpunkt zurückgezahlt werden.

Dabei macht es aus (nationaler) Steuerzahlersicht auch keinen Unterschied, ob sich die EU-KOM im Namen der EU oder die jeweiligen Nationalstaaten selbst am Kapitalmarkt verschulden – sieht man einmal von den Unterschieden in den Finanzierungsbedingungen und der unterschiedlichen Aufteilung der finanzpolitischen Kosten ab. Denn in der Zukunft müssen auch die gemeinsamen EU-Schulden entweder durch neu eingeführte EU-Steuern oder durch zusätzliche Beiträge der Mitgliedstaaten (und somit aus den nationalen Steuerpools) bedient und zurückgezahlt werden. Beides führt zu einer höheren Steuerbelastung. Zuletzt birgt die Verlagerung nationaler Schulden auf die EU-Ebene nicht unerhebliche Risiken für die Schuldentragfähigkeit in der Eurozone, da sie den Mitgliedstaaten Tür und Tor öffnet, eine allzu sorglose und potenziell zu Lasten der anderen Mitgliedstaaten gehende Fiskalpolitik zu betreiben („*Moral hazard*“).

In diesem Zusammenhang sei auch auf eine Analyse des *Bundesrechnungshofes* verwiesen, in welchem dieser auf die hohen Risiken verweist, die vom EU-Wiederaufbaufonds auf den deutschen Bundeshaushalt ausgehen (siehe Sonderbericht „EU-Wiederaufbaufonds darf keine Dauereinrichtung werden“ vom 11. März 2021).

Bevölkerungsentwicklung in China

106



Erwerbsfähiges Alter: 15-64 Jahre

Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

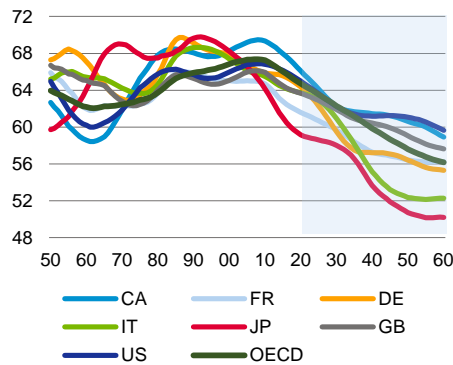


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

In vielen großen Ländern sinkt der Anteil der erwerbsfähigen Bevölkerung deutlich

107

Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15-64 Jahre), % der Gesamtbevölkerung

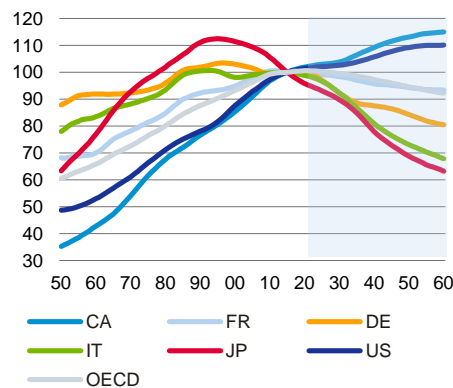


Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

Ein sinkender Anteil der erwerbsfähigen Bevölkerung dürfte in vielen Ländern die Wirtschaft belasten

108

Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15-64 Jahre), Index: 2015=100

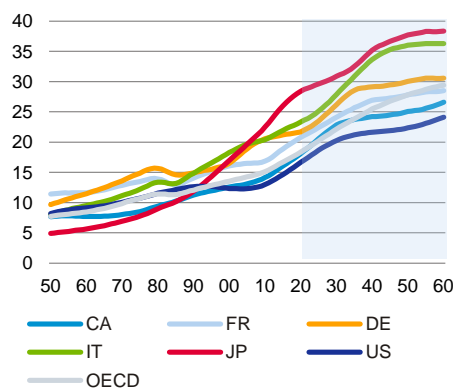


Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

Der Anteil der alten Bevölkerung wird in den Industrieländern stark ansteigen

109

Anzahl der alten Personen (65 Jahre und älter), % Gesamtbevölkerung



Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

Im Land der Alten: Wenn die Alterung zunehmend die Staatsfinanzen bedroht

Manche Ökonomen fürchten, dass es aufgrund der deutlich expansiv ausgerichteten Geld- und Fiskalpolitik und eines Auslaufens der disinflationären Effekte (z.B. weil die Erwerbsbevölkerung in vielen großen Wirtschaftsräumen oder Ländern schrumpft; siehe Grafiken 106 und 108) auf absehbare Zeit zu einer höheren Inflationsdynamik kommen dürfte (siehe z.B. „The Great Demographic Reversal“ von *Charles Goodhart und Manoj Pradhan*). Eine höhere Inflation könnte wiederum steigende Zinsen und Staatsanleiherenditen nach sich ziehen. Auch wenn die Staatsanleiherenditen im Zuge des zuletzt spürbaren Inflationsanstiegs angestiegen sind, bleibt abzuwarten, ob dieser Anstieg dauerhaft oder nur von vorübergehender Natur ist. Da der jüngste Inflationsprung wohl größtenteils auf Sonderfaktoren zurückgeführt werden kann, die nach Einschätzung der Notenbanken auch wieder verschwinden werden, könnte sich die aktuell höhere Inflationsdynamik auf absehbare Zeit tatsächlich wieder zurückbilden. Dennoch gibt es eine Reihe von Argumenten, die dafür sprechen, dass eine strukturell höhere Inflation zum Problem werden könnte (siehe z.B. unseren Artikel im Ausblick Deutschland vom 14. Juni 2021 „Inflationsanstieg: Nur temporär oder dauerhaft aufgrund höherer Lohnabschlüsse?“).

Ungünstige demografische Trends in vielen großen Volkswirtschaften

Mit Blick auf die demografischen Entwicklungen sagen die *Vereinten Nationen (UNO)* in ihrem „*Medium variant*“-Szenario voraus (in der weiteren Analyse wird sich ausschließlich auf dieses Szenario bezogen), dass der Anteil der Erwerbsbevölkerung an der Gesamtbevölkerung in vielen großen Volkswirtschaften deutlich zurückgehen wird (siehe 107), während der Anteil der alten Bevölkerung an der Gesamtbevölkerung stark wachsen wird (siehe Grafik 109). In einigen stark alternden Volkswirtschaften (wie z.B. Japan, Deutschland oder Italien) dürfte die Erwerbsbevölkerung sogar in absoluten Zahlen schrumpfen (siehe Grafik 108). Insgesamt dürfte die Demografie deutliche Spuren in der Wirtschaft und der Staatskasse hinterlassen. Denn ein schrumpfendes Arbeitskräfteangebot begrenzt sowohl die künftigen Wachstumsspielräume (sinkende Potenzialwachstumsrate) als auch die Entwicklung bei den Staatseinnahmen (Steuern, Sozialbeiträge). Gleichzeitig führte ein Anstieg der alten Bevölkerung zu höheren alterungsabhängigen Staatsausgaben.

Der finanzpolitische Druck, der sich aufgrund der ungünstigen demografischen Entwicklungen aufbaut, lässt sich unter anderem am sogenannten *Altenquotienten* ablesen. Dieser Quotient setzt die Personen im Rentenalter (65 Jahre und älter) ins Verhältnis zu den Personen im erwerbsfähigen Alter (Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren). In Japan und Italien dürfte der Altenquotient den UNO-Prognosen zufolge bis zum Jahr 2060 auf ungefähr 75% bzw. 70% ansteigen (ausgehend von einem heutigen Niveau von ungefähr 40% bzw. 50%) (siehe Grafik 112). Im Falle Japans würde dies bedeuten, dass im Jahr 2060 statistisch betrachtet nur noch 1,3 Personen im Erwerbstätigenalter (15-64 Jahre) die für die Versorgung einer älteren Person (65 Jahre oder älter) anfallenden alterungsbedingten Staatsausgaben (Rente, Gesundheit) finanzieren müssten. Zum Vergleich: Heute tragen noch mehr als zwei erwerbsfähige Personen (2,1) dazu bei, die alterungsbedingten Ausgaben für eine ältere Person zu finanzieren. Im Falle Italiens geht die UNO davon aus, dass die Zahl der erwerbsfähigen Personen je einer älteren Person von heute ca. 2,7 auf dann nur noch 1,4 sinken dürfte (siehe Grafik 113).

Sollte sich dann auch noch der derzeitige aufgrund der negativen Zins-Wachstumsgleichung bestehende fiskalische Rückenwind in einen Gegenwind umkehren

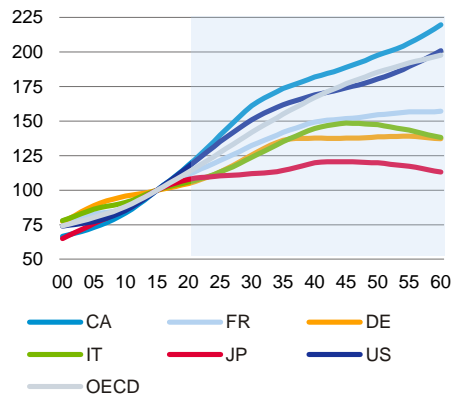


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Die alte Bevölkerung wird stark anwachsen

110

Anzahl der alten Personen (65 Jahre und älter), Index: 2015=100

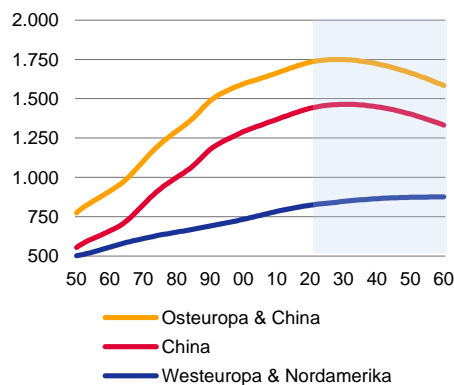


Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

Globale Bevölkerungstrends

111

Bevölkerung, Millionen Personen

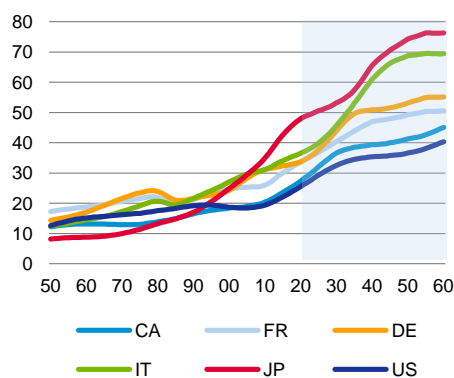


Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

Die Entwicklung der Altenquotienten deutet vielerorts auf einen steigenden Demografie-bedingten Finanzdruck hin

112

Alte Bevölkerung (>65 Jahre) in Relation zur erwerbsfähigen Bevölkerung (15-64 Jahre), %



Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

ren (positive Zins-Wachstumsdifferenz), würde das Zusammenspiel aus niedrigerem Wirtschaftswachstum, höheren Zinssätzen und steigenden alterungsbedingten Staatsausgaben die hohe, und vielerorts noch weiter steigende Staatsverschuldung zusätzlich in die Höhe treiben. Orthodoxe Ökonomen befürchten auch deshalb, dass die allzu großzügigen (und nicht nachhaltig finanzierten) sozialen Sicherungssysteme irgendwann zu einem großen Problem für die Staatshaushalte werden dürften. Sollte der Gesetzgeber auch weiterhin die erforderlichen Strukturreformen (wie z.B. eine Kopplung des tatsächlichen Renteneintrittsalters an die weitere Entwicklung der Lebenserwartung oder eine Angleichung der alterungsbezogenen Ausgaben an die weitere demografische Entwicklung) auf die lange Bank schieben, müsste die Steuerlast für die Erwerbsbevölkerung erheblich ansteigen. Das würde aber wiederum die Generationengerechtigkeit gefährden und die Arbeitsanreize der arbeitenden Bevölkerung verringern (und somit das Wirtschaftswachstum belasten).

Implizite („versteckte“) Staatsschulden

Ein beträchtlicher Teil der zukünftig zu leistenden Staatsausgaben ist bereits für Sozialleistungen vorgesehen, die heute zwar versprochen, aber häufig nicht durch entsprechende Mehreinnahmen gedeckt worden sind. Ein gutes Beispiel dafür sind die ungedeckten Pensionsverpflichtungen des Staates gegenüber seinen Staatsbediensteten, die aus den laufenden Steuereinnahmen finanziert werden müssen. Die künftig auflaufenden Finanzierungslücken des Staates, die aufgrund einer strukturell angelegten Diskrepanz zwischen staatlichen Einnahmen und Ausgaben entstehen werden, werden gewöhnlich anhand der impliziten bzw. „versteckten“ Staatsschulden geschätzt. Die implizite Schuldenlast ergibt sich letzten Endes aus dem finanzpolitischen Kurs des Staates, den er im vorgegebenen demografischen und makroökonomischen Umfeld verfolgt. Eine (positive) implizite Staatsverschuldung besteht grundsätzlich dann, wenn der Gegenwartswert aller zukünftigen Primärausgaben (Staatsausgaben ohne Zinsausgaben) den Barwert aller zukünftigen Staatseinnahmen übersteigt. Rein rechnerisch ergibt sich die implizite Schuldenlast des Staates aus der Summe der Gegenwartswerte aller künftigen Primärdefizite bzw. Primärüberschüsse (d.h. Finanzierungsdefizite/-überschüsse ohne Zinsausgaben). Aus diesem Grund handelt es sich bei der impliziten Verschuldung um den Schuldenberg, der bei einer Fortführung des gegenwärtigen finanzpolitischen Kurses zukünftig noch – unter plausiblen demografischen und makroökonomischen Annahmen – entstehen dürfte. Im Unterschied zu den expliziten – und in den öffentlichen Statistiken ausgewiesenen – Staatsschulden werden die impliziten Schulden also erst zu einem späteren Zeitpunkt zu expliziten Schulden (und damit zu tatsächlichen Finanzverbindlichkeiten des Staates).

