



Hamburgisches
WeltWirtschafts
Institut

STAATS- VERSCHULDUNG

Strategie 2030

VERMÖGEN UND LEBEN IN
DER NÄCHSTEN GENERATION.
— EINE INITIATIVE —
— DES HAMBURGISCHEN —
WELTWIRTSCHAFTSINSTITUTS
UND DER BERENBERG BANK



BERENBERG BANK

Joh. Berenberg, Gossler & Co. AG



Hamburgisches
WeltWirtschafts
Institut

Staatsverschuldung

Strategie 2030

VERMÖGEN UND LEBEN IN
DER NÄCHSTEN GENERATION.
— EINE INITIATIVE —
— DES HAMBURGISCHEN —
WELTWIRTSCHAFTSINSTITUTS
UND DER BERENBERG BANK

Privatbankiers  gegründet 1590

BERENBERG BANK

Joh. Berenberg, Gossler & Co. K.G.

»Berenberg Bank · HWWI: Strategie 2030 – Staatsverschuldung«
ist eine gemeinsame Studie der
Berenberg Bank · Neuer Jungfernstieg 20 · 20354 Hamburg und des
HWWI Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut · Heimhuder Straße 71 · 20148 Hamburg

Autoren:

PD Dr. Michael Bräuninger (HWWI)

Cornelia Koller, Michael Langer, Wolfgang Pflüger, Dr. Jörn Quitzau (Berenberg Bank)

Editor: Alexa Reinck (Berenberg Bank)

Stand: Juni 2009

Wir haben uns bemüht, alle in dieser Studie enthaltenen Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu verarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden.

Bezug über:

Berenberg Bank · Unternehmenskommunikation

Neuer Jungfernstieg 20 · 20354 Hamburg

Telefon (040) 350 60-710 · Telefax (040) 350 60-907 · E-Mail: presse@berenberg.de

Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation

**»Noch zu jeder Zeit hat das Wachstum der Staatsschuld
die Nation in dasselbe Geschrei von Furcht und Verzweiflung ausbrechen
lassen, und noch jedes Mal haben kluge Leute dazu geweissagt,
dass Bankrott und Ruin vor der Tür stünden. Die Staatsschuld wuchs weiter,
und Bankrott und Ruin blieben wie immer aus ...«**

(LORD THOMAS BABINGTON MACAULAY,
ENGLISCHER HISTORIKER UND POLITIKER, 1800–1859)

Die Welt steht vor einer Zeitenwende. Große makroökonomische und geopolitische Trends werden das Leben und Wirtschaften der Menschheit in der nächsten Generation verändern!

Dazu zählen die neue Dimension religiös motivierter terroristischer Bedrohung westlicher Demokratien, die mit der Erweiterung der Europäischen Union verbundene Einführung des Euro als nationalstaatlich übergreifende Gemeinschaftswährung, die Entstehung neuer wirtschaftlicher Schwergewichte in Asien (Volksrepublik China, Indien) mit unausweichlichen Folgen für Rohstoff- und Kapitalmärkte, die Herausforderungen einer rapide alternden Bevölkerung in vielen Industrienationen mit all ihren Konsequenzen für Staatsfinanzen, Sozialsysteme, Arbeitsorganisation, Standortentscheidungen etc. oder der Klimawandel.

Dies alles vollzieht sich vor dem Hintergrund fortgesetzter Technologiesprünge in einer sich globalisierenden Wirtschaft. In der Folge finden politische, gesellschaftliche, technologische und wirtschaftliche Veränderungen immer rascher statt. Mehr noch: Sie beeinflussen sich wechselseitig – mal verstärkend, mal aber auch bremsend – und werden so in der Wahrnehmung der Menschen immer komplexer, auch im Sinne von weniger greifbar. Dies gilt umso mehr, als sie weit in die Zukunft reichen, im Fall des demografischen Wandels sogar generationenübergreifend wirken.

Trotz aller Unsicherheit – eines ist klar: Politiker, unternehmerisch Handelnde und Privatpersonen müssen sich diesem tief greifenden Wandel planerisch und gestalterisch stellen.

So dürfte es ein lohnendes Unterfangen sein, nach Orientierung gebenden Wegweisern zu suchen, sie als solche zu identifizieren und mögliche Wegstrecken sowie Zielorte zu beschreiben. Diesem Versuch dient die gemeinsam vom Hamburgischen WeltWirtschaftsInstitut (HWWI) und der Berenberg Bank getragene Schriftenreihe »Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation«. Sie vereint die Expertise von über unsere Landesgrenzen hinaus anerkannten Konjunkturforschern mit den umfassenden Erfahrungen eines führenden in der Vermögensverwaltung tätigen Privatbankhauses.

Wir wünschen den Lesern eine anregende und nützliche Lektüre!

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	6
Einleitung	8
Die Problematik der Staatsverschuldung ist nicht neu	8
Historie und Ethik der Staatsverschuldung – ein kurzer Abriss	8
1. Entwicklung der Staatsschulden	11
1.1 Staatsschulden ausgewählter Länder	11
1.2 Kreditwürdigkeit von Staaten	17
1.3 Staatsverschuldung und Vertrauenskrise	19
1.4 Staatsbankrotte und Finanzkrisen: Historische und aktuelle Beispiele	20
1.4.1 Historische Krisen	21
1.4.2 Krisen der jüngeren Vergangenheit	23
1.4.3 Aktueller »Beinah-Staatsbankrott«	27
2. Konjunkturbedingte Defizite	29
2.1 Automatische Stabilisatoren	29
2.2 Aktive Stabilisierungspolitik	30
3. Langfristige Wirkungen der Staatsschulden	35
3.1 Implizite Staatsschulden	35
3.2 Die Dynamik von Budgetdefiziten und direkte Staatsschulden	40
3.3 Projektionen	44
3.4 Staatsschulden, Kapitalbildung und Wachstum	46
3.5 Leistungsbilanz und Auslandsvermögen	48
3.6 Inflation	49

4. Kehrt das Inflationsgespenst zurück?	51
4.1 Die Notenbanken sind in der Pflicht	51
4.1.1 Notenbanken und liquiditätsgetriebene Inflation	51
4.1.2 Notenbanken und nachfragegetriebene Inflation	52
4.2 Die Markterwartungen	54
5. Kapitalmarktthemen	56
5.1 Anleihen mit eingebautem Inflationsschutz	56
5.1.1 Was sind inflationsgeschützte Anleihen?	56
5.1.2 Wie funktionieren inflationsgeschützte Anleihen?	57
5.1.3 Inflationsanleihen aus Anlegersicht	59
5.2 Zunehmende Staatsverschuldung und Kapitalmarktfolgen	60
5.2.1 Anhaltende Depression/Deflation	61
5.2.2 Hyperinflation/Staatsbankrott	62
5.2.3 Inflationsbeschleunigung	63
Literatur- und Quellenverzeichnis	67

Zusammenfassung

In der Rezession 2009 sind die Haushaltsdefizite sowohl in den großen Industrienationen als auch in den Schwellenländern in erheblichem Maße angestiegen. Dies ist zum einen auf automatische Stabilisatoren zurückzuführen. So gehen in der Rezession die Steuereinnahmen zurück, während staatliche Transfers wie das Arbeitslosengeld ansteigen. Schon dies führt zu Budgetdefiziten. Darüber hinaus versuchen die Staaten durch eine expansive Fiskalpolitik in Form von gezielten Ausweitungen der Staatsausgaben oder Senkungen der Steuersätze zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage beizutragen. Diese Maßnahmen lassen die Budgetdefizite weiter ansteigen. Die Budgetdefizite wiederum führen dazu, dass die Staatsschulden steigen. Damit nimmt auch die Zinsbelastung in der Zukunft zu. Sofern den Defiziten in Phasen einer schwachen Konjunktur Überschüsse in Phasen guter Konjunktur gegenüberstehen und das staatliche Budget über die Konjunkturzyklen hinweg ausgeglichen ist, sind die Defizite unschädlich. Tatsächlich lagen über die letzten Jahre in fast allen Industrieländern auch zu Zeiten guter Konjunktur Budgetdefizite vor.

Kontinuierliche Budgetdefizite lassen die Staatsschulden von Jahr zu Jahr anwachsen. Sofern die Budgetdefizite in Relation zum Bruttoinlandsprodukt konstant gehalten werden, konvergieren die Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. So impliziert eine Defizitquote von 3 % bei einer Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts von 4 % eine Schuldenquote von 75 %. Eine höhere Defizitquote erlaubt es kurzfristig, Steuern zu senken oder Staatsausgaben zu erhöhen. Langfristig bedeutet sie aber einen Anstieg der staatlichen Zinszahlungen und höhere Steuern. Neben den expliziten Staatsschulden belasten auch implizite Staatsschulden durch die Sozialversicherungen zukünftige Generationen. Die impliziten Staatsschulden entstehen, da die derzeitigen Beitragszahler in umlagefinanzierten Sozialversicherungen Ansprüche an zukünftige Zahlungen erwerben, denen keine Einnahmen in erforderlicher Höhe gegenüberstehen. Während sich die expliziten Staatsschulden für die großen Industrieländer auf Werte zwischen 50 % und 100 % des Bruttoinlandsprodukts belaufen (in Japan sogar rund 200 %), liegen die impliziten Staatsschulden für die meisten Länder bei einem Vielfachen des Bruttoinlandsprodukts.