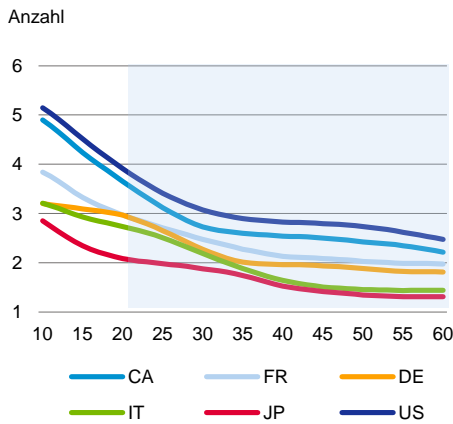
Der Gesamtschuldenstand aus expliziten und impliziten Staatsschulden zeigt an, wie groß die heutigen Haushaltsreserven rechnerisch sein müssten, um das gegenwärtige staatliche Leistungs- bzw. Ausgabenniveau auch in Zukunft beibehalten zu können, ohne fortwährend neue Schulden anhäufen zu müssen. Es liegt auf der Hand, dass die implizite Schuldenlast des Staates einer anderen analytischen Interpretation bedarf als die explizite Schuldenlast. Dies liegt zualererst daran, dass die (zukünftigen) Regierungen den aktuellen und/oder künftigen finanzpolitischen Kurs jederzeit ändern und damit auch die impliziten Staatsschulden reduzieren können. So können Haushaltskorrekturen, die z.B. die Steuereinnahmen stärken und/oder das Rentenniveau absenken, schließlich verhindern, dass implizite Schulden zu expliziten Schulden werden. Im Gegensatz dazu können die expliziten Schulden (d.h. die staatlichen Finanzverbindlichkeiten wie z.B. die begebenen Staatsanleihen) nicht einseitig durch den Staat (also *de jure*) verringert werden. Obwohl der genaue Betrag der impliziten Staatsschulden nicht in Stein gemeißelt ist, verdeutlicht er die absehbare Diskrepanz zwischen künftigen Einnahmen und Ausgaben.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

Anzahl der Personen im erwerbsfähigen Alter (15-64 Jahre) pro einer Person im Rentenalter (>65 Jahre)

113



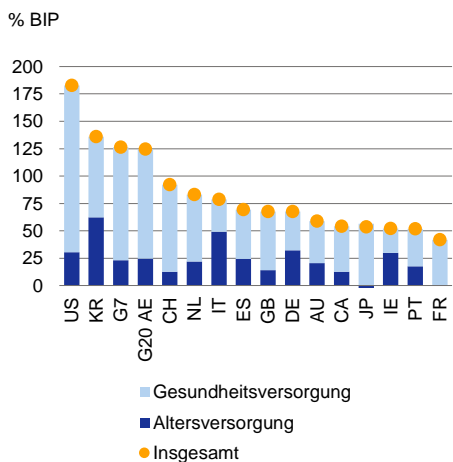
Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

Je höher diese impliziten Verbindlichkeiten des Staates ausfallen, desto energischer müsste die künftige finanzpolitische Kurskorrektur sein, um die Staatsfinanzen wieder ins Lot zu bringen. Ebenso dürfte es dem Staat bei einer zunehmend steigenden impliziten Schuldenlast immer schwerer fallen, die erforderlichen fiskalpolitischen Anpassungen schlussendlich vorzunehmen. Denn dazu müsste er politisch unpopuläre Entscheidungen treffen, von denen manche das Wirtschaftswachstum entweder kurzfristig oder schlimmstenfalls auch für eine längere Zeit belasten könnten.

In vielen alternden Gesellschaften (wie z.B. der deutschen) sind die hohen impliziten Staatsschulden bereits zu einem drängenden Finanzierungsproblem geworden. In diesem Zusammenhang hat der *Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi)* Anfang Juni 2021 davor gewarnt, dass die gesetzliche Rentenversicherung in Deutschland ab dem Jahr 2025 vor massiven Finanzierungsproblemen stehen wird. Angesichts dieser Einschätzung kommt der Beirat zu dem Schluss, dass es unumgänglich sein wird, das Renteneintrittsalter an die weitere Entwicklung der Lebenserwartung zu koppeln (siehe dazu auch die [Presseerklärung des Beirats](#) und dessen [Vorschläge für eine Reform der gesetzlichen Rentenversicherung](#)).

Gegenwartswert des erwarteten Ausgabenanstiegs für die Gesundheits- und Altersversorgung (2019-50)

114



Quelle: IWF Fiscal Monitor (April 2021)

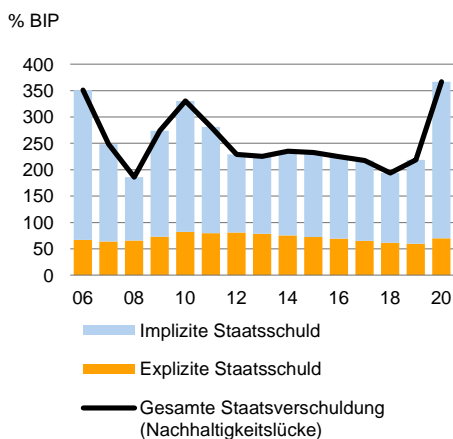
Steigende Renten- und Gesundheitskosten treiben die implizite Schuldenlast in die Höhe

Der *IWF* schätzt, dass sich der Netto-Barwert der zukünftigen Renten- und Gesundheitsausgaben der G20-Industrieländer (für den Zeitraum von 2019 bis 2050) auf atemberaubende 125% des BIP beläuft. Der Großteil des prognostizierten Anstiegs bei den alterungsbezogenen Ausgaben ist auf höhere Gesundheitsausgaben zurückzuführen (knapp 100% des BIP). Ein immer noch beträchtlicher, wenngleich deutlich kleinerer Teil des Ausgabenanstiegs entfällt auf die zusätzlichen Ausgaben für die Alterssicherung (ungefähr 25% des BIP). Die USA, aber auch moderat verschuldete Länder wie Südkorea oder die Schweiz, scheinen in besonderem Maße von einem Anstieg der alterungsbezogenen Ausgaben betroffen zu sein (siehe Grafik 114).

Auch wenn diese Schulden lediglich implizite Verbindlichkeiten darstellen, welche die Staaten jederzeit durch Strukturreformen senken können, zeigen sie die erforderlichen Haushaltskorrekturen zur Sicherung nachhaltiger Staatsfinanzen in aller Deutlichkeit an. Sofern die Staaten diesen finanziellen Herausforderungen nicht bald mit entsprechenden Gegenmaßnahmen begegnen – was wohl in den meisten Ländern der Fall sein dürfte – werden die dann in Zukunft zu treffenden Anpassungsschritte noch heftiger ausfallen müssen, um die Staatsfinanzen wieder zu stabilisieren. Ein niedrigeres Wachstumsumfeld, das sich deutlich negativ auf die weitere Entwicklung der Steuereinnahmen auswirken dürfte, würde jedoch eine solch drastische Kurskorrektur noch weiter erschweren. Eine [Analyse der Bundesbank für die Wirtschaft des Euroraums](#) zeigt, dass die Wachstumspotenzialrate der Wirtschaft nicht nur aufgrund einer rückläufigen Erwerbsbevölkerung (also eines niedrigeren Einsatzes des Faktors Arbeit), sondern auch durch eine Demografie-bedingte Verlangsamung des Produktivitätsfortschritts beeinträchtigt werden könnte.

DE: Maastricht-Staatsschulden dürften nur die Spitze des Eisbergs sein

115



Implizite Staatsschulden: Schätzungen von Stiftung Marktwirtschaft. Explizite Staatsschulden: Schulden des Gesamtstaates (Maastricht-Definition; VGR).

Quellen: Stiftung Marktwirtschaft (Generationenbilanz), Eurostat, Deutsche Bank Research

Die Gesamtschuldenlast eines Staates (häufig als fiskalische Nachhaltigkeitslücke bezeichnet) ergibt sich aus der Summe von expliziten und impliziten („versteckten“) Staatsschulden. In alternden Gesellschaften stellt der offiziell veröffentlichte Schuldenstand häufig nur die Spitze des Eisbergs dar, weil die implizite Staatsverschuldung bei Weitem höher als die explizite ist. Für den deutschen Staat – der im internationalen Vergleich einen noch relativ moderaten expliziten Schuldenstand ausweist – wird die implizite Verschuldung derzeit auf fast 300% des BIP geschätzt. Die gesamte öffentliche Verschuldung ist daher weit höher als der für Ende 2020 offiziell angegebene Wert von knapp unter

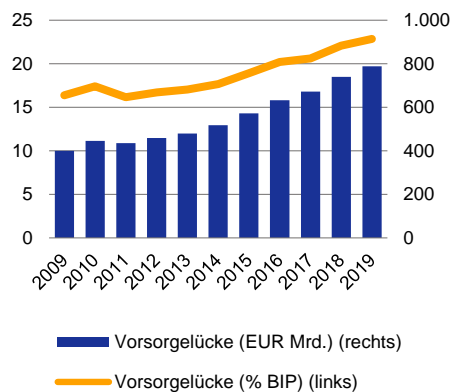


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

DE: Vorsorgelücke des Bundes für Pensions- und Beihilfeverpflichtungen

116

Vorsorgelücke (ungedechte Pensions- und Beihilfeverpflichtungen)*



* Berechnet als die Differenz zwischen den Rückstellungen für Pensions- und Beihilfeleistungen und der bereits getroffenen Kapitalvorsorge für künftige Pensions- und Beihilfeleistungen. Bei den Rückstellungen handelt es sich um den erforderlichen (Gegenwarts-) Wert, der heute angelegt werden müsste, um unter Berücksichtigung der zu erwartenden Zinserträge sämtliche zukünftigen Pensions- und Beihilfeverpflichtungen finanzieren zu können.

Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

70% des BIP (siehe Grafik 115 sowie die Analyse „Was kann sich der ehrbare Staat noch leisten? Corona, Schulden – und noch eine Pflegereform?“ von der *Stiftung Marktwirtschaft*).

Allein auf Bundesebene lagen die Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen (d.h. die künftigen Verpflichtungen aus Pensions- und Beihilfeleistungen) im Jahr 2019 bei hohen EUR 809 Mrd. oder ungefähr 23,5% des BIP (siehe Grafik 116). Wie drängend das Problem künftiger Pensions- und Beihilfeverpflichtungen für die Bundesfinanzen bereits ist, wird deutlich, wenn man einen Blick auf die bestehende Kapitalvorsorge in Form von Sondervermögen wirft, die bislang zur Deckung dieser zukünftigen Ausgaben aufgebaut wurde. Ende 2019 belief sich diese Kapitalabdeckung nur auf magere EUR 21,6 Mrd. oder 0,6% des BIP, sodass der weitaus größte Teil dieser künftig zu Buche schlagenden Bundesverpflichtungen (ca. 97,7%) nach wie vor ungedeckt ist (siehe *Vermögensrechnung des Bundes 2019*).

Interessanterweise sind diese ungedeckten, zukünftigen Pensions- und Beihilfeverpflichtungen des Bundes in den letzten Jahren stark angestiegen, was darauf hindeutet, dass die Bundesregierung dieses Finanzproblem selbst in den „goldenen“ Jahren mit hohem Wachstum und stetig steigenden Haushaltsüberschüssen nicht mit dem erforderlichen Nachdruck angepackt hat (siehe Grafik 116). Und der (noch vor Ausbruch der Corona-Krise fertiggestellte) *Fünfte Tragfähigkeitsbericht des Bundesfinanzministeriums aus dem Jahr 2020* zeigt, dass der Tragfähigkeitsindikator S2 – die gängigste Messgröße für die Quantifizierung langfristiger Tragfähigkeitsprobleme – im Vergleich zum *Vierten Tragfähigkeitsbericht aus dem Jahr 2016* angestiegen ist und sich somit die Tragfähigkeitsprobleme weiter verschärft haben. Diese Ergebnisse, die noch gar nicht die zusätzlichen Haushaltsbelastungen durch die Corona-Pandemie berücksichtigen, deuten auf einen dringenden fiskalischen Anpassungsbedarf bzw. die Notwendigkeit von Strukturereformen hin – insbesondere im chronisch defizitären gesetzlichen Rentensystem.