Neben den negativen fiskalischen Implikationen von Staatsschulden entstehen auch wesentliche realwirtschaftliche Folgen. So bedeutet die staatliche Kreditaufnahme, dass weniger Kredite für die Finanzierung von privaten Investitionen zur Verfügung stehen. Die Verdrängung privater Investitionen bedeutet jedoch auch, dass langfristig das Produktionspotenzial reduziert wird. Teilweise kann dies durch Kreditaufnahme im Ausland ausgeglichen werden. Dies impliziert jedoch Leistungsbilanzdefizite und steigende Auslandsschulden.

Ein weiteres Problem von Staatsschulden ist, dass es für Staaten attraktiver wird, Inflation zuzulassen. Diese Gefahr, dass Staatsschulden zu Inflation führen, ist umso geringer, je höher die Unabhängigkeit der Zentralbanken ist. Sofern vom Markt ein Anstieg der Inflationsraten erwartet wird, steigt der Zins und damit sofort die Belastung durch die Staatsschulden. Diese Zusatzkosten können durch die Ausgaben von inflationsindexierten Bonds vermieden werden. Die Differenz zwischen der Rendite einer traditionellen Anleihe und der realen Rendite einer inflationsindexierten

Anleihe kann als Maßstab für die Inflationserwartungen des Marktes dienen. Derzeit zeigt dieser, dass die Inflationserwartungen bisher sowohl in Europa als auch in den USA noch sehr gering sind.

Auch wenn die momentan weltweit sprunghaft steigenden Staatsschulden den Blick dafür verstellen, so gab es in der Vergangenheit auch Phasen, in denen die Verschuldungsquoten in nennenswertem Umfang zurückgeführt werden konnten. So ist es mehreren europäischen Ländern gelungen, im Vorfeld der Euro-Einführung ihre Staatsschulden, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, zu reduzieren. Die Maastrichter Fiskalkriterien haben ihre Wirkung entfaltet. Dem Europäischen Stabilitätspakt wird auch bei der notwendigen Rückführung der Staatsverschuldung nach Überwindung der Wirtschafts- und Finanzkrise eine wichtige Rolle zufallen. Schon heute ist es wichtig, eine glaubwürdige Strategie für die Konsolidierung der Staatsfinanzen zu entwickeln. Regeln wie die des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes leisten dabei einen unverzichtbaren Beitrag zur Vertrauensbildung bei den Marktteilnehmern.

Die Implikationen steigender Staatsschulden für die Kapitalanlage sind a priori nicht eindeutig zu bestimmen. Auch die Erfahrung mit Schuldenexzessen gibt keinen endgültigen Aufschluss. Generell spricht einiges dafür, dass durch hohe Staatsschulden Inflationsdruck aufgebaut wird. Die Entwicklung Japans seit Anfang der 90er-Jahre zeigt jedoch, dass ein dramatischer Anstieg der öffentlichen Schulden und eine lang anhaltende Deflation durchaus Hand in Hand gehen können. Da die Wahrscheinlichkeit für mittelfristig steigende Inflationsraten jedoch höher ist als die für ein Deflationsszenario, sollte für sicherheitsorientierte Investoren die Anlage in Sachwerten im Vordergrund stehen.

Die Problematik der Staatsverschuldung ist nicht neu

Die 2007 ausgebrochene Krise des globalen Finanzsystems hat Regierungen und Notenbanken einer ungeheuren Kraftprobe ausgesetzt. Sie blicken zurück auf Erfahrungen aus der großen Weltwirtschaftskrise (1929 bis 1932) und der japanischen Depression, die sich ab 1989 zunehmend verfestigt hat und mit kurzen zeitlichen Unterbrechungen bis zum Zeitpunkt der Drucklegung dieser Studie anhält. Und vor diesem Hintergrund sind sie mit in Nichtkriegszeiten nie gesehenen Anstrengungen angetreten, die Weltwirtschaft vor dem Kollaps zu retten. Zu diesem Zweck werden gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) Neuverschuldungsquoten hingenommen, die vielfach die Frage nach der Tragfähigkeit der enorm anschwellenden Staatsschuld im Hinblick auf den Handlungsspielraum nachfolgender Generationen aufwerfen.

Bis zum Frühjahr 2009 wurden staatliche Mittel zur Stabilisierung der nationalen Bankensysteme und für antizyklisch-konjunkturelle Wachstumsprogramme von mindestens 6 700 Mrd. US-Dollar oder umgerechnet knapp 13 % des Welt-BIP beschlossen. Sie verteilen sich zu etwa zwei Dritteln auf den monetären Bereich und zu einem Drittel auf die Stützung wirtschaftlicher Aktivitäten.

Mit welchen Folgen ist zu rechnen, wenn die Staatsschulden binnen eines Jahres um 12 bis 14 % des BIP – so sehen es unter anderem die Budgets der USA, Großbritanniens oder Irlands vor – förmlich explodieren; wenn sich in wirtschaftlich unbedeutenderen Ländern wie der Ukraine, Teilen des Baltikums oder Islands ohne die Hilfe supranationaler Hilfsorganisationen deren Staatsbankrott abgezeichnet hätte?

Mit welchen Konsequenzen haben die Gläubiger/Finanziers der Staatsschulden zu rechnen? Können inflationäre Prozesse entstehen, die die Kaufkraft breiter Bevölkerungsschichten erodieren? Drohen staatliche Leistungseinschränkungen und/oder Steueranhebungen in unmittelbarer Zukunft, um die aktuelle Defizitexplosion wieder einzufangen? Und schließlich: Wie könnten Wachstums- und Renditeerwartungen aus Kapitalmarktsicht hiervon in den kommenden Jahren beeinflusst werden?

Diesen Fragen möchte die vorliegende Studie aus der Sicht von politisch Handelnden, Unternehmen und Anlegern nachgehen. Den Autoren ist durchaus bewusst, dass den Antworten ein hoher Grad an Unsicherheit anhaftet, dass historische Beispiele aber dennoch eine wesentliche Hilfestellung bieten können.

Historie und Ethik der Staatsverschuldung – ein kurzer Abriss

Die staatlich organisierte Form von Gemeinwesen hat seit den Zeiten der griechischen Polis (ab etwa 600 v. Chr.) die Fragen nach Bürgerrechten und -pflichten sowie den Verantwortlichkeiten der Obrigkeit aufgeworfen. Damit gingen unter anderem einher die Erhebung von Abgaben und die

Problematik von deren Verwendung. Eine Überbeanspruchung der Steuerzahler sollte vermieden werden. Aus römischer Zeit ist das Zitat von Cicero übermittelt: »Das Budget sollte ausgeglichen sein, die öffentlichen Schulden sollten reduziert werden, und die Bürger sollten mehr arbeiten, als sich auf die Gaben der Regierung zu verlassen!« Diese strikten Vorgaben wurden während der Phase des Niedergangs der römischen Weltherrschaft zusehends aufgeweicht. Seit der Regentschaft Kaiser Neros war die Übung zu beobachten, Staatsschulden auf dem Wege einer Aushöhlung des Geldwertes zu vermindern beziehungsweise deren Rückzahlung zu erleichtern. Das Münzgewicht des »Gold-Aurelius« wurde durch Schleifen an den Rändern vermindert. Wog er zunächst 8,19 Gramm, so wurde er im Jahre 309 n. Chr. durch den »Solidus« (sic!) mit einem Gewicht von 4,54 Gramm ersetzt. Die Kaufkraft hatte sich also in etwa halbiert, wenn auch über einen Zeitraum von 250 Jahren.

Im ausgehenden Mittelalter hielten sich Kaiser und Könige mitunter deutlich kürzer an gegebene Zahlungsversprechen. Überwiegend waren auch hier überdehnte territoriale Expansionen ihrer Herrschaftsgebiete und daraus folgende militärische Sicherungsstrategien die Ursachen. Der katholische spanische Throninhaber Philipp II. schaffte es zwischen 1557 und 1596 gleich dreimal, den Staatsbankrott zu erklären. Insbesondere seine Religionskriege gegen die protestantischen Niederlande – sie inspirierten Friedrich Schiller zu seinem Werk »Die Geschichte des Abfalls der vereinigten Niederlande von der spanischen Regierung« – waren hierfür ausschlaggebend. Verlierer waren damals unter anderem Handelshäuser wie die Fugger oder die Welser.

Machte man sich in Zeiten absolutistischer Herrscher wenig Gedanken über Ethik oder Moral von Staatsschulden, so änderte sich dies mit dem Aufkommen der europäischen Aufklärungsbewegung und der sich anschließenden Industrialisierung. Merkantilisten befürworteten eine öffentliche Schuldenaufnahme. So meinte der deutsche Finanzwissenschaftler Lorenz von Stein 1860: »Ein Staat ohne Staatsschuld tut entweder zu wenig für seine Zukunft oder er fordert zu viel von seiner Gegenwart.« Ganz anders der Begründer der klassischen Ökonomie, Adam Smith, der dem Staat eine (unproduktive) Vergeudung von Kapital vorwirft, seine Rolle daher auf ein Minimum beschränkt wissen will und stets ausgeglichene Haushalte postuliert.