Die staatliche „Gesamtschuldenlast“ bzw. „fiskalische Nachhaltigkeitslücke“ im Kontext niedriger Zinsen

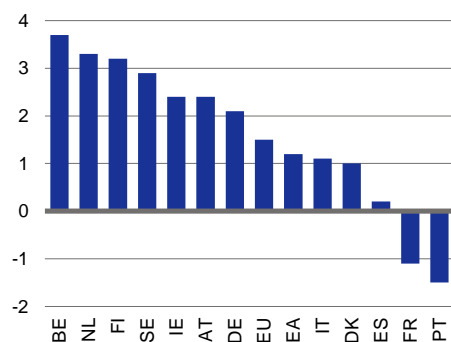
Betrachtet man nicht nur die expliziten (heutigen) Staatsschulden, sondern auch die impliziten (d.h. noch zukünftig entstehenden) Verbindlichkeiten des Staates, wird schnell klar, dass das Niedrigzinsumfeld nicht wesentlich die – für solide und tragfähige Staatsfinanzen notwendige – Statik verändert. Auch wenn das derzeitige Niedrigzinsumfeld sich zunächst günstig auf die Schuldentragfähigkeit auswirkt, weil die expliziten Staatsschulden bei niedrigeren Zinsen tendenziell deutlich langsamer wachsen als bei hohen, kann es jedoch andererseits die implizite Schuldenlast des Staates erhöhen (sofern eine solche vorliegt). Dies liegt daran, dass die zukünftige (implizite) Staatsverschuldung in einem Niedrigzinsumfeld mit einem tieferen Zinssatz abgezinst wird als in einem Hochzinsumfeld, was wiederum dazu führt, dass der Barwert der zukünftigen (impliziten) Staatsschulden (*ceteris paribus*) bei niedrigen Zinsen höher ausfällt als bei niedrigeren.

Die Ökonomen *Martin Werding, Klaus Gründler et al.* zeigen, dass sich die fiskalische Nachhaltigkeitslücke in Deutschland in einem Rahmen von ca. 1,5% des BIP (Basisvariante T+; eher optimistisches Szenario) bis ungefähr 4,1% des BIP (Basisvariante T-; eher pessimistisches Szenario) bewegt. Die fiskalische Nachhaltigkeitslücke definiert sich als die unmittelbare (und dauerhafte) Anpassung des Primärsaldos, die erforderlich wäre, um die intertemporale Budgetbeschränkung trotz des vorausgesagten Anstiegs der öffentlichen alterungsbezogenen Staatsausgaben einhalten zu können. Die Autoren weisen zudem darauf hin, dass die fiskalische Nachhaltigkeitslücke Deutschlands nicht besonders empfindlich auf Änderungen in den zugrunde liegenden Zinsannahmen reagiert.

EU: Langfristiger Nachhaltigkeitsindikator (S2) für die Staatsverschuldung

117

Unmittelbar u. dauerhaft notwendige Anpassung des strukturellen Primärsaldos*, Pp. des BIP



* zur Sicherstellung der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung.

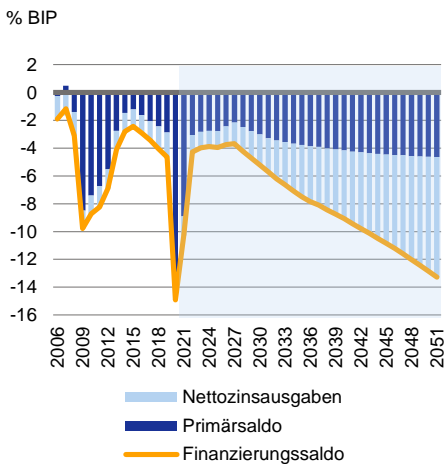
Quelle: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2020 vom Februar 2021)



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

USA: Langfristprojektionen für die Staatsfinanzen (US-Bundesebene)

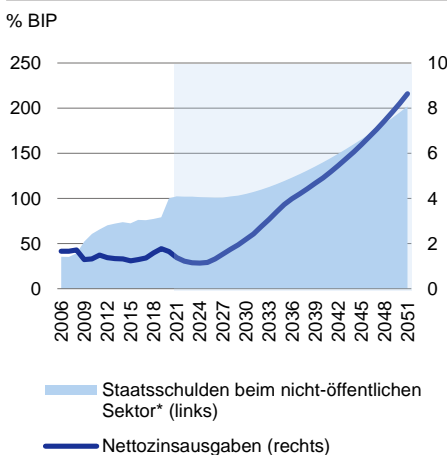
118



Quelle: Congressional Budget Office (CBO)

USA: Langfristprojektionen für die Verschuldung und die Zinsausgaben (US-Bundesebene)

119

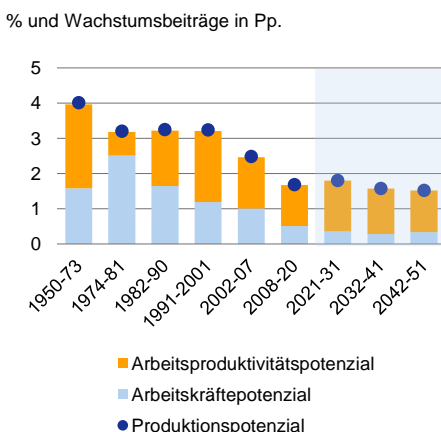


* Federal Debt Held by the Public

Quelle: Congressional Budget Office (CBO)

USA: Durchschnittliches (reales) Wachstumspotenzial

120



Quelle: Congressional Budget Office (CBO)

Stattdessen reagiert diese deutlich stärker auf demografische Entwicklungen und damit verbundene Änderungen in der Erwerbstätigkeit (welche in Deutschland recht unvorteilhaft sind). Schließlich zeigen die Autoren, dass in bestimmten makroökonomischen und demografischen Konstellationen eine Senkung der Zinsannahme(n) zu einer kontraintuitiven Vergrößerung der Nachhaltigkeitslücke führen kann. Dies bedeutet, dass sich niedrigere Zinsen unter bestimmten Umständen sogar negativ auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auswirken können (für weitere Informationen siehe deren Forschungsbericht: ifo Institut: „Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen: Spielt sie noch eine Rolle?“).

Die Alterung fordert auch die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in der EU heraus

Aber nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen großen Volkswirtschaften stehen die Staatsfinanzen vor einer großen Belastungsprobe. Denn sowohl die voranschreitende Alterung der Bevölkerung als auch der bislang fortgesetzte, nicht nachhaltige finanzpolitische Kurs dürfte perspektivisch zu steigenden fiskalischen Belastungen führen. In Europa steht die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung wegen des absehbaren, drastischen Anstiegs der alterungsbedingten Staatsausgaben (wie z.B. für die Gesundheitsversorgung und soziale Pflege) auf tönernen Füßen (siehe auch den aktuellsten Debt Sustainability Monitor 2020 der Europäischen Kommission). Der langfristige Tragfähigkeitsindikator S2 der Europäischen Kommission, der die zur Sicherstellung langfristig tragfähiger Staatsfinanzen erforderlichen Haushaltsanpassungen quantifiziert, deutet auf erhebliche Tragfähigkeitslücken in den meisten Ländern hin. Ganz konkret quantifiziert dieser Indikator für ein Land die unmittelbar (und dauerhaft) notwendige Anpassung des strukturellen Primärsaldos, um fortan alle zukünftigen alterungsbedingten Mehrausgaben zu decken und somit die Staatsverschuldungsquote über einen unendlichen Zeithorizont stabilisieren zu können. Im EU- (Euroland-) Durchschnitt bewegt sich die benötigte fiskalische Anpassung in einer Größenordnung von 1½ (1,2) Prozentpunkten des BIP. Dies bedeutet, dass der strukturelle Primärsaldo – der in den meisten Ländern derzeit ein großes Defizit aufweist (siehe Grafik 117) – dauerhaft um diese Größenordnung verbessert werden müsste, um die langfristige Tragfähigkeit der Staatsverschuldung sicherzustellen. In einigen größeren Eurostaaten (wie z.B. Belgien, den Niederlanden oder Deutschland) ist diese langfristige fiskalische Tragfähigkeitslücke sehr viel größer als der Eurozonen-Durchschnitt (siehe Grafik 117).

Finanzpolitische Perspektiven in den USA: Gesundheitsausgaben treiben Defizite in die Höhe

Bereits bevor die Biden-Regierung das USD 1,9 Bill. schwere Konjunkturpaket (ca. 9% des BIP im Jahr 2020) verabschiedete, hatte die Haushaltsbehörde des Kongresses der Vereinigten Staaten – das *Congressional Budget Office (CBO)* – in ihren Analysen aufgezeigt, dass die US-Staatsfinanzen auf der Bundesebene („*Federal finances*“) zunehmend untragbar geworden sind. Denn bei einer Fortführung des gegenwärtigen finanzpolitischen Kurses dürfte sowohl das öffentliche Haushaltsdefizit als auch die Staatsverschuldung (gemessen anhand der von der Öffentlichkeit gehaltenen Bundesschulden; „*Federal debt held by the public*“) von bereits hohen Ausgangsniveaus weiter stark ansteigen. In seiner jüngsten Fiskalanalyse legte das CBO langfristige Projektionen für den Haushalt und die Schulden der US-Bundesebene vor (siehe „The 2021 Long-Term Budget Outlook“). In der CBO-Analyse wurde in Rahmen eines Basis-Szenarios die mögliche Entwicklung der US-Bundesfinanzen und -schulden über die nächsten 30 Jahre (das heißt bis zum Jahr 2051) abgeschätzt. Das Basis-Szenario baut auf plausiblen makroökonomischen Annahmen zur US-Wirtschaft



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

über den vorgenannten Prognosezeitraum auf, wie z.B. auf Projektionen zur künftigen Wachstums-, Inflations-, Zins- und Arbeitsmarktentwicklung. Als Arbeitshypothese wird zudem unterstellt, dass sich die Haushaltspolitik nicht ändert, d.h. die aktuellen Gesetze zu Steuern und Staatsausgaben über den Prognosezeitraum unverändert bleiben.

Das CBO nimmt im Basis-Szenario unter anderem an, dass sich die Wachstumspotenzialrate der US-Wirtschaft im Zuge der Alterung der Bevölkerung geringfügig abschwächen wird (von heute 1,7% auf nur noch 1,5%) (siehe Grafik 120). Darüber hinaus geht das CBO davon aus, dass der durchschnittliche, auf die ausstehenden Staatsschulden zu zahlende Zinssatz ab Mitte der 2020er Jahre wieder ansteigen wird: von einem Tiefpunkt von 1,2% auf bis zu 4,5% im Jahr 2051 (siehe Grafik 121). Vor diesem Hintergrund dürfte die US-Staatsschuldenquote ab den 2030er Jahren sehr stark ansteigen (siehe Grafiken 119 und 122). Die US-Defizitquote dürfte in den kommenden drei Jahrzehnten auf der US-Bundesebene stark ansteigen. Nach einem zwischenzeitlichen Rückgang auf etwa 4,5% des BIP nach der Überwindung der Pandemie dürfte sich das Finanzierungsdefizit schließlich wieder bis zum Jahr 2051 auf 13,3% ausweiten (siehe Grafik 118).

USA: CBO-Projektionen für die US-Staatsanleiherenditen ...

121

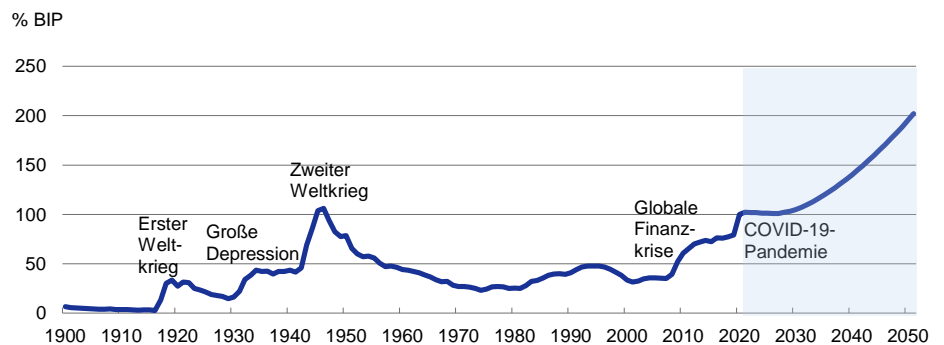
US-Staatsanleiherendite und impliziter Zinssatz, %



Quelle: Congressional Budget Office (CBO)

USA: Staatsverschuldung auf der Bundesebene (Federal debt held by the public)

122

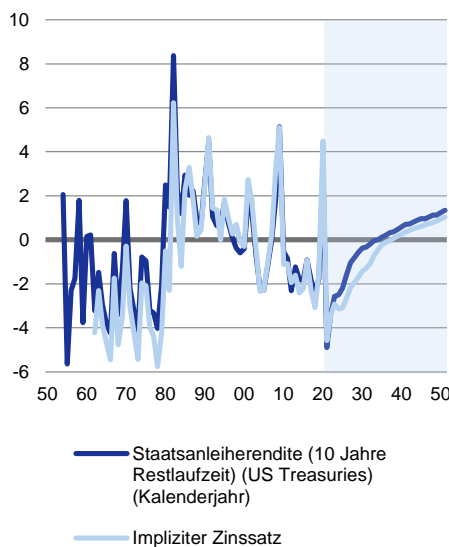


Quelle: Congressional Budget Office (CBO)

... und die Zins-Wachstumsdifferenz

123

Zins-Wachstumsdifferenz, Prozentpunkte



Quellen: Congressional Budget Office (CBO), Deutsche Bank Research

Die perspektivisch stark ansteigenden Haushaltsdefizite – die vor allem durch höhere Zinsausgaben befeuert werden dürften – führen in der Vorausschau dazu, dass die Staatsschuldenquote auf ein Allzeithoch von über 250% des BIP katapultiert wird, was im Vergleich zur heutigen Schuldenquote einer Verdoppelung gleichkäme (siehe Grafik 122). Die US-Bundesausgaben, die im Jahr 2020 mehr als 31% des BIP betragen und sich bis zu den Jahren 2022 und 2023 bei ungefähr 21% des BIP einpendeln sollten, geraten schließlich im weiteren Prognosezeitraum außer Kontrolle. Der prognostizierte, steile Anstieg der US-Bundesausgaben wird dabei hauptsächlich durch steigende Ausgaben für die bedeutenden Gesundheitsprogramme, die soziale Absicherung und nicht zuletzt die deutlich höheren Nettozinsausgaben hervorgerufen (wobei die ersten beiden Ausgabenposten größtenteils aufgrund der Alterung der Bevölkerung ansteigen). Laut den CBO-Projektionen dürften sich die zusammengefassten Staatsausgaben für diese drei Ausgabenkategorien im Prognosezeitraum ungefähr verdoppeln (von derzeit 12% auf ca. 24% des BIP) (siehe Grafik 124). Aufgrund dessen könnte der Anteil dieser drei Ausgabenposten an den gesamten US-Bundesausgaben bis zum Jahr 2051 auf mehr als 75% steigen, was dazu führen dürfte, dass andere Haushaltsposten (wie z.B. die Investitionsausgaben) nach und nach verdrängt werden (siehe Grafik 125).