Dieser grundsätzliche Streit setzt sich bis in die heutige Zeit fort. So forderte John Maynard Keynes als Konsequenz der Weltwirtschaftskrise, der Staat müsse über die Aufnahme neuer Schulden (Deficit Spending) Konjunkturkrisen vermeiden helfen. Er wies allerdings schon damals darauf hin, dass eine wirtschaftliche Wiederbelebung für Tilgungsleistungen genutzt werden sollte. In Deutschland wurde zumindest bis zum Ausbruch der aktuellen Depressionsphase die unabhängig von wirtschaftlichen Zyklen gesetzlich vorgeschriebene Rückkehr zu ausgeglichenen Staatshaushalten intensiv diskutiert.

Hinter dieser jahrhundertalten Auseinandersetzung steht im Grundsatz der Streit um das Primat des Individuums in der Gemeinschaft. Stichworte mögen sein: »das Recht des Stärkeren«, »Kapitalismus« oder »Gewinn- beziehungsweise Nutzenoptimierung« im Gegensatz zu »Vater

Staat« als Umverteiler, »Versorgungsmentalität« oder »Sozialismus«. Natürlich gibt es dazwischen unzählige Abstufungen und Schattierungen.

Im Mittelpunkt des Konfliktes stehen dabei regelmäßig Verteilungsfragen. Werden Staatsschulden über die Ausgaben von Anleihen, Schatzwechseln etc. finanziert, ist davon auszugehen, dass einkommensstärkere Bevölkerungskreise die Hauptnutznießer sein werden. Wer wenig sparen kann, akkumuliert in der Regel keine Wertpapiervermögen, kommt also auch nicht in den Genuss von Zinserträgen, muss aber über direkte und indirekte (Verbrauchssteuer-)Abgaben die Defizite mit finanzieren. Es kommt zu einer Verteilung von unten nach oben.

Sehr wichtig für die Beurteilung unter ethisch/moralischen Aspekten ist die Aufteilung schuldenfinanzierter Ausgaben auf investiv-produktive Objekte oder kurzfristige konsumtive Zwecke. Allgemein akzeptiert sind schuldenfinanzierte Ausgaben für den Ausbau der öffentlichen Infrastruktur, für Bildung oder auch den Schutz der Umwelt. Deren Erträge fließen über mehrere Generationen. Es ist daher nur »gerecht«, Kinder und Enkel an den Kosten solcher Investitionen zu beteiligen.

Anders liegt der Fall, wenn – wie aktuell – die Schuldenaufnahme der Subventionierung von Autokäufen dient oder erhebliche Mittel in die Sozialsysteme geleitet werden. Das Problem liegt also in der Verwendung der Staatsausgaben, nicht in der Verschuldung per se.

Hier kommt den politisch Handelnden ein hohes Maß an Verantwortung zu. Zumindest in Europa war während der vergangenen Jahrzehnte zu beobachten, dass trotz abnehmender Staatsinvestitionen die Verschuldung deutlich angestiegen ist. Wie ist es dazu gekommen?

Hierauf gibt die »Neue Politische Ökonomik« eine Antwort. So wie Unternehmen ihre Erträge und Verbraucher ihren Nutzen optimieren wollen, wird auch für Politiker das Streben nach einer Nutzenmaximierung unterstellt. Sie seien überwiegend nicht mehr am Gemeinwohl orientiert, sondern an einem Maximum an Wählerstimmen. So soll ein deutscher Exkanzler gesagt haben: »Ich will nicht den Ludwig-Erhard-Preis gewinnen, sondern die nächsten Wahlen.« Daher kommt es immer wieder – gerade in Wahljahren – zu »Bonbons« für einzelne gesellschaftliche Gruppen. Steuererhöhungen sind hingegen unpopulär.

Unter ethischen Gesichtspunkten wäre zur Begrenzung der Staatsschulden tatsächlich eine gesetzliche Obergrenze und/oder die Verpflichtung zur zeitnahen Rückzahlung zuvor aufgenommener Kredite wünschenswert. Man kann nicht durch »Schuldenmachen« heute nachfolgende Generationen, die an gegenwärtigen Entscheidungen naturgemäß nicht beteiligt sind, belasten. Das Umschwenken zu einer derartig verstandenen nachhaltigen Fiskalpolitik sollte nicht dauerhaft Utopie bleiben!

1. Entwicklung der Staatsschulden

1.1 Staatsschulden ausgewählter Länder

Dr. Jörn Quitzau

Deutschland

Die historische Entwicklung der deutschen Staatsschulden weist zwei prägende Phasen auf, in denen sich der Schuldenstand drastisch erhöht hat. Die erste Phase fiel in die 70er-Jahre. In dieser Zeit wurde der deutsche Wohlfahrtsstaat auf- beziehungsweise ausgebaut. Nachdem die Nachkriegsjahre im Geiste der Wohlstandsmehrung durch Arbeit und Leistung standen, begann Ende der 60er-Jahre die Ära der Verteilungs- und Sozialpolitik. Im Rahmen der Sozialen Marktwirtschaft wurden die Gewichte verschoben – von der Marktwirtschaft hin zum Sozialen. Zunehmend wurde von der Politik versucht, »Wohlstand für alle« durch mehr Umverteilung zu erreichen.

Die politische Neuorientierung blieb nicht ohne Folgen für die öffentlichen Finanzen. So stieg die Abgabenquote in den 70er-Jahren von 34,8 auf 39,6 % des BIP. Auffällig ist, dass die Steuerquote im gleichen Zeitraum nahezu stabil blieb. Der Anstieg der Abgabenbelastung war somit hauptsächlich auf die Anhebung der Sozialabgaben zurückzuführen. Bis heute ist es nicht gelungen, die Niveauverschiebung der Abgabenbelastung rückgängig zu machen.

Dennoch hat die Anhebung der Sozialabgaben nicht ausgereicht, um das gestiegene Ausgabenvolumen zu finanzieren. Die Staatsquote, also der Anteil des Staates an der gesamten Wirtschaftsleistung der Bundesrepublik, stieg in der Zeit von 1970 bis 1980 um 8,5 Prozentpunkte auf 46,9 %. Ein großer Teil der Staatsausgaben musste über Kredite finanziert werden. Entsprechend ist die öffentliche Verschuldung in den 70er-Jahren von 17,5 % auf 30 % des BIP gestiegen. Erst in der darauffolgenden Dekade ist es gelungen, den Anstieg der Verschuldung zu bremsen und die öffentlichen Finanzen zu konsolidieren. Allerdings wurde die Konsolidierungsphase durch die deutsche Einheit abrupt beendet. Die Wiedervereinigung war für die öffentlichen Finanzen eine große

Anstieg der Abgabenquote

in Prozent des BIP

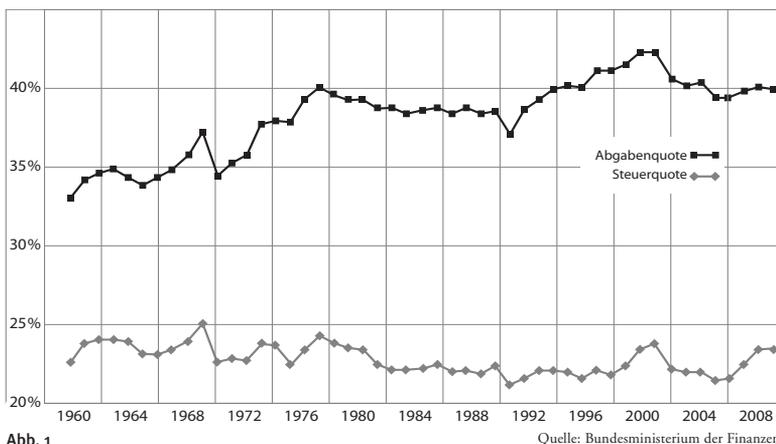


Abb. 1

Quelle: Bundesministerium der Finanzen.

Staatsverschuldung in Deutschland

in Prozent des BIP

Prognose

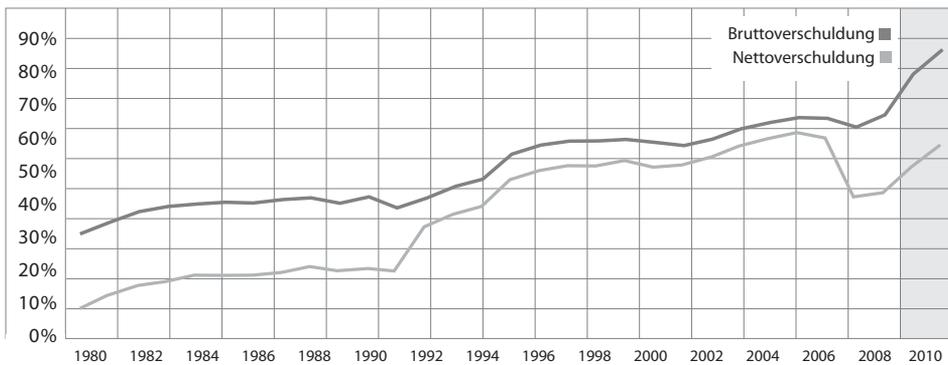


Abb. 2

Quelle: Internationaler Währungsfonds.