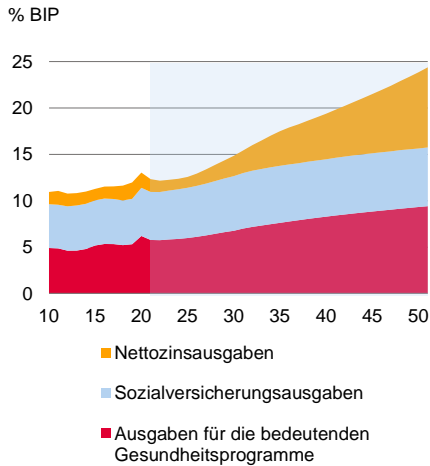
Solche langfristigen Haushaltsprojektionen sind selbstverständlich mit hohen Unsicherheiten behaftet, da sich wirtschaftliche Entwicklungen und Bedingungen ändern können und/oder die Regierung über die Zeit einen anderen haushaltspolitischen Kurs einschlagen könnte. Dennoch liefert die Analyse des CBO



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

USA: CBO-Projektionen für die Staatsausgaben auf der US-Bundesebene

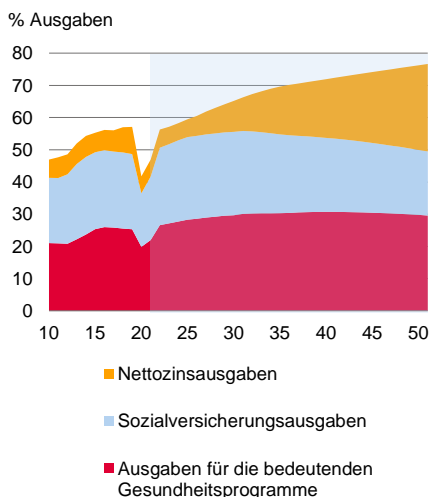
124



Quelle: Congressional Budget Office (CBO)

USA: CBO-Projektionen für die Staatsausgaben auf der US-Bundesebene

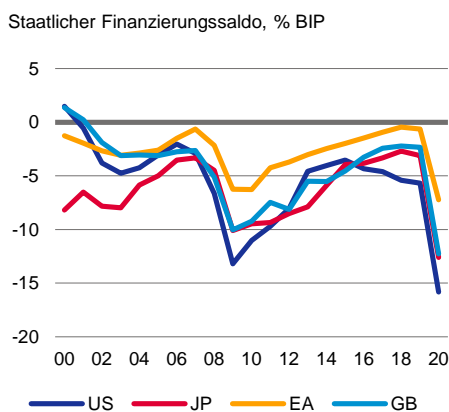
125



Quellen: Congressional Budget Office (CBO), Deutsche Bank Research

Die öffentlichen Haushaltsdefizite sind stark angewachsen ...

126



Quellen: AMECO, IWF WEO, Deutsche Bank Research

wichtige Erkenntnisse für die aktuelle Debatte zur Schuldenfähigkeit im Kontext des Niedrigzinsniveaus und einer alternden Bevölkerung. Erstens wird die voranschreitende Alterung der Bevölkerung zu einem zunehmenden finanzpolitischen Problem, da die Wachstumspotenzialrate nicht ausreichen dürfte, um den voraussichtlichen Anstieg der Gesundheitskosten und der Ausgaben für die soziale Sicherung zu finanzieren. Zweitens werden die Nettozinsausgaben des Staates nicht ewig so niedrig bleiben wie im Moment. Selbst unter der Annahme, dass die (realen) Zinssätze im weiteren Prognosezeitraum nur moderat ansteigen (auf Niveaus, die unterhalb der langfristigen Durchschnittswerte liegen), wird der von den höheren Zinsausgaben/Haushaltsdefiziten auf die Staatsschulden ausgehende Schneeballeffekt mit der Zeit derart groß, dass der Schuldenpfad außer Kontrolle gerät. Drittens kommt es in dem CBO-Basis-Szenario zu einer ganz eindeutig nicht tragfähigen Entwicklung der Staatsfinanzen, obwohl über einen langen Zeitraum innerhalb des Prognosezeitraums ein negatives Zins-Wachstumsdifferenzial unterstellt wird (siehe Grafik 123).

Und schließlich würde die US-Staatsverschuldungsquote auf der Bundesebene selbst unter erheblich günstigeren Wachstums- und Zinsannahmen einen explosionsartigen Verlauf nehmen. Im Falle einer höheren Produktivitäts- und damit BIP-Wachstumsrate (d.h. einer um +0,5% höheren Wachstumsrate der Totalen Faktorproduktivität gegenüber dem Basisszenario), würde die US-Staatsverschuldungsquote bis zum Jahr 2051 auf noch immer bedrohlich hohe 156% vom BIP ansteigen. Auch im Falle eines geringer ausgeprägten Zinsanstiegs (in Richtung 2,7% statt der im Basis-Szenario unterstellten 4,6%) würde die Staatsschuldenquote bis zum Jahr 2051 auf bis zu 160% des BIP in die Höhe schießen. Insgesamt zeigt die Analyse des CBO, dass eine dauerhaft nicht tragfähige Fiskalpolitik selbst in einem finanzpolitisch günstigen Umfeld mit Zinssätzen unterhalb der BIP-Wachstumsraten keine empfehlenswerte Option darstellt.

F. Kernbotschaften der Studie

Der Regimewechsel in der Fiskalpolitik wurde erst durch die sehr expansive Geldpolitik ermöglicht

Wie so oft in der Vergangenheit scheint das „neue“ geld- und fiskalpolitische Regime in den USA zu einer Art Vorbild für viele andere Staaten geworden zu sein, in der die Regierungen ihre Staatsausgaben massiv ausweiten und eine noch stärkere und aktivere Rolle im Wirtschaftsgeschehen einnehmen. Obwohl das Niedrigzinsumfeld dafür gesorgt hat, dass die Zinslasten der meisten Staaten – trotz steigender Verschuldung – noch immer in einem für die öffentlichen Haushalte tragbaren Rahmen geblieben sind, ist der gegenwärtige fiskalpolitische Kurs in vielen Ländern ganz eindeutig nicht mehr nachhaltig und somit auf Dauer fortzuführen. Darüber hinaus konnte diese nicht nachhaltige Verschuldungspolitik der Staaten bislang nur deswegen durchgehalten werden, weil sich die Geldpolitik ihrerseits auf einen ultra-expansiven und nicht nachhaltigen Pfad begeben hat. Der gegenwärtige Kurs in der Fiskalpolitik ist daher – wenn überhaupt – nur bei einer Fortführung der nicht nachhaltigen Geldpolitik aufrechtzuerhalten. Von dieser gehen aber wiederum nicht unerhebliche Risiken und Nebenwirkungen auf die Wirtschaft aus.

Die in vielen Ländern deutlich überbeanspruchten Staatsfinanzen haben im letzten Jahrzehnt nur deshalb zu keinen größeren Verwerfungen geführt, weil die Zentralbanken im Rahmen ihrer ultra-expansiven geldpolitischen Ausrichtung immer umfassendere und umfangreichere unkonventionelle Maßnahmen ergriffen haben. Die großen Zentralbanken – die immer mehr Staatsschulden in ihren Bilanzen halten – sind zunehmend an ihre geldpolitischen Grenzen gestoßen.

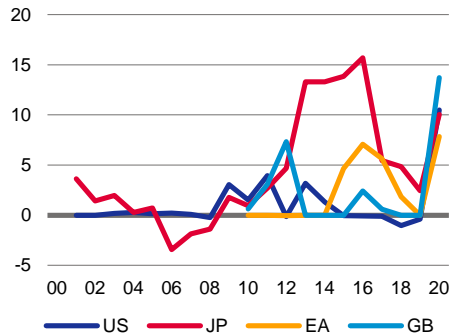


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

... und die Notenbanken haben viele Staatsschulden aufgekauft

127

Jährliche Ankäufe von Staatsschulden durch die Notenbanken*, % BIP



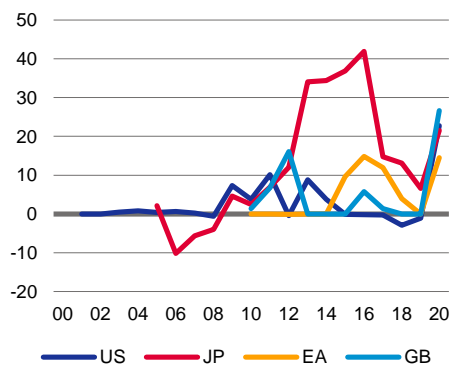
* siehe auch die Erläuterungen in Grafik 30.

Quellen: Zentralbanken, AMECO, IWF WEO, Haver Analytics, WEFA, Deutsche Bank Research

Jährliche Ankäufe von Staatsschulden* durch die Notenbanken

128

% Staatsausgaben



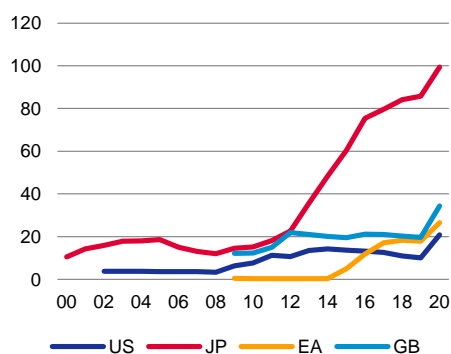
* Siehe auch die Erläuterungen in Grafik 30.

Quellen: Zentralbanken, AMECO, IWF WEO, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Kumulierte Ankäufe von Staatsschulden* durch die Notenbanken

129

% BIP



* Siehe auch die Erläuterungen in Grafik 30.

Quellen: Zentralbanken, AMECO, IWF WEO, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Mittlerweile sind sie in ihrer Rolle als Kreditgeber der letzten Instanz und *de facto* als Garant für die Stabilität der Staatsfinanzen kaum noch wegzudenken (siehe Grafiken 146-49). Aufgrund ihres großen Staatsanleihebesitzes sind sie mittlerweile zu den dominierenden Akteuren in den Staatsanleihemärkten geworden. In den USA liegen nunmehr ungefähr ein Fünftel der ausstehenden US-Staatsschulden in der Bilanz der Fed. In Japan liegt der entsprechende Vergleichswert sogar bei fast 45%. Aufgrund der hohen Staatsverschuldung und der Tatsache, dass die vorhandenen finanzpolitischen Puffer in den letzten Jahrzehnten weitestgehend ausgeschöpft worden sind, sind viele Staaten in einem hohen Maße darauf angewiesen, ihren großen Finanzbedarf auch weiterhin jederzeit und zu dauerhaft günstigen Konditionen an den Kreditmärkten decken zu können. Das Risiko, dass fiskalische Bedenken und Erwägungen letztlich eine entscheidende Rolle bei den geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbanken spielen könnten („fiskalische Dominanz“), lässt sich also nicht mehr wegdiskutieren.

Die nicht nachhaltige Politik dürfte entweder zu mehr Inflation oder neuen „Boom-bust“-Zyklen führen

Obwohl Zentralbanken die Verbraucherpreisinflation unter strukturellen Gesichtspunkten noch immer für zu niedrig halten, birgt eine Fortsetzung der nicht nachhaltigen Geld- und Fiskalpolitik erhebliche makroökonomische Risiken. Denn bei einem plötzlichen Anspringen der Inflationsrate und/oder steigenden Inflationserwartungen hätten die großen Zentralbanken einen schwierigen Balanceakt zu meistern. Zum einen wären sie gefordert, die Inflation wieder einzufangen und/oder die Inflationserwartungen zu stabilisieren. Auf der anderen Seite müssten sie aber auch weiterhin für eine ausreichend große geldpolitische Unterstützung für die hoch verschuldeten Staaten sorgen, damit es in diesen Ländern nicht zu einer Rezession, einem starken Anstieg der Risikoprämien und einer Staatsschuldenkrise kommt. Eine solch höhere – und für die Notenbanken und Staaten bedrohliche – Inflationsdynamik könnte z.B. über einen Abbau der während der Pandemie aufgestauten Konsumnachfrage und/oder ein plötzliches Überschießen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage (über das vorhandene Angebot) in Gang kommen. Aber auch ein Auslaufen der disinflationären Kräfte könnte die Inflation mittelfristig anschieben.

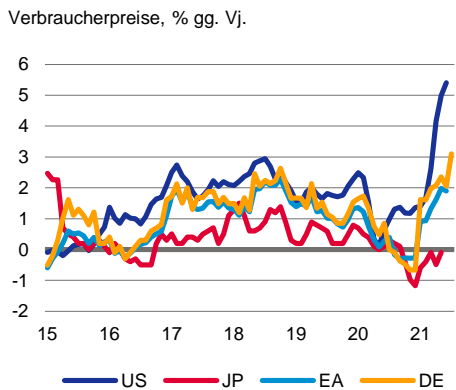
Der aktuelle Inflationssprung in den USA (auf bis zu 5,4% im Juni 2021) und in Deutschland (auf bis zu 3,8% bzw. 3,1% im Juli; in nationaler bzw. harmonisierter Betrachtung) (siehe Grafiken 130 und 131) wird derzeit kontrovers unter Ökonomen diskutiert. Es geht dabei um die Frage, ob die gegenwärtig höhere Inflation lediglich ein temporäres und durch Sondereffekte getriebenes Phänomen ist oder diese den Beginn einer neuen Ära mit einer strukturell (dauerhaft) höheren Inflation markiert. In einem aktuellen Artikel von DB Research gehen wir der Frage nach, wie hoch die Gefahren einer höheren Inflation und einer Rückkehr von „Boom-bust“-Zyklen in den nächsten Jahren sind (siehe „What’s in the tails? - Inflation: The defining macro story of this decade“). In einer weiteren Analyse haben wir uns das Inflationspotenzial für Deutschland genauer angeschaut (siehe „Nehmen die Inflationsrisiken in Deutschland tatsächlich zu? Oder machen wir uns wieder einmal umsonst verrückt?“).

In diesem Zusammenhang gehen weitere Risiken vom Bankensystem aus, welches hohe Bestände an Staatsschulden in der Bilanz hält („Staaten-Banken-Nexus“). Sollte es zu einer Neubewertung der staatlichen Zahlungsausfallrisiken und damit einem Anstieg der Risikoprämien/Staatsanleiherenditen kommen, würde dies Umbewertungsverluste im Bankensystem nach sich ziehen, die die makroökonomischen Probleme noch vertiefen dürften. Sollte die Inflation stärker anspringen als gedacht und die Zentralbanken sich nicht in der Lage sehen oder nicht willens sein, ihre Geldpolitik zu straffen (z.B. weil sie die negativen



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

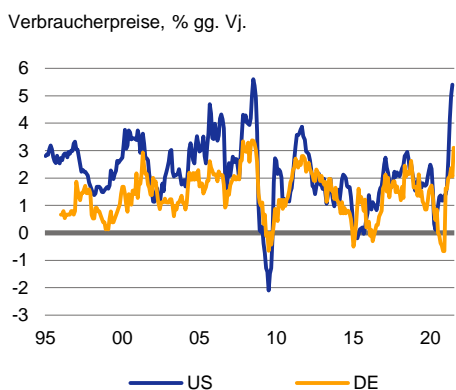
Die Inflationsraten sind in den USA und Deutschland deutlich angestiegen 130



Eurozone und Deutschland: Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)

Quellen: WEFA, Haver Analytics, OECD, Eurostat, Deutsche Bank Research

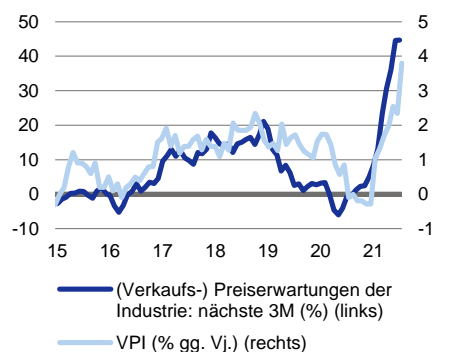
Entwicklung der Inflationsrate in den USA und Deutschland 131



Deutschland: Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)

Quellen: WEFA, Haver Analytics, OECD, Eurostat

DE: Verbraucherpreisindex (VPI) vs. Preisermutungen* der Industrie (Eurostat-Umfrage) 132



* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten

Quellen: Statistisches Bundesamt, Eurostat, Deutsche Bank Research

Auswirkungen auf die Staatsfinanzen oder die Makroökonomie fürchten), könnte das Zusammenspiel zwischen einer höheren Inflation und steigenden Inflationserwartungen unweigerlich zu einer tatsächlich stärkeren Inflationsdynamik führen. Sollten die Zentralbanken jedoch entschieden gegen die höhere Inflation ankämpfen, um so auch die Inflationserwartungen wieder zu stabilisieren, könnte dies einen Anstieg der Risikoprämien auf Staatsanleihen zur Folge haben und somit schlimmstenfalls eine Staatsschuldenkrise auslösen, die schließlich eine Sanierung der Staatsfinanzen unausweichlich machen und einen schmerzhaften Konsolidierungsprozess nach sich ziehen würde. In einem solchen für die Fiskalpolitik nachteiligen Szenario wären in besonderem Maße die hoch verschuldeten Staaten betroffen, die einen hohen wiederkehrenden Finanzierungsbedarf zu decken haben. Darüber hinaus sind jene Staaten, die große Teile ihrer ausstehenden Staatsschulden entweder in Fremdwährung(en) begeben haben und/oder sich in erheblichem Maße im Ausland (bei Nicht-Gebietsansässigen) verschuldet haben, besonders hohen Risiken ausgesetzt.

Insgesamt steht das aktuell vorliegende Gleichgewicht aus Niedrigzinsen/geringer Inflation und hoher Staatsverschuldung auf einem wackeligen Fundament. Zudem dürften die Stabilitätsrisiken immer weiter zunehmen, je länger die nicht tragfähige Geld- bzw. Fiskalpolitik fortgeführt wird. Wenn vorsichtige und weit-sichtige Finanzpolitiker die im gegenwärtigen *Status quo* bestehenden Stabilitätsrisiken internalisieren würden, müssten sie glaubhafte Schritte in Richtung einer wieder tragfähigeren Finanzpolitik einleiten, sobald die Corona-Krise ausgestanden ist. Insbesondere im Euroraum scheint der Trend jedoch in die genau entgegengesetzte Richtung zu gehen, wie man z.B. an der Schaffung des aus gemeinsamen EU-Schulden finanzierten EU-Wiederaufbaus erkennen kann. Die zunehmend größere politische Bereitschaft, eine gemeinsame Fiskalpolitik mit gemeinschaftlicher Risiko- und Haftungsteilung umzusetzen, birgt schließlich eine Reihe von Risiken. Denn einerseits wird dadurch das Subsidiaritätsprinzip ausgehöhlt und andererseits lädt eine solche gemeinsame Schulden- und Haftungspolitik regelrecht zu einem moralischen Fehlverhalten („*Moral hazard*“) ein und ermutigt die Staaten gerade nicht dazu, ihre nationale Fiskalpolitik solider und nachhaltiger aufzustellen.

Die Budgetbeschränkung greift auch weiterhin und eine nicht nachhaltige Geld- und Finanzpolitik hat ihren Preis

Obwohl das Niedrigzinsumfeld eindeutig dazu beiträgt, dass die Zinsbelastungen für die Staaten bisher noch tragbar geblieben sind, sind niedrige Zinsen nicht in Stein gemeißelt. Die Erfahrungen aus der Wirtschaftsgeschichte haben gelehrt, dass die Zinsen jederzeit abrupt ansteigen können und dass Staaten oftmals von günstigen Finanzierungsbedingungen profitierten ehe es zu größeren Haushaltskrisen gekommen ist. Die europäische Staatsschuldenkrise dient dafür als warnendes Beispiel (siehe Grafik 92). Regierungen, die das Niedrigzinsniveau in ihren Haushaltsplanungen auch für die ferne Zukunft fortschreiben, verfolgen einen mit hohen Risiken behafteten haushaltspolitischen Ansatz.

Eine solch kurzsichtige Fiskalpolitik birgt erhebliche Risiken für die Realwirtschaft und die Finanzmärkte. Daher sollten insbesondere die hoch verschuldeten Staaten die günstige Gelegenheit, die sich aus der aktuell negativen Zins-Wachstumsdifferenz ergibt, dazu nutzen, ihre Staatsfinanzen anhand eines geordneten und graduellen Konsolidierungskurses im Anschluss an die Pandemie wieder auf ein solideres Fundament zu stellen. Eine anschließende Haushaltskonsolidierung schließt im Übrigen keine höhere staatliche Investitionstätigkeit aus, die in einigen Bereichen angezeigt ist. Denn schließlich könnten die Regierungen die zur Finanzierung der höheren öffentlichen Investitionen notwendigen Finanzmittel (anstatt über neue Schulden) auch über eine klarere Prioritätensetzung in der Haushaltspolitik freimachen.

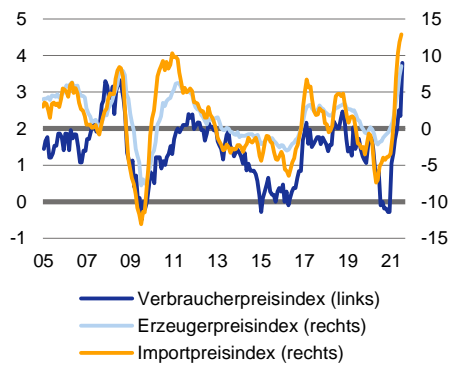


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

DE: Verbraucher-, Erzeuger- und Importpreisentwicklung

133

% gg. Vj.

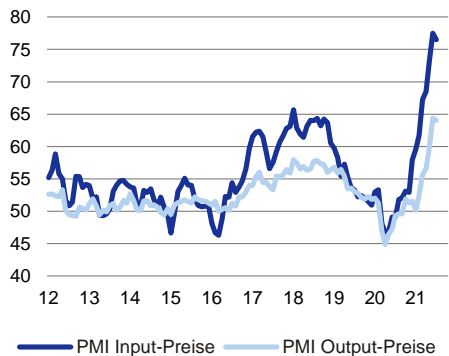


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

DE: Die Zahlen zum Einkaufsmanager-Index (PMI) signalisieren einen anhaltend hohen Preisdruck

134

Index (saisonbereinigt) (Verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungssektor)

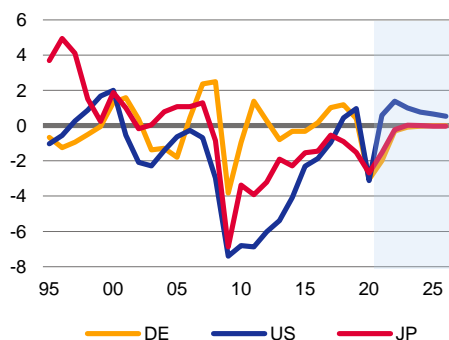


Quellen: IHS Markit, Deutsche Bank Research

Die US-Produktionlücke dürfte laut IWF-Prognosen schon in diesem Jahr wieder positiv werden

135

Produktionslücken, % Produktionspotenzial



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

Es gibt zahlreiche empirische Belege dafür, dass eine zu hohe Staatsverschuldungsquote negative wirtschaftliche Folgen nach sich ziehen kann. Im schlimmsten Fall kann sie einerseits zu einer Staatsschulden-, Banken- und/oder multiplen Finanzkrise führen oder sich zumindest (über eine Verdrängung der privaten Investitionen) als belastender Faktor für das Wirtschaftswachstum herausstellen. Aber selbst, wenn das gegenwärtige, für die Finanzpolitik äußerst günstige Niedrig-/Negativzinsumfeld noch eine Weile anhalten sollte, gehen mit der nicht nachhaltigen Geld- und Fiskalpolitik ökonomische Kosten einher, die sich bereits an anderen Stellen gezeigt haben.

In vielen großen Volkswirtschaften hat die nicht nachhaltige Fiskalpolitik bereits zu einer sehr hohen Steuerbelastung geführt, die erforderlich geworden ist, um zumindest einen Teil der höheren Staatsausgaben gegenzufinanzieren. Diese Steuerlast dürfte in vielen Staaten noch weiter ansteigen und somit zu einer zunehmenden Gefahr für den Arbeitsmarkt – also die Erwerbstätigkeit – werden, sofern es zu keinen Korrekturen in der Haushaltspolitik kommt. Darüber hinaus hat die hochgradig expansive Geldpolitik, die durch die nicht nachhaltige Fiskalpolitik zunehmend verfestigt werden könnte, bereits zu einer starken Vermögenspreisinflation geführt, welche die Einkommens- und Vermögensungleichheiten noch weiter verschärfen könnte.

Die fiskalischen Ressourcen sind immer noch endlich: Die Regierungen müssen klarere Budgetprioritäten setzen

Da die Steuerbelastung der heutigen und künftigen Steuerzahler nicht ins Unermessliche steigen kann – sofern man vor einem Rückgang der Erwerbstätigkeit, der Wirtschaftsleistung und somit des Wohlstandes zurückschreckt –, sind die fiskalischen Ressourcen noch immer endlich. Aus diesem Grund liegt es aus der Regierungssicht nahe, die Zusammensetzung des Staatshaushaltes wachstumsfreundlicher zu gestalten. In vielen großen Ländern stehen die Sozialausgaben bereits für den größten Teil der gesamten Staatsausgaben (mit einer steigenden Tendenz). Einen besonders großen Anteil nehmen dabei vor allem die staatlichen Ausgaben für die Alters- und Gesundheitsversorgung ein (insbesondere in vielen europäischen Staaten). Darüber hinaus dürften die alterungsbezogenen Staatsausgaben (z.B. für die Rente, die Gesundheit oder soziale Pflege) im Zuge der rapiden Alterung der Bevölkerung in erheblichem Maße weiter zunehmen, sodass diese mit der Zeit schließlich andere Ausgabenposten im Haushalt verdrängen könnten („soziale Dominanz“).