Herausforderung. Sie führte nicht nur zur Erhebung des Solidaritätszuschlages – der bis heute nicht abgeschafft wurde –, sondern auch zu einem erneuten, deutlichen Anstieg der Abgabenquote (vgl. Abbildung 1). Zudem stieg die Staatsverschuldung abermals kräftig an. Nach der Wiedervereinigung legten die Staatsschulden um rund 25 Prozentpunkte auf aktuell 65 % des BIP zu. Leicht rückläufig war die Schuldenentwicklung lediglich während der Konjunkturaufschwünge um die Jahrtausendwende und in den Jahren 2006/2007.

Die finanzielle Abhängigkeit der neuen Bundesländer war und ist enorm. Im Zeitraum von 1991 bis 1999 erhielten die ostdeutschen Länder Nettotransfers von über 600 Mrd. Euro, also durchschnittlich rund 70 Mrd. Euro pro Jahr. Offiziell werden die West-Ost-Transfers zwar nicht mehr berechnet, die jährlichen Transferzahlungen dürften allerdings deutlich über die Mittel des Solidarpaktes II und des Länderfinanzausgleichs hinausgehen. Die Wiedervereinigung ist der wichtigste Grund für den finanzpolitischen Sonderweg Deutschlands innerhalb der Europäischen Währungsunion (EWU). Während die Schuldenlast in Deutschland weiter zunahm, konnten die meisten EWU-Teilnehmerländer ihre öffentliche Verschuldung gemessen am BIP in den 90er-Jahren zum Teil deutlich zurückführen.

Euroraum

Die öffentlichen Finanzen in der Europäischen Union befanden sich zu Beginn der Neunzigerjahre fast durchweg in einem sanierungsbedürftigen Zustand. Bis auf Luxemburg wiesen alle Staaten Haushaltsdefizite auf, die durchschnittliche Defizitquote der Eurozone lag bei 5,0 % des BIP. Nach der Unterzeichnung des Maastricht-Vertrags erzielten die EWU-Länder zwischen 1991 und 1997 beträchtliche Budgetverbesserungen. Der Großteil der Verbesserung wurde dabei in den Jahren 1996 und 1997 erzielt. Zwischen 1995 und 1997 konnten die Länder ihre Defizite um 2,4 Prozentpunkte des BIP auf 2,6 % abbauen. Ab Mitte der 90er-Jahre machte sich die verbesserte fiskalische Situation auch beim Gesamtschuldenstand der EWU-Teilnehmerländer deutlich bemerkbar. In der zweiten Hälfte des Jahrzehnts ging die Staatsverschuldung gemessen am Euroland-BIP von rund 75 % auf fast 67 % zurück (vgl. Abbildung 3). Bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 sank der Schuldenstand unter Schwankungen sogar noch etwas weiter. Die Finanzkrise hat diesen positiven Trend jedoch unterbrochen, ein deutlicher Anstieg der Staatsschulden ist unausweichlich.

Staatsschulden in Prozent vom Euroland-BIP

in Prozent des BIP

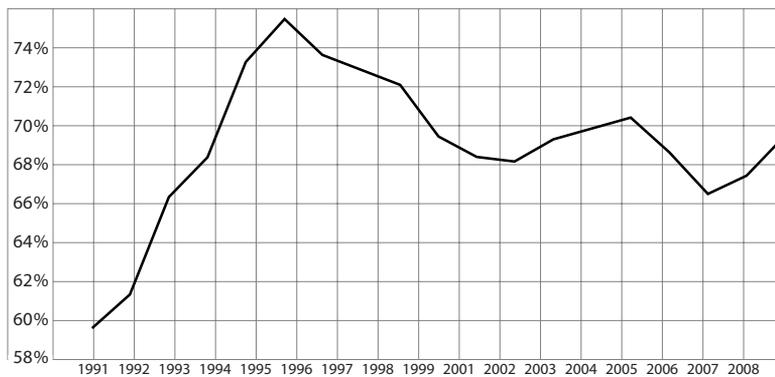


Abb. 3

Quelle: Datastream.

Die Währungsunion und der Stabilitäts- und Wachstumspakt haben also einen wichtigen Beitrag geleistet, die Staatsfinanzen in Europa auf ein solideres Fundament zu stellen. Die Konvergenzkriterien haben Wirkung gezeigt. Selbst »Schuldenstaaten« wie Belgien und Italien konnten ihre Schuldenstände deutlich reduzieren. Die Staatsverschuldung Belgiens hatte Anfang der 90er-Jahre zeitweilig bei mehr als 130 % des BIP gelegen. Inzwischen konnte der Wert auf unter 90 % gesenkt werden. Auch Italien konnte substantielle Fortschritte erzielen: Der Schuldenstand des Staates fiel von 124 % des BIP im Jahr 1995 auf zuletzt rund 105 %.

Gleichwohl hätten die Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung während der wirtschaftlichen Boomjahre in vielen Ländern – u. a. in Deutschland – noch deutlicher ausfallen müssen. Vorgabe des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ist es, dass die Haushalte der EWU-Mitgliedsländer über einen Konjunkturzyklus hinweg annähernd ausgeglichen sein müssen. Da in Rezessionen Haushaltsdefizite von bis zu 3 % zulässig sind, müssen deshalb in Boomphasen entsprechende Haushaltsüberschüsse erwirtschaftet werden. Wenn – wie in Deutschland geschehen – selbst in Boomphasen nur ein ausgeglichener Haushalt erreicht wird, ist das eine klare Zielverfehlung.

Staatsverschuldung, 2008

in Prozent des BIP

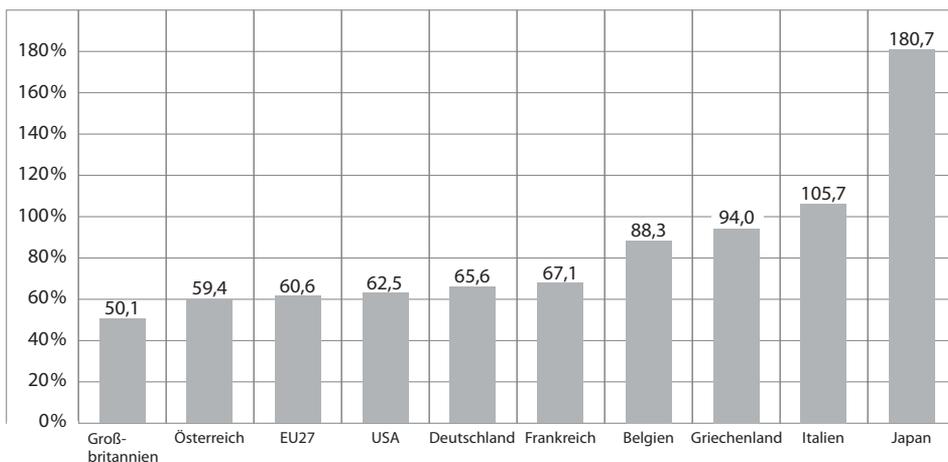


Abb. 4

Quelle: Bundesministerium der Finanzen.

Exkurs: Stabilitäts- und Wachstumspakt

Gemäß dem Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt gilt für die Teilnehmer hinsichtlich der öffentlichen Finanzen:

1. Defizitkriterium: Der Staatshaushalt soll in wirtschaftlich normalen Zeiten und über den Konjunkturzyklus hinweg annähernd ausgeglichen sein. In Abschwungphasen sind Haushaltsdefizite zum Zweck der Konjunkturstabilisierung zwar zugelassen, die Neuverschuldung darf aber maximal 3 % des BIP betragen.
2. Schuldenstandskriterium: Der Schuldenstand eines Mitgliedsstaates darf 60 % des Bruttoinlandsproduktes nicht überschreiten.

Nachdem einige Länder seit Einführung des Euro große Schwierigkeiten hatten, die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes einzuhalten, sind dessen Defizit- und Schuldenstandskriterium unter Beschuss geraten. Jedoch ist die Kritik nicht gerechtfertigt.

Grundlage der Fiskalkriterien ist die Erkenntnis, dass die Gemeinschaftswährung dauerhaft nur dann bestehen kann, wenn die Teilnehmerländer über ein Mindestmaß an ökonomischer Einheitlichkeit und fiskalischer Disziplin verfügen. Die Kriterien verfolgen zwei Ziele: Erstens besteht in einer Währungsunion das Risiko, dass die Marktzinsen für alle Länder ansteigen, wenn sich einzelne Teilnehmerstaaten übermäßig verschulden. Die Verschuldung zu begrenzen bedeutet, die Gesamtheit der Teilnehmerländer vor finanzpolitischen Sünden einzelner zu schützen. Zweitens macht die EZB eine einheitliche Geldpolitik für alle Teilnehmerländer. Hohe Schulden einzelner Länder könnten zu Druck auf die Zentralbank führen, die Geldpolitik zu lockern, um die hohen Schulden via Inflation abzubauen. Solide Staatsfinanzen sind also eine Vorbedingung für die gemeinschaftliche Geldpolitik.