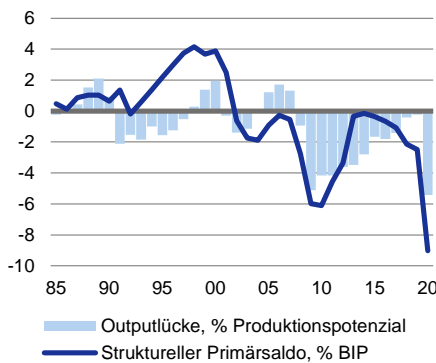
Daher führt in vielen Ländern kein Weg daran vorbei, die Staatshaushalte durch notwendige Strukturreformen in den sozialen Sicherungssystemen (Rente, Gesundheit und soziale Pflege) nachhaltiger aufzustellen. Eine naheliegende, jedoch politisch unpopuläre Maßnahme wäre es, die Lebensarbeitszeit der Menschen mit der (steigenden) Lebenserwartung zu verknüpfen und sich bei den staatlichen Sozialausgaben wieder stärker auf das Bedürftigkeitsprinzip zu besinnen. In den Ländern, in denen die Steuerbelastung (und die Ausgabenquote) noch relativ niedrig sind, könnten auch höhere Steuereinnahmen in Erwägung gezogen werden, um die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung wiederherzustellen. Solche Länder mit einer bereits hohen Steuerlast sollten sich jedoch vorwiegend darauf konzentrieren, fiskalische Spielräume über eine klarere Prioritätensetzung in der Ausgabenpolitik zurückzugewinnen.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

USA: Outputlücke vs. struktureller Primärsaldo des Staates

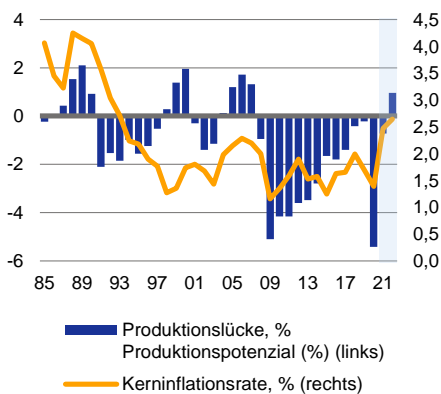
136



Quelle: OECD

USA: Produktionslücke vs. Kerninflation

137

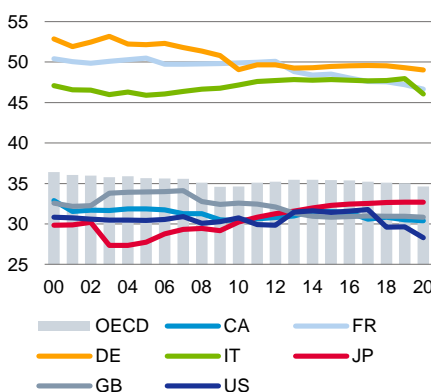


Quelle: OECD

OECD: Steuer- und Abgabenkeil für Einzelverdiener ohne Kinder*

138

% der Arbeitskosten



* mit einem Einkommensniveau von 100%
des durchschnittlichen Arbeitseinkommens

Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Staatliche Investitionsprogramme müssen ausgewogen bleiben und erfordern Verbesserungen bei den Angebotsbedingungen

Konjunkturprogramme haben in der aktuellen Krise ihre Daseinsberechtigung; deren Volumina müssen jedoch ausgewogen bleiben. Das jüngste US-Konjunkturprogramm hat Ängste geschürt, dass das Volumen des Pakets zu groß sein und es dadurch zu einer höheren Verbraucherpreis-inflation kommen könnte. Im Kontext der gestiegenen US-Inflationsrate hat *Lawrence H. Summers* bereits davor gewarnt, dass eine „Überhitzung – und nicht eine übermäßige Flaute – in den nächsten ein, zwei Jahren das dominierende Wirtschaftsrisiko für die USA darstellt“ (siehe den CNN-Artikel: „Larry Summers sends inflation warning to White House: Dominant risk to economy is 'overheating'“).

Ein allzu großer finanzpolitischer Impuls, der die momentan negative Output-Lücke übersteigt und damit in der kurzen Frist auf ein begrenztes Angebot trifft, würde unweigerlich zu Verdrängungseffekten führen. Selbst wenn es im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld zu keinen nennenswerten, klassischen Verdrängungseffekten kommen sollte (im Sinne eines durch höhere Zinsen ausgelösten Rückgangs der privaten Investitionstätigkeit), dürfte es zumindest zu entsprechenden Verdrängungseffekten bei den real verfügbaren – und kurzfristig begrenzten – Ressourcen wie den Arbeitskräften, Rohstoffen und Sachkapital kommen.

Insbesondere in den schnell alternden Volkswirtschaften, in denen der Fachkräftemangel schon heute ein drängendes Problem darstellt, wäre ein allzu großes und überambitioniertes öffentliches Investitionsprogramm ohne begleitende Reformen auf der Angebotsseite (die z.B. die Arbeitsanreize über eine längere Wochen- oder Lebensarbeitszeit stärken) nicht erfolgversprechend. Aus den Erfahrungen der Geschichte wissen wir zudem, dass der Staat nicht der bessere Unternehmer ist. Deswegen sollten die staatlichen Markteingriffe und Aktivitäten auf diejenigen Bereiche begrenzt bleiben, in denen sie unbedingt erforderlich sind (wie z.B. bei der Existenz natürlicher Monopole und/oder dem Vorliegen von Marktversagen). Das freie Spiel der Marktkräfte bleibt dabei eine Grundvoraussetzung, um den wirtschaftlichen Wohlstand zu wahren oder weiter mehr zu können. Dazu gehören Marktpreise, die sich beim Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage frei einstellen können, und deren zentrale Funktion darin besteht, existierende Angebotsengpässe/-überschüsse in den Wirtschaftsbereichen anzuzeigen. Heutzutage sind daher oftmals nicht mehr, sondern weniger staatliche Eingriffe gefragt. In jedem Fall sollten zusätzliche bzw. stärkere Staatseingriffe immer wohlüberlegt sein. Ebenso sollten die mit den Staatseingriffen verbundenen, für den Privatsektor einhergehenden, negativen Nebenwirkungen mit bedacht werden.

Eine zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums betriebene Fiskalpolitik stößt unweigerlich an (natürliche) Grenzen

Für den effektiven Einsatz geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen zur Förderung des Wirtschaftswachstums gibt es unweigerlich Grenzen. Ein allzu großes und blindes Vertrauen in die Wirksamkeit aktiver staatlicher Investitionspolitik kann zu einer erheblichen Fehlallokation von Steuergeldern führen. Der aktuelle Zeitgeist, groß angelegte öffentliche Investitionsprogramme als einfaches Mittel zur Lösung sämtlicher wirtschaftlicher, politischer, sozialer oder ökologischer Probleme zu betrachten, kann daher problematisch werden. Es lässt sich nicht abzustreiten, dass die Staaten in der Wirtschafts-, Sozial- und Umweltpolitik vor großen Herausforderungen stehen. Aus diesen Gründen sind auch höhere öffentliche „Investitionen“ in Bildung, Forschung und Entwicklung sowie die Digitalisierung und die Dekarbonisierung der Wirtschaft nötig, um das Wachstumspotenzial zu stärken und den digitalen und ökologischen Wandel voranzubringen.

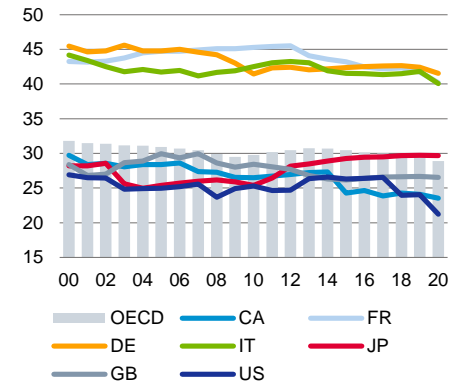


Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

OECD: Steuer- und Abgabenkeil für Familien mit Kindern*

139

% der Arbeitskosten



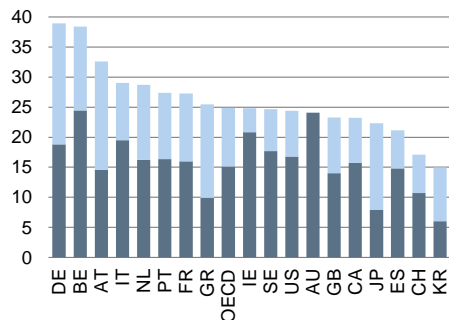
* Verheirateter Doppelverdienerhaushalt mit zwei Kindern, wobei ein Partner 100% und der andere 67% des durchschnittlichen Arbeitseinkommens verdient.

Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

OECD: Steuer- und Abgabenbelastung für Arbeitnehmer (2020)

140

% der Bruttoverdienste der Arbeitnehmer



■ Sozialversicherungsbeiträge der Arbeitnehmer auf das Arbeitseinkommen
■ Einkommensteuer der Arbeitnehmer auf das Arbeitseinkommen

* Für einen Einzelverdiener ohne Kinder mit einem Einkommensniveau in Höhe von 100% des Durchschnittseinkommens.

Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Dennoch ist es ein Irrglaube davon auszugehen, dass dieser Wandel (mindestens in der Übergangsphase) keinerlei oder kaum fiskalische, ökonomische und soziale Kosten verursachen wird. Aufgrund der mit der Transformation verbundenen, hohen wirtschaftlichen Kosten sind ein wohlabgestimmter Ansatz bzw. in sich stimmige Rahmenbedingungen von entscheidender Bedeutung, um die Transformation zu den geringstmöglichen wirtschaftlichen Kosten meistern zu können. Grundsätzlich sollte für die Regierungen gelten, dass die staatlichen Investitionsentscheidungen auf der Grundlage einer profunden Kosten-Nutzen- bzw. Bedarfsanalyse getroffen werden. Vor diesem Hintergrund kann man auch den gegenwärtigen, im Rahmen des Bundestagswahlkampfes zu beobachtenden Überbietungswettbewerb der politischen Parteien mit Blick auf eine vielfach gewünschte staatliche Investitionsoffensive kritisch sehen. Schlussendlich sind aus einer Investitionsperspektive der Wirtschaft und Bürger nicht die von den Parteien im Wahlkampf ausgerufenen Investitionssummen („Schaufenstersummen“) entscheidend, sondern vielmehr der tatsächliche, realistischere vorhandene und zu befriedigende Investitionsbedarf der Volkswirtschaft.

Wenn öffentliche Investitionsausgaben aber künftig nur noch nach Maßgaben politischer Zielsetzungen (politischer Wirtschaftspläne) durchgeführt werden sollen, sind Fehlallokationen, Missbrauch und Verschwendung öffentlicher Steuergelder Tür und Tor geöffnet und somit ein Einkommens- und Wohlstandsverlust vorprogrammiert. Um nachteilige „Boom-bust“-Wirtschaftszyklen zu verhindern, ist es von äußerster Wichtigkeit, dass die öffentliche Investitionstätigkeit nicht statisch, sondern in einem dynamischen Prozess abläuft. Staatliche Investitionsentscheidungen sollten dabei auf der Grundlage eines regelmäßigen Überwachungs- und Steuerungsprozesses stattfinden: D.h. Haushaltsmittel, die für ihre eigentlich vorgesehenen Zwecke nicht abgerufen bzw. benötigt worden sind, sollten entweder in andere unterfinanzierte Bereiche umgeleitet werden, bei denen zusätzliche Investitionsmaßnahmen von Nutzen sind. Trifft dies aber nicht zu, sollten die überschüssigen Budgetmittel einfach eingespart werden oder dazu genutzt werden, angebotsstärkende Steuererleichterungen zu finanzieren.

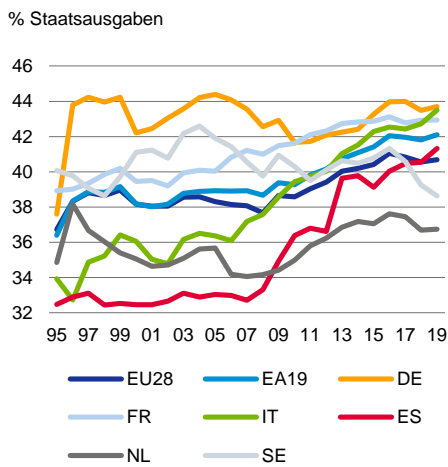
Große Staaten haben eine Vorbildfunktion für kleinere Staaten

Die sehr großen US-Konjunkturprogramme haben zunehmend die fiskalpolitische Debatte außerhalb der USA beeinflusst. Das liegt unter anderem an der herausragenden Rolle und Bedeutung der US-Wirtschaft für die Weltwirtschaft und die globalen Kapitalmärkte. In gewisser Weise erhöht jedes zusätzliche US-Konjunkturprogramm den Druck auf die anderen Staaten, es den USA gleichzutun, da diese Länder ansonsten befürchten könnten, gegenüber den USA in puncto internationaler Wettbewerbsfähigkeit zurückzufallen. Wenn die deutsche Bundesregierung auch über die Pandemie hinaus eine nicht nachhaltige Fiskalpolitik verfolgt, indem sie z.B. weiterhin die von der Schuldenbremse des Bundes eingezogenen Haushaltsgrenzen außer Kraft setzt, ist es nicht unwahrscheinlich, dass andere fiskalisch schwächere europäische Länder dem deutschen Beispiel folgen werden. Dies könnte schließlich nicht nur in Deutschland, sondern auch anderen europäischen Staaten die fiskalpolitische Glaubwürdigkeit und Verlässlichkeit beschädigen. Aus der Vergangenheit wissen wir nur allzu gut, wohin ein solcher Weg im schlimmsten Fall führen kann. Von den Verstößen Deutschlands und Frankreichs gegen die Regeln des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts (SGP) in den Jahren 2002/03 gingen mit Sicherheit keine positiven Signale für eine umsichtige bzw. disziplinierende Fiskalpolitik im Rest der Eurozone aus. Mit Ausbruch der europäischen Staatsschuldenkrise waren schließlich Deutschland und Frankreich dazu gezwungen, an der Einführung umfassender europäischer Rettungsprogramme und -mechanismen mitzuwirken, um letztlich eine Kettenreaktion an staatlichen Zahlungsausfällen in der Eurozone zu verhindern.



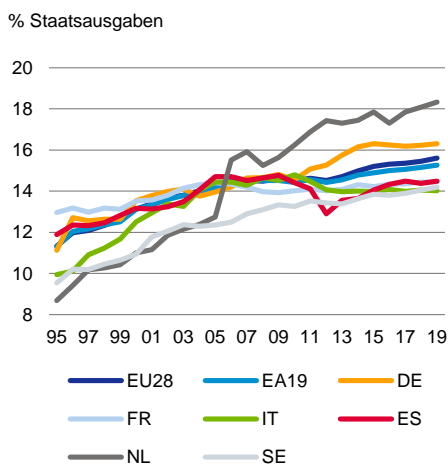
Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

EU: Ausgaben für die soziale Sicherung 141



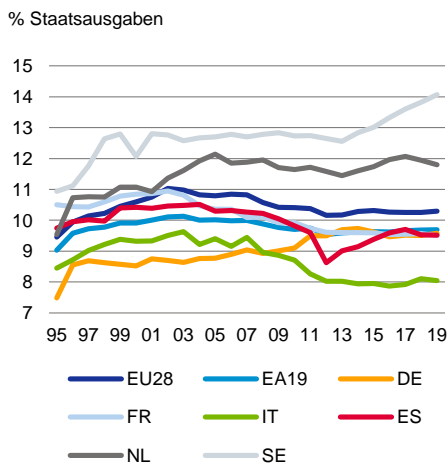
Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

EU: Gesundheitsausgaben 142



Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

EU: Bildungsausgaben 143



Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

Wenn Regierungen – sei es in den USA, Deutschland, Europa oder anderen Teilen der Welt – weiterhin die Grenzen der Fiskalpolitik ignorieren, dürfte dies entweder zu einer strukturell höheren Inflation, wirtschaftlich schmerzhaften „Boom-bust“-Zyklen oder einem allmählich sinkenden Wirtschaftswachstum führen. Wenn die Staaten nicht willens sind, ihre fiskalischen Puffer wieder aufzufüllen und die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung wiederherzustellen, könnte es trotz des aktuell niedrigen Zinsniveaus sehr viel eher zu einer größeren Vertrauenskrise bzw. Staatsschuldenkrise kommen, als die meisten Beobachter derzeit zu glauben wagen. Denn die Geschichte lehrt auch, dass die nächste große Wirtschafts-/Finanzkrise mit hoher Sicherheit kommen wird. Ungewiss bleibt nur, wann genau sie eintreten wird.

Schlussendlich sollten die Staaten nur solche öffentliche Investitionen anstoßen, die unter einer volkswirtschaftlichen Nutzenbetrachtung vernünftig und profitabel sind. Um zu verhindern, dass öffentliche Steuergelder über höhere Investitionspreise verpuffen, sollte der Umfang der öffentlichen Investitionsoffensive in einem realistischen und ausgewogenen Rahmen bleiben. Nicht eine kurzfristig und auf große Summen setzende Investitionspolitik, sondern vielmehr eine an Kosten-Nutzen-Überlegungen ansetzende und zeitversetigende Investitionspolitik sollte das Ziel sein. Denn dann dürften sich die Investitionen nicht nur für die heutigen, sondern auch die künftigen Generationen auszahlen. Notwendige öffentliche Infrastrukturinvestitionen – sofern sie gut geplant und umgesetzt werden – dürften sich langfristig positiv für die Volkswirtschaft auszahlen. Darüber hinaus kann der dringend erforderliche – und mit erheblichen Herausforderungen verbundene – digitale und grüne Strukturwandel nur über entsprechende Investitionen in diesen Bereichen bewältigt werden. Das derzeit (noch) niedrige Zinsumfeld stellt für die Staaten eine günstige Gelegenheit dar, den erforderlichen öffentlichen (Infrastruktur-) Investitionsbedarf zu bezahlbaren Finanzierungsbedingungen zu decken. Dennoch darf die Fiskalpolitik mit Blick auf die Modernisierungsoffensive nicht nur einseitig die Nachfrageseite betrachten, sondern muss vielmehr auch die dazu erforderlichen Angebotsbedingungen verbessern. Eine staatliche Fiskal-/Investitionspolitik, welche die bestehenden angebotsseitigen Probleme ausblendet, wird nicht halten können, was sie verspricht. Denn eine vernachlässigte Angebotsseite könnte schlichtweg nicht mit der deutlich höheren Nachfrage Schritt halten, sodass es in diesem Fall bei den realen Ressourcen (wie z.B. Facharbeitern) zu Verdrängungseffekten und damit einer Preissteigerung kommen dürfte.

Auch wenn der EU-Wiederaufbauplan große Produktivitätschancen für die Mitgliedstaaten eröffnet und damit das Potenzialwachstum in der Eurozone stärken könnte, bleibt er alles andere als ein Selbstläufer. Die Erfahrung mit niedrigen Absorptionsraten in der EU – vor allem in den beiden Ländern, die in absoluten Eurobeträgen die voraussichtlich höchsten nicht rückzahlbaren Zuschüsse erhalten dürfen (Italien und Spanien) (siehe Grafik 104) – verdeutlicht, dass die politischen Entscheidungsträger auch an verbesserten Angebotsbedingungen in der Wirtschaft und effizienteren Prozessen in der öffentlichen Verwaltung arbeiten müssen, um zu einer schnelleren Ausschöpfung dieser Finanzmittel gelangen zu können.

In diesem Kontext warnt schließlich *Zsolt Darvas* vom *Bruegel Thinktank* in einem [Blogpost](#), dass „die Inanspruchnahme von EU-Mitteln in der Regel langsam ist und manche Länder damit Probleme haben könnten, das [Geld] auszugeben, was sie bekommen können“. Er rät daher, dass „der Fokus auf sinnvollen Ausgaben liegen sollte und nicht nur auf der Ausschöpfung von EU-Mitteln“. Aus unserer Sicht sollten die großen Länder wie z.B. die USA oder Deutschland nicht nur in puncto nachhaltige Fiskalpolitik, sondern auch bei der effektiven und effizienten Planung sowie Umsetzung sinnvoller Infrastrukturinvestitionen – die zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums notwendig sind – mit entsprechend gutem Beispiel vorangehen.



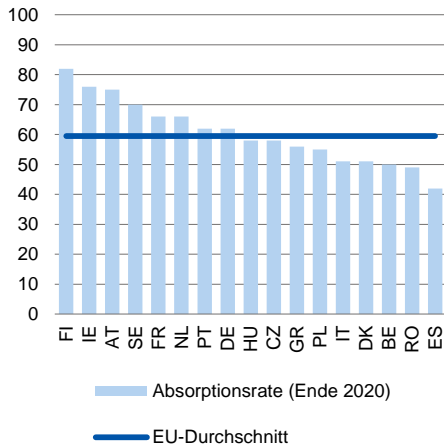
Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

G. Fazit

EU: Absorptionsraten der Finanzmittel aus dem Europäischen Struktur- und Investitionsfonds* (2014-20)

144

Absorptionsrate (Ende 2020), %



* European Structural and Investment Funds (ESIF)

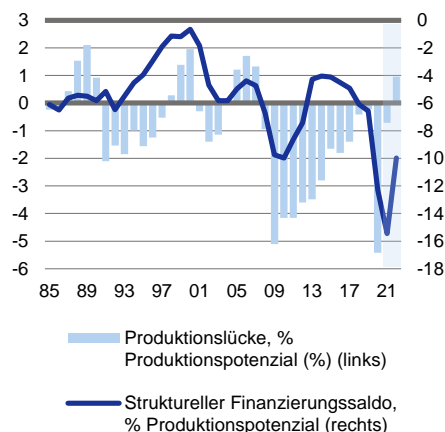
Quellen: Europäische Kommission (European Structural and Investment Funds), Deutsche Bank Research

Die Corona-Pandemie hat zu einem massiven, weltweiten Schock für die öffentlichen Finanzen geführt, der sich in einem starken Anstieg der Haushaltsdefizite und Staatsverschuldung gezeigt hat. Zur Bekämpfung der Gesundheits- und Wirtschaftskrise haben die Staaten weltweit ihre Haushaltsschleusen geöffnet. Infolgedessen sind die Staatsschuldenquoten massiv angestiegen und haben daraufhin in vielen Volkswirtschaften neue – zu Friedenszeiten noch nie dagewesene – Rekordwerte erreicht. Auch wenn ein entschiedenes Einschreiten der Finanzpolitik wohl unvermeidlich war, hat der Trend zu immer höheren öffentlichen Haushaltsdefiziten und Staatsschulden mittlerweile besorgniserregende Ausmaße angenommen. In der Tat haben sich die Defizit- und Staatsschuldenquoten in vielen Ländern mit jeder Krise immer weiter erhöht. Darüber hinaus rächen sich nunmehr die in vielen großen Volkswirtschaften – aufgrund einer gewissen Reformmüdigkeit – unterlassenen Strukturreformen sowie ein grundsätzlich zu lockerer finanzpolitischer Kurs in der Vor-Corona-Zeit. In vielen hoch verschuldeten Ländern scheinen die Staatsfinanzen nicht mehr tragfähig zu sein. Angesichts der Tatsache, dass die finanzpolitischen Puffer in der aktuellen Krise weitestgehend ausgeschöpft worden sind – und in dem Bewusstsein, dass der zeitliche Abstand von einer zur nächsten Krise immer kürzer geworden ist –, haben die meisten Staaten augenscheinlich gar keine andere Wahl, als die öffentlichen Finanzen im Nachgang an die Pandemie zu konsolidieren und die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung wiederherzustellen.

Aufgrund der schwachen Wachstumsaussichten kommt die Sanierung der Staatsfinanzen in den hoch verschuldeten Staaten jedoch einer Herkulesaufgabe gleich. Aber auch niedriger verschuldete Staaten (wie z.B. Deutschland) stehen Demografie-bedingt vor enormen Herausforderungen. Um das Wachstum der Sozialausgaben unter Kontrolle zu halten und die Arbeitsanreize zu stärken, müssten diese Staaten mehr Haushaltsmittel in produktive Ausgabebereiche lenken und gleichzeitig die erforderlichen Strukturreformen anpacken. In den moderat verschuldeten Ländern könnten produktivitäts-/wachstumsfördernde öffentliche Investitionen zumindest einen Beitrag dazu leisten, wieder aus den Schulden herauszuwachsen.

USA: Produktionslücke vs. struktureller Finanzierungssaldo des Staates

145



Quelle: OECD

Die Rekordverschuldung konnte bislang nur dank der Niedrigzinsen und der *de facto* Monetarisierung von Staatsschulden durch die Notenbanken unter Kontrolle gehalten werden (siehe Grafiken 146-49). Das aktuelle Gleichgewicht aus niedrigen Zinsen und hohen Staatsschulden bleibt ein fragiles Gebilde, welches in ganz entscheidender Weise eine weiterhin niedrige Inflationsdynamik voraussetzt. Sollte die Inflation dauerhaft nach oben schießen und die Zentralbanken nicht entsprechend gegensteuern, könnte die Preisdynamik außer Kontrolle geraten. Sollten die Zentralbanken jedoch allzu kräftig auf das Bremspedal treten, könnten steigende Risikoprämien schlimmstenfalls eine Schuldenkrise auslösen und einen schmerzhaften Anpassungsprozess erzwingen.

Inspiziert vom US-„XXL“-Fiskalvorstoß erleben wir derzeit im deutschen Bundestagswahlkampf einen regelrechten Überbietungswettbewerb mit Blick auf die staatlichen Investitionen. Der aktuelle Zeitgeist, in schuldenfinanzierten Investitionen ein Allheilmittel für alle gesellschaftlichen Probleme zu sehen, ist problematisch. Damit soll keineswegs der Nutzen produktivitätsfördernder Investitionen (wie z.B. in die Digitalisierung) infrage gestellt werden. Allerdings sollte bedacht werden, dass eine solche Investitionsoffensive nur gelingen kann, wenn sie sukzessive und mit Maß und Mitte erfolgt und die dafür erforderlichen Angebotsbedingungen in der Wirtschaft verbessert werden. Anderenfalls riskieren wir, gerade mit Blick auf den bevorstehenden demografischen Wandel, die gleichen Fehler wie in den 1970er Jahren zu begehen, die zur Stagflation führten.

Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)



H. Anhang: Wirtschaftstheoretische Aspekte zur Fiskalpolitik und Staatsverschuldung

Ein Blick in die Geschichte der Wirtschaftswissenschaften zeigt, dass sich die vorherrschende Meinung zur Wirtschaftspolitik im Allgemeinen – und der Rolle der Fiskalpolitik bzw. Staatsverschuldung im Besonderen – mit der Zeit fortlaufend verändert hat, genauso wie sich auch die vorherrschenden Wirtschaftstheorien über die Zeit weiterentwickelt haben. Die Einschätzungen zu der Frage, welche Rolle die Fiskalpolitik allgemein einnehmen sollte, hängen sehr stark von der jeweiligen wirtschaftstheoretischen Betrachtungsweise zu den Kosten und Nutzen der öffentlichen Verschuldung ab.