Ein weiteres Argument gewinnt zunehmend an Bedeutung: Die demografische Entwicklung in den meisten EWU-Teilnehmerländern erfordert mittelfristig eine Kürzung der öffentlichen Ausgaben (vgl. Kapitel 3.1). Der Stabilitäts- und Wachstumspakt kann einen wichtigen Beitrag leisten, dieses in Politik und Öffentlichkeit noch nicht ausreichend berücksichtigte Problem besser zu bewältigen. Gelegentlich wurde in der Vergangenheit argumentiert, der Pakt sei überflüssig, weil trotz mehrfacher Verletzung des Defizitkriteriums durch große Teilnehmerländer (Frankreich, Deutschland) weder der Außenwert des Euro gelitten habe noch das Zinsniveau und die Inflationsrate signifikant gestiegen seien. Diese Kritik greift grundsätzlich zu kurz, weil die Regeln nicht für den Einzelfall geschaffen wurden. Vielmehr sollen sie den dauerhaften Bestand der Währungsunion gewährleisten und müssen deshalb bei wirtschaftlich unterschiedlichen Wetterlagen bestehen. Die gegenwärtige Finanzkrise hat gezeigt, wie schnell sich die Einstellung der Märkte zu hohen Schuldenständen eines Staates verändern kann. Der Schuldenabbau wird deshalb künftig eher noch schärfere Regeln erfordern – innerhalb des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, aber auch auf nationaler Ebene.

Kasten 1

Japan

Japan darf für sich den zweifelhaften Titel des »Schulden-Weltmeisters« beanspruchen. Keine Industrienation reicht hinsichtlich ihrer Staatsverschuldung auch nur annähernd an den Schuldenstand Japans heran. Mit inzwischen rund 200 % Staatsverschuldung des BIP hat Japan einen fast doppelt so hohen Schuldenstand wie Italien, das seinerseits bekannt ist für traditionell unsolide Staatsfinanzen. Eine genauere Betrachtung zeigt, dass Japan einen außergewöhnlichen Weg in den Schuldenstaat hinter sich hat. In den 80er-Jahren des vergangenen Jahrhunderts lag die Staatsverschuldung noch bei rund 70 % des BIP. Der massive Schuldenanstieg begann im Jahr 1991 und war eine Folge der japanischen Immobilien- und Finanzkrise. Ende der 80er- beziehungsweise Anfang der 90er-Jahre platzte die japanische Immobilienblase, und die Aktienkurse brachen massiv ein. Es folgten eine lang anhaltende Bankenkrise, dauerhaft sinkende Konsumentenpreise (Deflation) und jahrelange Stagnation der Wirtschaft. Die 90er-Jahre sind unter dem Stichwort »Verlorenes Jahrzehnt« in die japanische Wirtschaftsgeschichte eingegangen.

Der Kampf gegen Deflation und Nullwachstum hat den japanischen Staat viel Geld gekostet. Zahlreiche Programme zur Konjunkturbelebung haben die Staatsverschuldung in die Höhe getrieben. Im Rückblick wird deutlich, dass die zunächst zögernde Haltung der Geld- und Fiskalpolitik nach Ausbruch der Krise ein Fehler war. Erst als sich die Krise bereits verfestigt hatte, wurden die Hebel der Fiskalpolitik auf »expansiv« umgelegt. Jedoch kamen die fiskalpolitischen Impulse regelmäßig etwas zu spät oder sie waren zu klein dimensioniert. Im Ergebnis haben die Konjunkturprogramme die Staatsverschuldung in die Höhe getrieben, ihre beabsichtigte Wirkung jedoch verfehlt.

Die ausgeprägte Sparneigung der japanischen Bevölkerung erwies sich in diesem Umfeld als ambivalent: Einerseits war sie Mitverursacher der Konjunkturkrise, weil das Gegenstück zur hohen Sparquote ein schwacher Konsum und damit eine schwache Binnennachfrage ist. Andererseits fiel es dank der hohen Sparquote leichter, die hohen Staatsschulden aus inländischer Ersparnis zu finanzieren. Jedoch hat die Finanzkrise offengelegt, wie anfällig die japanische Wirtschaft angesichts der schwachen Binnennachfrage ist. Offenkundig liegt hier ein strukturelles Problem vor.

Explodierende Staatsverschuldung in Japan

in Prozent des BIP

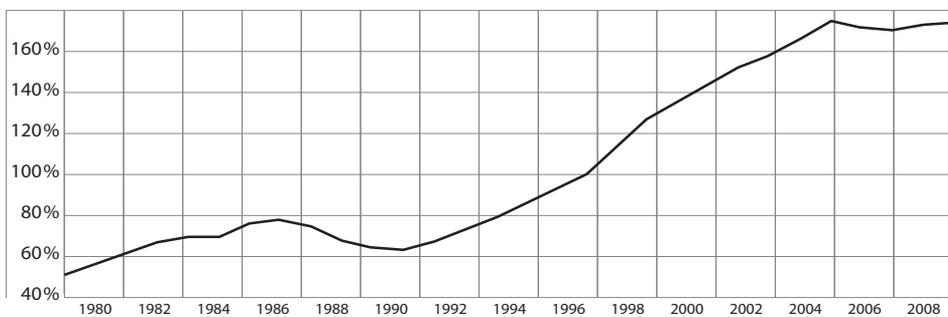


Abb. 5

Quelle: Datastream.

USA

Besonders hart wurden die öffentlichen Finanzen Amerikas von der aktuellen Krise getroffen. Die Stabilisierung des Finanzsystems sowie die Programme zur Konjunkturstützung kosten den amerikanischen Staat mehrere Billionen US-Dollar. Die hinzukommenden konjunkturell bedingten Steuerausfälle nehmen sich in einem solchen Umfeld geradezu bescheiden aus. Insgesamt werden die Ausgaben sowie die Mindereinnahmen zu einem explosionsartigen Anstieg der Staatsverschuldung führen. Inzwischen ist das baldige Erreichen der Marke von 100 % des BIP so gut wie ausgemacht.

Vor dem Ausbruch der Krise lag die amerikanische Staatsverschuldung bei gut 60 % des BIP und damit ungefähr auf dem gleichen Niveau wie die Verschuldung Deutschlands. Ein Blick zurück in die fiskalische Vergangenheit der USA zeigt, dass die Schuldenentwicklung kein kontinuierlicher Prozess war. Nach einem drastischen Anstieg in den 80er-Jahren war es den USA in den 90er-Jahren gelungen, die Staatsverschuldung von rund 70 % auf 55 % des BIP zu senken. Noch zur Jahrtausendwende erwirtschafteten die USA Budgetüberschüsse. Die Terroranschläge vom 11. September 2001 markierten jedoch den Ausgangspunkt für die Rückkehr auf den Verschuldungspfad.

Auch wenn absehbar ist, dass die Verschuldung gemessen am BIP auf den höchsten Wert seit den 50er-Jahren steigen wird – 1950 lag die Schuldenquote bei 94 % und 1946 sogar bei 122 % des BIP –, dürften bei Weitem keine japanischen Verhältnisse erreicht werden. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die USA dank ihrer hervorgehobenen Stellung in der Weltwirtschaft einige Besonderheiten aufweisen. Die Vereinigten Staaten sind die weltweit mit Abstand größte Volkswirtschaft, und sie verfügen mit dem US-Dollar über die wichtigste Weltreservewährung. Die Finanzierung der Haushaltsdefizite auf dem globalen Kapitalmarkt fällt den USA insofern deutlich leichter als kleineren Ländern. Angesichts der in den letzten Jahren extrem niedrigen heimischen Sparquote war und ist dies auch dringend erforderlich. Hauptgläubiger der USA sind China und Japan. Die hohe Abhängigkeit von internationalen Kapitalgebern wirft aber gerade in der jüngeren Vergangenheit verstärkt die Frage nach der Kreditwürdigkeit des amerikanischen Staates auf.

Lange Schuldenzyklen in den USA

in Prozent des BIP

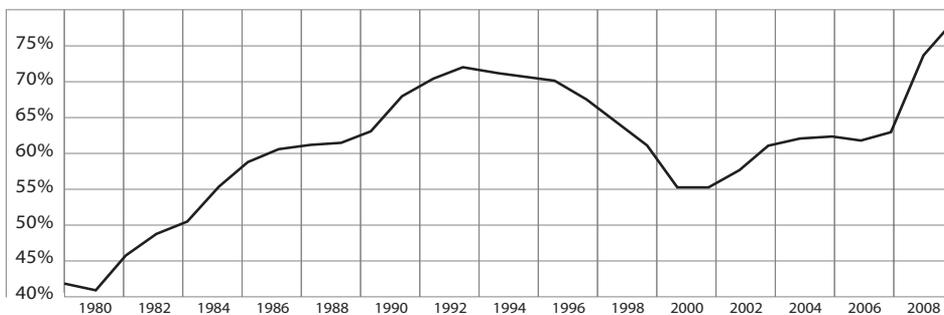


Abb. 6

Quelle: Datastream.

1.2 Kreditwürdigkeit von Staaten

Als Folge der Finanzkrise wird die durchschnittliche Staatsverschuldung der G-20-Nationen bis 2014 voraussichtlich um rund 13 Prozentpunkte gegenüber dem Jahresende 2007 steigen. Der IWF erwartet in seiner Projektion bis 2030 sogar einen noch deutlicheren Anstieg, betont aber gleichzeitig die große Unsicherheit derart langfristiger Projektionen. Dass ein drastischer Schuldenanstieg Fragen nach der Kreditwürdigkeit von Staaten herausfordert, kann nicht verwundern.

Gleichwohl war die Frage nach der Kreditwürdigkeit großer Industrienationen lange Zeit vorwiegend ein Betätigungsfeld für akademisch arbeitende Volkswirte. Akute Gefahren waren für die großen Volkswirtschaften anscheinend nicht vorhanden, sodass unter Praktikern die Diskussion um die Bonität von Ländern auf kleinere Staaten mit nicht erstklassigem Rating begrenzt war. Selbst die Mahner aus Wissenschaft und Politik, die auch für die großen Industrienationen einen verschärften Kampf gegen die Staatsverschuldung forderten, fürchteten weniger einen akut bevorstehenden Staatsbankrott als vielmehr die langfristigen Folgen einer nicht nachhaltigen Finanzpolitik. Ernsthaftige Gefahren für die öffentlichen Finanzen wurden in einigen Jahrzehnten, nicht aber in einigen Jahren erwartet. Berechnungen über implizite Staatsschulden (vgl. dazu ausführlich Kapitel 3.1) gaben zum Beispiel Signale, dass in Deutschland mit Eintritt der geburtenstarken Jahrgänge ins Rentenalter die finanzpolitischen Probleme eskalieren könnten und eine drastische Umstrukturierung der Einnahmen- und Ausgabensysteme erforderlich wird. Als Zeitraum einer solchen Eskalation werden die Jahre um 2030 herum prognostiziert.

Die Forderung nach oder auch die Einführung von konstitutionellen Regeln – wie zum Beispiel eine »Schuldenbremse« – sind das Ergebnis derart langfristiger Überlegungen. Die Maastrichter Fiskalkriterien sind dagegen nicht primär aus Angst vor einem langfristig drohenden Staatsbankrott einzelner Teilnehmerländer formuliert worden, sondern vor allem um die Stabilität der Europäischen Währungsunion zu gewährleisten.

Allerdings hat die aktuelle Finanzkrise die Diskussion über die Kreditwürdigkeit von Staaten aus der sehr langfristigen Perspektive herausgelöst und zu einer tagesaktuellen Frage gemacht. An den Anleihemärkten waren die Risikoprämien für Staatsanleihen einzelner Länder – wie zum Beispiel Griechenland – extrem gestiegen. Offenbar halten die Marktteilnehmer einen Zahlungsausfall bei Staatsanleihen in absehbarer Zeit für denkbar. Zudem wurde für die Länder, die gemessen an den Risikoprämien von den Märkten noch nicht als gefährdet galten, eine öffentliche Diskussion darüber losgetreten, ob sich die Staaten in ihrem Kampf gegen die Wirtschafts- und Finanzkrise kollektiv übernehmen.

Zwar ist eine solche Diskussion grundsätzlich nachvollziehbar, wenn in einem Land wie den USA sowohl die Unternehmen als auch die Privathaushalte und schließlich auch der Staat hohe Schulden machen – insgesamt summierten sich die Schulden Ende 2008 auf über 350 % des BIP – und gleichzeitig die inländische Sparquote extrem niedrig ist. Dennoch ist die Vehemenz, mit der

die Diskussion für inzwischen eigentlich alle Länder geführt wird, eher den oftmals unvorstellbar hohen Summen der zur Krisenbewältigung erforderlichen Maßnahmen geschuldet als der tatsächlichen Gefahr eines unmittelbar bevorstehenden Staatsbankrottes in den großen Industrienationen.

Der einseitige Blick auf die staatliche Verschuldung lässt außer Acht, welche Vermögenswerte und Finanzierungsmöglichkeiten ein Staat hat. So reduziert sich die Schuldenlast, wenn von den Bruttoschulden die Vermögenswerte des Staates abgezogen werden. Auf diese Weise ergibt sich die Nettoverschuldung des Staates, die eine höhere Aussagekraft als die Bruttoverschuldung besitzt (vgl. Abb. 2). Jedoch haben die Staaten bei der Ausgabe von Staatsanleihen eine viel wichtigere Sicherheit als die ausgewiesenen Vermögenswerte zu bieten: den Zugriff auf die inländischen Steuerquellen. So kann der Staat die Steuern auf private Vermögen, aber auch auf private Kapitalerträge anheben und damit seine Finanzierungsbasis stärken. Allerdings kann er dies nicht unbegrenzt tun, weil sehr hohe Steuersätze zu Ausweichreaktionen der Steuersubjekte führen können. Gerade bei international mobilen Faktoren wie dem Kapital kann es zur Erosion der Steuerbemessungsgrundlage kommen, sodass höhere Steuersätze nicht zwangsläufig auch höhere Steuereinnahmen bedeuten. Die im Zuge der Finanzkrise deutlich intensivierten Bemühungen zur (steuer-)politischen Kooperation und zur Schließung von sogenannten Steueroasen können als Signal dafür gewertet werden, dass Ausweichreaktionen erschwert werden sollen, um die Besteuerung verschärfen zu können. Die Vorbereitungen auf die mittelfristige Rückführung der Staatsverschuldung finden also bereits statt.

Über die Besteuerung von Vermögen und von Kapitalerträgen hinaus kann der Staat aber auch die Besteuerung der Arbeitseinkommen und des Konsums verschärfen. Dies wäre besonders ertragreich, denn der Anteil der Einnahmen aus Lohn- und Einkommensteuer sowie der Umsatzsteuer an den gesamten Steuereinnahmen betrug in Deutschland im Jahr 2008 knapp 70%. Grundsätzlich gilt zwar auch für die Einkommensbesteuerung, dass nationalen Steuererhöhungen unter anderem wegen des internationalen Steuerwettbewerbs Grenzen gesetzt sind. Da aber im Zuge der Finanzkrise fast alle Industrienationen erhebliche Budgetdefizite hinnehmen müssen, werden künftig viele Länder einen Anreiz haben, die Steuern zu erhöhen. Es ist deshalb zu erwarten, dass die Steuern in vielen Ländern angehoben werden und der Steuerwettbewerb dementsprechend künftig auf einem erhöhten Niveau stattfinden wird.

Der beste und am wenigsten schmerzhafteste Weg wäre jedoch, durch höheres Wirtschaftswachstum die Steuereinnahmen zu steigern und auf diese Weise aus der Staatsverschuldung »herauszuwachsen«. Kurzfristig scheint dieser Weg jedoch verbaut, weil die Finanzkrise und deren Folgen sowie der schwere konjunkturelle Einbruch das Wirtschaftswachstum für eine längere Zeit stark belasten dürften.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Sorge vor kurzfristig drohenden Staatsbankrotten großer Industrienationen deutlich überzogen ist. Der Staat hat vielfältige Möglichkeiten, die zusätzlich entstandenen Lasten mittelfristig aufzufangen. Diese positive Einschätzung darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Rückführung der Schuldenquote schmerzhaft sein wird. Der Staat hat in

der akuten Phase der Finanzkrise einen erheblichen Teil der entstandenen Verluste in seine Bücher genommen, um die Märkte zu stabilisieren. Damit hat der Staat zwar seinen Beitrag geleistet, die Entstehung weiterer Verluste zu vermeiden beziehungsweise zu begrenzen. Die bereits entstandenen Verluste sind aber deswegen nicht verschwunden, sondern lediglich temporär vom Staat übernommen. Mittel- bis langfristig werden die Verluste jedoch vom Privatsektor getragen werden müssen. Wie der Staat die Lasten verteilen wird, lässt sich heute noch nicht abschätzen.

1.3 Staatsverschuldung und Vertrauenskrise

Die Diskussion über die Kreditwürdigkeit von Staaten ist aber auch ein deutliches Zeichen dafür, wie tief greifend der durch die Finanzkrise ausgelöste Vertrauensverlust unter den Marktteilnehmern beziehungsweise der Bevölkerung insgesamt ist. Vertrauen kann als das Grundkapital des marktwirtschaftlichen Systems verstanden werden. Vertrauen senkt Transaktionskosten, es ermöglicht Handlungen ohne vertragliche Absicherung, und es macht schließlich einen produktiven Umgang mit Ungewissheit möglich. Mit der Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers wurde die Finanz- zu einer Vertrauenskrise. Die bis dahin gängige Einschätzung, eine Bank dieser Größe sei »too big to fail«, stellte sich als falsch heraus.

Die Folgen sind bekannt. Vertrauen wurde über Nacht durch Misstrauen ersetzt. Banken trauten sich untereinander nicht mehr, Privatkunden entzogen oftmals ihren Hausbanken das Vertrauen. Die Marktteilnehmer flüchteten aus allem, was unsicher schien, und suchten »sichere Häfen«. Differenzierung nach Ausfallwahrscheinlichkeiten hatte keinen Platz in einem Umfeld tief greifenden Misstrauens. Mag das Verhalten der Marktteilnehmer, das Kapital von den Märkten abzuziehen, individuell rational gewesen sein, führte es das Gesamtsystem an den Rand der Katastrophe. Die Marktakteure befanden sich in der klassischen Situation des »Gefangenendilemmas«. Es gehört zu den Grundaufgaben des Staates, in solchen Situationen einzugreifen, weil Märkte ihre Allokationsaufgabe nicht mehr ordnungsgemäß ausüben können.