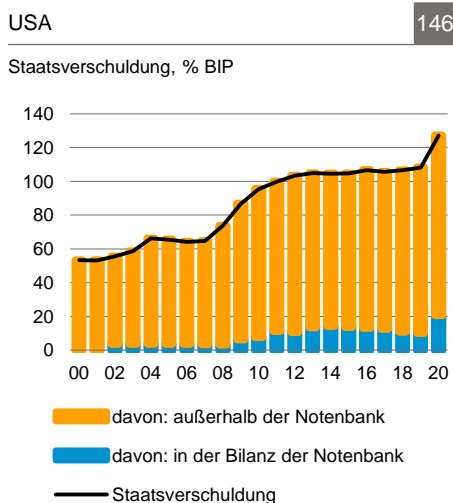
In der **neoklassischen Theorie** führt eine schuldenfinanzierte Haushaltspolitik entweder zu (a) einem niedrigeren künftigen Produktions- und Einkommensniveau, weil der dadurch ausgelöste Zinsanstieg zu einer Verdrängung privater Investitionen und einem fortan niedrigeren privaten Kapitalstock führt und/oder zu (b) einem niedrigeren Volkseinkommen, das sich aus einer Verschlechterung der Außenbilanz ergibt, weil der Staat die auf seine Auslandsschulden zu leistenden Zinsausgaben an Nicht-Gebietsansässige transferieren muss. Diese beiden – von einer höheren Staatsverschuldung auf Produktion und/oder Einkommen ausgelöst – negativen Effekte treten in der Theorie jedoch nur dann auf, wenn das sogenannte „*Ricardianische Äquivalenztheorem*“ nicht gilt, d.h. keine „*Schuldenneutralität*“ vorliegt.

Gemäß der „*Ricardianischen Äquivalenz*“ würde nämlich ein höheres öffentliches Haushaltsdefizit (d.h. ein höherer staatlicher Finanzierungsbedarf) und ein dadurch ausgelöster Schuldenanstieg vollständig über einen proportionalen Anstieg der privaten Ersparnisse gegenfinanziert werden, da die aktuelle Generation aufgrund inhärenter altruistischer Motive ihren privaten Konsum entsprechend einschränken würde. Tatsächlich verwarf der klassische Ökonom *David Ricardo*, der dieses Theorem entwickelte, selbiges später als nicht plausibel. Im Großen und Ganzen wird in der Neoklassik angenommen, dass ein dauerhafter Anstieg der öffentlichen Schulden schädlich für das künftige Produktions- und Einkommensniveau ist und es somit zu einer Einkommensumverteilung zwischen den Generationen kommt, von der die aktuelle Generation zulasten künftiger Generationen profitiert („Ausnutzung künftiger Generationen“).

In der **keynesianischen Wirtschaftstheorie** nimmt die Fiskalpolitik (bzw. die öffentliche Verschuldung) eine Schlüsselrolle in der aktiven Wirtschaftspolitik ein, da sie einen Staat in die Lage versetzt, eine unter Nachfrageschwäche leidende (d.h. unterausgelastete) Volkswirtschaft zum neuen gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht zurück zu verhelfen. In einem solchen Fall wird einer defizitbetriebs-/schuldenfinanzierten expansiven Fiskalpolitik die Hauptrolle zuteil, da diese es schließlich ermöglicht, die schwache Nachfrage wieder anzukurbeln und zurück auf das höhere gesamtwirtschaftliche Angebotsniveau zu hieven.

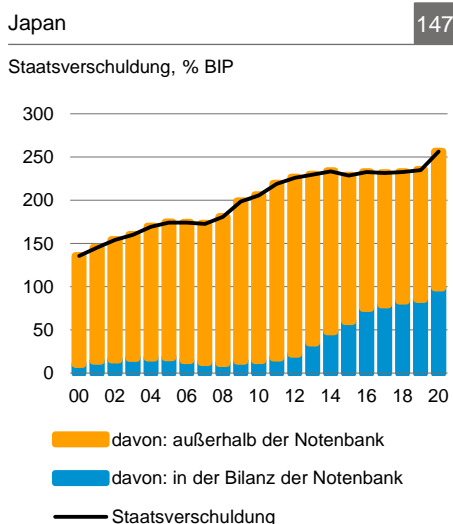
Die neoklassische Theorie geht davon aus, dass sich bei freien Märkten (charakterisiert durch rationales Verhalten, einen vollständigen Wettbewerb, Gewinn- und Nutzenmaximierung von Produzenten und Konsumenten sowie keine Lohn- und Preisrigiditäten) ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht automatisch einstellt. Während es in der Neoklassik daher auch keine unfreiwillige Arbeitslosigkeit gibt, geben keynesianische Ökonomen zu bedenken, dass Nachfrageschocks (wie z.B. die Große Depression) eine Volkswirtschaft für einen ziemlich langen Zeitraum unter ihr Produktionspotenzial drücken können.

Aus diesem Grund führt eine gesamtwirtschaftliche Nachfrageschwäche auch zu einer unfreiwilligen Arbeitslosigkeit, die für eine sehr lange Zeit fortbestehen kann („auf lange Sicht sind wir alle tot“), sofern die Regierung und/oder die Zentralbank nicht über eine antizyklische (d.h. expansive) Fiskal- und Geldpolitik ge-



Staatsverschuldung: IWF-Zeitreihe.
In der Bilanz der Notenbank gehaltene Staatsschulden:
Siehe auch die Erläuterungen in Grafik 30.

Quellen: Federal Reserve, IWF WEO, WEFA,
Deutsche Bank Research



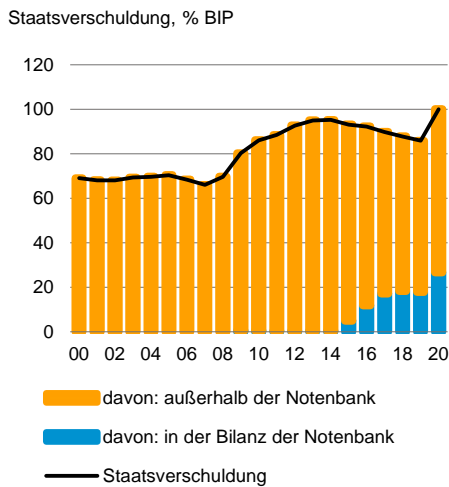
Staatsverschuldung: IWF-Zeitreihe.
In der Bilanz der Notenbank gehaltene Staatsschulden:
Siehe auch die Erläuterungen in Grafik 30.

Quellen: Bank von Japan, IWF WEO, WEFA,
Deutsche Bank Research



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?

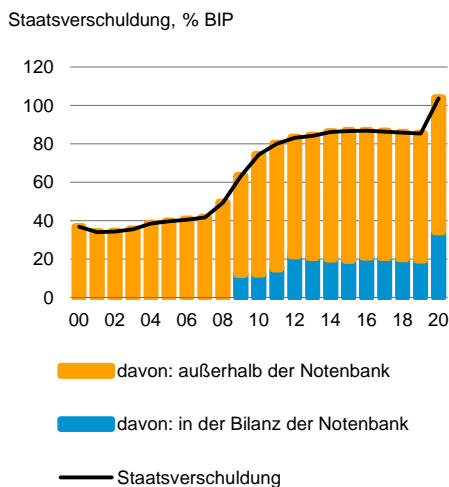
Eurozone 148



Staatsverschuldung: Eurostat/AMECO-Zeitreihe.
In der Bilanz der Notenbank gehaltene Staatsschulden:
Siehe auch die Erläuterungen in Grafik 30.

Quellen: EZB, Eurostat, AMECO, Haver Analytics,
Deutsche Bank Research

Vereinigtes Königreich 149



Staatsverschuldung: IWF-Zeitreihe.
In der Bilanz der Notenbank gehaltene Staatsschulden:
Siehe auch die Erläuterungen in Grafik 30.

Quellen: Bank von England, IWF WEO, Haver Analytics,
Deutsche Bank Research

gensteuern würde(n). Obwohl eine expansive Fiskalpolitik auch in der keynesianischen Wirtschaftstheorie zu einer teilweisen Verdrängung privater Investitionen führen kann, werden die daraus entstehenden Nachteile durch die aus dem fiskalischen Multiplikator-Effekt entstehenden Vorteile (d.h. durch ein höheres Einkommensniveau) überkompensiert.

Die gegenwärtig vorherrschenden Wirtschaftstheorien betrachten die volkswirtschaftlichen Prozesse auf eine deutlich differenziertere Art und Weise. Der sogenannte **Neukeynesianismus**, der heute zum makroökonomischen Mainstream gehört, baut sein Theoriegebäude sowohl auf keynesianischen (hauptsächlich kurzfristigen) als auch neoklassischen (hauptsächlich langfristigen) Elementen auf. Im Neukeynesianismus ist es zunächst einmal die Aufgabe der Geldpolitik – der eine besondere Wirksamkeit zugeschrieben wird –, den Konjunkturverlauf zu steuern (und nicht der Fiskalpolitik, wie von Keynes postuliert). Ihre Gegenspieler, die Verfechter des **Postkeynesianismus** oder der sogenannten **Modern Monetary Theory (MMT)**, betonen deutlich stärker die Rolle der Fiskalpolitik.

In der MMT wird die Fiskal- und Geldpolitik im Grunde genommen als ein und dasselbe betrachtet. Ferner postuliert sie, dass der Staat die Fiskalpolitik als Hauptwerkzeug dazu einzusetzen sollte, Vollbeschäftigung zu erreichen und die Inflation unter Kontrolle zu halten („*Functional finance*“) (siehe auch eine kritische Diskussion der MMT von *Michael Krause und Thomas A. Lubik vom Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität zu Köln (iwp)*). Eine zentrale Annahme der MMT ist, dass der Staat grundsätzlich nicht zahlungsunfähig werden kann, solange er seine Haushaltsdefizite und Staatsschulden in eigener Währung finanziert bzw. denominiert, da er die heimische Währung bei Bedarf selbst schaffen kann. Der effektive Einsatz der Fiskalpolitik zur Förderung des Wirtschaftswachstums wird lediglich durch die Inflation eingeschränkt.

Eine zentrale Schwäche der MMT ist ihre stark mechanisch ausgerichtete Betrachtungsweise im Rahmen von Bilanzbeziehungen bzw. Buchführungsprozessen. Ebenso werden die von einer solchen Wirtschaftspolitik ausgehenden (negativen) Auswirkungen auf das Anreiz- und Vermeidungsverhalten der Wirtschaftssubjekte (Haushalte, Unternehmen) nicht ausreichend berücksichtigt. Obwohl es richtig sein mag, dass ein Staat nicht zahlungsunfähig werden kann, sofern er seine Schulden ausschließlich in seiner eigenen (jederzeit „nachdruckbaren“) Währung aufgenommen hat, ignoriert die MMT die Tatsache, dass die privaten Haushalte und Unternehmen die nationale Währung nur dann verwenden wollten, wenn sie in deren Werthaltigkeit vertrauen. Es gibt viele Länderbeispiele, die gezeigt haben, dass eine durch MMT inspirierte und über Gebühr beanspruchte Fiskalpolitik oftmals in einer hohen Inflation, Währungsabwertung und wirtschaftlichen Turbulenzen mündet und letztlich das Entstehen von Parallelwährungen befördert.



Die Rückkehr massiver Staatsausgaben: Wird dieses Mal wirklich alles anders?



Deutschland-Monitor

In der Reihe „Deutschland-Monitor“ greifen wir politische und strukturelle Themen mit großer Bedeutung für Deutschland auf. Darunter fallen die Kommentierung von Wahlen und politischen Weichenstellungen sowie Technologie- und Branchenthemen, aber auch makroökonomische Themen, die über konjunkturelle Fragestellungen – die im Ausblick Deutschland behandelt werden – hinausgehen.

- ▶ Die Rückkehr massiver Staatsausgaben:
Wird dieses Mal wirklich alles anders? 4. August 2021
- ▶ Nehmen die Inflationsrisiken in Deutschland tatsächlich zu?
Oder machen wir uns wieder einmal umsonst verrückt? . 29. Juli 2021
- ▶ Die deutsche EU-Politik post-Merkel:
Grüner, aber finanzpolitisch weiterhin eher konservativ .. 27. Juli 2021
- ▶ Zuwanderungsdelle durch Corona in den Jahren 2020/
2021: Lohndruck könnte in der Dekade ansteigen 22. Juli 2021
- ▶ Neupositionierung der Berliner Wohnungspolitik 21. Juni 2021
- ▶ Stimmungsbild deutscher Unternehmen
zu zentralen Wahlkampfthemen 16. Juni 2021
- ▶ Klimapolitische Ansprüche
treffen auf energiewirtschaftliche Hürden 7. Juni 2021
- ▶ Deutscher Büromarkt: Traditionelles Büro
bleibt Dreh- und Angelpunkt der Wirtschaft 2. Juni 2021
- ▶ Was bewegt die Wähler im September:
Post-Corona-Aufschwung oder Dürresommer? 7. Mai 2021
- ▶ Deutschland in der nächsten Dekade:
Ambitionen und Potenziale 24. März 2021

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2021. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

ISSN (Print): 2511-1663