Tatsächlich haben die Regierungen in Kooperation mit den Notenbanken das Finanzsystem stabilisiert und den Wirtschaftskreislauf am Leben gehalten. Sie sind die letzten Instanzen, wenn es darum geht, eine akute Vertrauenskrise einzugrenzen oder zu lösen. Es wäre deshalb fatal, wenn sich die Vertrauenskrise auf Staaten und Notenbanken ausweiten würde. Hierin liegt die wesentliche Gefahr, denn eine Vertrauenskrise birgt die Möglichkeit einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung. Wenn die Marktteilnehmer das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit eines Staates verlieren und ihm Kreditmittel verweigern, dann drohen tatsächlich dramatische Konsequenzen.

Zudem würde ein Staatsbankrott oder eine Währungsreform die aus der Finanzkrise resultierenden Probleme nicht lösen, sondern verschärfen. Beides wäre eine so schwere Hypothek für die künftige Kapitalbildung, dass an Wirtschaftswachstum für sehr lange Zeit kaum zu denken wäre. Wer würde Ersparnisse aufbauen und dem Kapitalmarkt zur Verfügung stellen, wenn kurz zuvor

ein globales Finanzsystem kollabiert ist, das bis zum Platzen der amerikanischen Immobilienblase als stabil galt? Der Vertrauensverlust nach einer Enteignung der Investoren durch Staatsbankrott oder Währungsreform wäre noch größer als bei der Lehman-Insolvenz. Und schließlich gilt es zu berücksichtigen, dass kein alternatives, besseres Wirtschaftssystem für den Ernstfall zur Verfügung steht. Alle Mängel und Fehlentwicklungen sind einfacher und kostengünstiger im bestehenden System zu korrigieren. Aus diesen Gründen ist es schon heute wichtig, vertrauensbildende Maßnahmen zu ergreifen. Die Politik muss klarmachen, dass sie bereit ist, die Staatsverschuldung konsequent zurückzuführen, und dass sie eine nachhaltige Finanzpolitik verfolgt. Dazu gehört, dass die Regeln des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes nach Überwindung der Krise strikt ausgelegt werden. Aufweichungen, wie sie in der Vergangenheit auf Druck der »Sünderländer« stattgefunden haben, darf es nicht mehr geben. In der Krise zeigt sich, dass die Fiskalkriterien keine lästigen Anhängsel der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion sind, sondern dass der Kampf gegen Haushaltsdefizite und Staatsschulden eine elementare Vorbedingung für die Stabilität von Währung und Wirtschaftssystem ist. In Ländern mit föderaler Struktur kann die Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik zudem durch einen Nationalen Stabilitätspakt erhöht werden. Schließlich zielt auch die Anfang 2009 von der Föderalismusreformkommission II beschlossene »Schuldenbremse« in die richtige Richtung.

1.4 Staatsbankrotte und Finanzkrisen: Historische und aktuelle Beispiele

Michael Langer

»Kein Geld, kein Kredit, kein Vertrauen, weder im Inland noch im Ausland.« ... »Es erregt Erbarmen und Mitleiden, wenn man täglich neue aufgedunsene Vorkehrungen wie Wasserblasen zerspringen sieht und wenn man zusehen muss, wie nichts als die größte Unordnung systematisch ist – kurz, wenn ich in Haydns Schöpfung das Chaos aufführen höre, so denke ich an unsere Regierung.«¹

Johann Maria Bassus, ein hoher bayerischer Beamter, erkannte in einem Brief von 1801 damals schon treffend, dass große wirtschaftliche Krisen, seien es welt-, volks- oder auch »nur« privatwirtschaftliche² Krisen, immer einen gewissen Grad an Chaos mit sich bringen und teilweise zu gesamtwirtschaftlichen und sozialen Verwerfungen führen können, deren Ausmaß auf lange Zeit hin unbestimmt ist. Sie können sogar zu Staatsbankrotten führen. Politische Gründe wie Kriege, inner- und zwischenstaatliche Unruhen sowie Systemwechsel sind oftmals die Ursachen, wie die Beispiele des österreichischen Staatsbankrotts von 1811 sowie der von Deutschland 1918 zeigen, aber auch wirtschaftliche Faktoren spielen eine wichtige Rolle. Im Folgenden werden daher ein paar historische Staatsbankrotte beispielhaft betrachtet. Dies soll helfen, die aktuelle Krise besser einzuordnen, und somit auch ermöglichen, potenzielle Entwicklungen bis ins Jahr 2030 besser einschätzen zu können. Vielleicht sind ja sogar Parallelen erkennbar, die wir vorher gar nicht gesucht hätten.

¹ Zitiert aus Volkert (1962).
² Vgl. McLean/Elkind (2004).

1.4.1 Historische Krisen

Versteht man unter Staatsbankrott »die Nichterfüllung von staatlichen Schuldverpflichtungen«, und zwar »gleichgültig, welche Gründe vorliegen oder vorgetragen werden, in welcher Form sich die vorübergehende oder endgültige Schädigung des Gläubigers vollzieht und ob die Nichterfüllung nur einzelne oder alle Schuldverpflichtungen betrifft«, ³ dann waren die meisten deutschen, aber auch viele andere Staaten im frühen 19. Jahrhundert einmal oder mehrfach, vorübergehend oder für längere Zeit bankrott. Doch gab es erhebliche Unterschiede in der Form dieser Staatsbankrotte. Einen offenen Staatsbankrott erklärt haben zu dieser Zeit in Europa nur Österreich 1811 und Westfalen 1812.

Der österreichische Staatsbankrott von 1811

Die Koalitionskriege der europäischen Großmächte mit dem napoleonischen Frankreich Ende des 18. und Anfang des 19. Jahrhunderts brachten viele Staaten in finanzielle Schwierigkeiten, weil diese Kriege nur zu einem geringen Teil durch Steuern finanziert werden konnten. Da das österreichische Kaiserreich zu diesem Zeitpunkt von einem Fürst-Stände-Dualismus beherrscht wurde, war es unmöglich, genügend Rückhalt in der adeligen Selbstverwaltung zugunsten einer steuerlichen Zentralbehörde zu bekommen und dadurch eine Gesamtbesteuerung zugunsten der Kriegsfinanzierung durchzusetzen. Der Nominalwert der fundierten Schuld stieg während der Kriege von etwa 50 Mio. fl (Gulden) 1714 auf 375 Mio. fl 1765, 400 Mio. fl 1796 und rund 800 Mio. fl zwischen 1803 und 1811. ⁴ Allein die jährlichen Zinsen von ca. 40 Mio. fl verbrauchten am Ende fast ein Drittel der ordentlichen Einnahmen des Kaiserreiches. Somit bewältigte Österreich, wie die meisten kriegsführenden Staaten, seinen Finanzierungsbedarf mit Anleihen und durch Papiergeldinflation. Während die meisten Großmächte aber in der Lage waren, die Kriegslasten und Kriegsfolgelasten durch Maßnahmen der Schulden- und Währungsrestauration aufzufangen, beendete Österreich diese Periode schließlich mit einem Staatsbankrott. Zu diesem Zeitpunkt senkte die österreichische Finanzverwaltung die Zinsen auf sämtliche Titel der Staatsschuld einseitig auf die Hälfte und wertete das umlaufende Papiergeld im Verhältnis 1:5 ab. Dies führte zu einem Vertrauensverlust im In- und Ausland, der das Vertrauen in die Finanzen und die Währung des Kaiserstaates auch für die Zukunft schwer belastete, zumal das Ziel der Währungsstabilität noch nicht einmal erreicht wurde. Folglich gab es Ende 1816 eine abermalige Abwertung im Verhältnis 1:2,5 – nur diesmal rechtlich verschleiert durch die neu gegründete Zentralnotenbank. So versuchte die Finanzverwaltung mit Restaurationsmaßnahmen das Ansehen des Landes wiederherzustellen. Dennoch wurden auch in Zukunft alle Maßnahmen zur Wiederherstellung des Staatskredits vom Stigma des Staatsbankrotts bestimmt. Mit der Aussicht auf einen dauerhaften Frieden wurde die Regelung der gesamten Schuldverhältnisse zu einer Hauptaufgabe der österreichischen Politik. Dennoch sorgten auch in der weiteren Folge neuerliche Papiergeldfinanzierungen der österreichischen Kriege dafür, dass die Habsburger Monarchie bis ins späte 19. Jahrhundert (also fast 100 Jahre lang) aus den Währungsturbulenzen nicht herauskam. Dies beruhte unter anderem auf der Unfähigkeit der österreichischen Führung, für eine ange-

³ Vgl. Moeller (1956).

⁴ Vgl. Brandt (2000).

messene Dynamisierung der Staatseinnahmen zu sorgen, worin die entscheidende Voraussetzung für eine Politik der Wahrung schuldrechtlicher Korrektheit gelegen hätte. Somit machte die Verweigerung zu einer politischen Modernisierung und Integration die Großmacht Österreich finanzwirtschaftlich zu einem Entwicklungsland.

Der deutsche Staatsbankrott von 1918

Während des Ersten Weltkriegs entstanden Ausgaben in Höhe von rund 150 Mrd. Mark, die nominal dem 3-Fachen des deutschen Volkseinkommens von 1913 entsprachen und damals vom Deutschen Reich ausschließlich mit Krediten finanziert wurden.⁵ Hinzu kamen nach Kriegsende noch die Reparationsforderungen. Die Gesamtschuld, die auf Deutschland lag, belief sich somit auf knapp 300 Mrd. Mark, in etwa das 6-Fache des deutschen Volkseinkommens von 1913 und fast das gesamte deutsche Volksvermögen von 1913. Diese Kriegsanleihen konnten dann später über das sogenannte Darlehenskassensystem zu Geld gemacht werden; zusätzlich erhielten sie dadurch Geldcharakter, dass das Reich die Zahlung bestimmter Steuerschulden durch Übergabe von Kriegsanleihen erlaubte. Der Bargeldumlauf plus der Einlagen bei der Reichsbank stiegen in dieser Zeit somit von 7,3 Mrd. Mark am Jahresende 1913 auf fast 40 Mrd. Mark bei Kriegsende im November 1918, also auf das 5,5-Fache, an. Waren davon 1913 noch 50 % Münzgeld (vor allem Goldmünzen), existierte 1918 fast nur noch Papier- und Buchgeld. Dennoch waren die Lebensmittel- und Großhandelspreise bei Kriegsende nur auf das 2,4-Fache von 1913 gestiegen.⁶ Dies lag daran, dass während des Krieges in Deutschland eine zurückgestaute Inflation vorherrschte, weil für den Krieg wichtige Rohstoffe bewirtschaftet, die Preise für Nahrungsmittel durch Höchstpreise niedrig gehalten und die Mieten auf Vorkriegsniveau eingefroren wurden.⁷

Die deutsche Reichsregierung entschied sich nach Kriegsende gegen eine geld- und währungs-politische Stabilisierung auf dem erreichten Niveau und versuchte das Reichshaushaltsdefizit, das sich 1919 immer noch auf 40 Mrd. Mark belief, mithilfe der Notenpresse zu decken. Durch die Inflation, mit der Folge weiterer Preissteigerungen im Inland und Abwertung der Währung im Ausland, konnte der von Friedrich Bendixen im Frühjahr 1919 vorgeschlagene klassische Staatsbankrott zwar vermieden werden, da aber das Haushaltsdefizit nur mit einer extremen Konsolidierung der Staatsausgaben verringert werden konnte, entwickelte sich die zurückgestaute Inflation der Kriegszeit in eine offene Inflation der Nachkriegszeit. Dies führte dann bekanntlich zu der Hyperinflation vom Sommer 1922 bis November 1923. Schon vorher stiegen die Großhandelspreise bis Juni 1922 auf das 70-Fache. In jenem Monat begann dann die Phase der Hyperinflation (50 % Preissteigerung pro Monat), bis die Mark im November 1923 im Umtauschverhältnis von einer Billion alter Mark gleich einer neuen Rentenmark stabilisiert wurde. Somit reichten 190 Mio. Rentenmark zum Tilgen aller »schwebenden Schulden«, die im November 1923 noch 190 Trillionen Mark betrug. Dies hatte natürlich auch massive Auswirkungen auf die inländischen Schuldverhältnisse, weshalb es anschließend auch zu einigen Umverteilungsmaßnahmen, unter anderem

⁵ Vgl. Hoffmann et al. (1965).

⁶ Vgl. Holtfrerich (1980).

⁷ Die Preise für Nahrungsmittel auf dem Schwarzmarkt lagen allerdings im Durchschnitt bei 200 % der verordneten Höchstpreise.

das Wiederaufleben nominal getilgter Schulden (zum Beispiel erhielten Hypothekengläubiger 25% ihrer alten Forderungen zugesprochen), kam. Nur die Gläubiger im Ausland gingen bei dieser Rückverteilung von Inflationsgewinnen weitgehend leer aus. Diese »Inflationssteuer« war somit die einzige Steuer, zu der man Ausländer hinzuziehen konnte. Schon 1922 bemerkte John Maynard Keynes: »Auf diese Weise hat Deutschland schon seine viel diskutierte internationale Anleihe erhalten, und zwar zu den denkbar günstigsten Bedingungen: was Zinsen angeht, so sind die meisten dieser Kredite zinsfrei – was das Kapital betrifft, so ist es nur in dem Verhältnis zurückzuzahlen, das Deutschland selbst festsetzt, wenn es über das Niveau entscheidet, auf dem die Papiermark stabilisiert wird.«⁸

1.4.2 Krisen der jüngeren Vergangenheit

Japans Krise

In der zweiten Hälfte der 80er-Jahre entstand in vielen Industrieländern, wie zum Beispiel den USA, Großbritannien, Deutschland, Australien, Japan und den Nordischen Staaten, eine Blasenwirtschaft, deren Platzen vor allem in Japan zu einer starken Fluktuation in Anlagevermögen durch das Auftreten von notleidenden Krediten führte. Aktienwerte fielen bis zu 63%, und Grundstückspreise zeigten heute immer noch ein negatives Wachstum (seit 1990). Als Antwort darauf senkte die japanische Zentralbank (BoJ) ihre Zinssätze sechsmal von Juli 1991 bis Februar 1993 (von 6,0% auf 2,5%), und die japanische Regierung implementierte Konjunkturprogramme in Höhe von knapp 30 Trillionen Yen in den Jahren 1992 und 1993. Wie sich im Nachhinein zeigte, waren diese Maßnahmen nicht ausreichend und vor allem nicht rechtzeitig genug getroffen worden, sodass die Preise weiter fielen und eine Deflation nicht gestoppt werden konnte. Um die Finanzen der Regierung zu stärken, wurde die Mehrwertsteuer im Jahr 1997 um 2% erhöht, was sich extrem negativ auf die Binnennachfrage, die aufgrund der hohen Sparneigung der Japaner schon geschwächt war, auswirkte. Hinzu kam dann noch die ostasiatische Wirtschaftskrise, die im Juli 1997 mit der Währungskrise Thailands begann (eine Abwertung des Baht von fast 50% innerhalb von sechs Monaten) und sich schnell auf die Nachbarländer, wie zum Beispiel Südkorea (Abwertung des Wons, Abwerten der Aktienmärkte, Liquiditätsprobleme bei den Banken, und das alles trotz relativ gesunder Fundamentaldaten), ausbreitete. Dies verringerte natürlich die Nachfrage aus den zuvor florierenden ostasiatischen Nachbarstaaten. Nachdem im November 1997 sowohl eine große Bank als auch ein Sicherheitsunternehmen in Japan insolvent wurden, war klar, dass die Regierung ihre Politik des »zu groß, um zu scheitern« aufgegeben hatte. Aktienkurse fielen weiter, und es wurde für japanische Banken immer schwerer, an Geld zu kommen. Es wurden weitere 30 Trillionen Yen in die Wirtschaft gepumpt, hauptsächlich in marode Banken. Dennoch stieg die Zahl notleidender Kredite aufgrund des beständigen deflationären Drucks. Zum Schluss gaben auch die BoJ und die japanische Regierung zu, dass sich Japan in einer Deflation befände. Der schon von Irving Fisher (1933)

⁸ Zitiert aus Holtfrerich (1980).

beschriebene Teufelskreis der Deflation begann: Rückgang in der Nachfrage, Rückgang in Produktion und Sinken der Preise, Rückgang der Beschäftigung, Rückgang der Binnennachfrage, Rückgang der Investitionen, Rückgang der Nachfrage ... Das japanische Bruttoinlandsprodukt verzeichnete einen Rückgang in fünf aufeinanderfolgenden Quartalen vom vierten Quartal 1997 an. Um die Situation abzumildern, verfolgte die japanische Notenbank eine Nullzinspolitik. Und obwohl es erste Anzeichen für eine Erholung in Japan gab, zeigt die aktuelle Krise, wie anfällig Japan und vor allem wie mittellos sowohl die Regierung als auch die Notenbank in einem deflationären Umfeld scheinen.

Die Russlandkrise

Schon seit 1992 war die Bruttoschuld Russlands dramatisch angewachsen, nachdem Moskau die externen Aktiva und Passiva der ehemaligen Sowjetunion als alleiniger Erbe übernommen hatte. Tatsächlich hätte Moskau gemäß dem Anteil der Russischen Föderation am sowjetischen Bruttoinlandsprodukt 1991 nur ca. 60 % übernehmen müssen.⁹ Dabei handelte es sich natürlich um eine politische Entscheidung, mit der Absicht, das sowjetische Ansehen als russisches weiterzuführen. Parallel zu diesem Verschuldungsschub entwickelte sich die externe Kreditaufnahme der Russischen Föderation seit der Unabhängigkeit rasant, sodass Moskaus Gesamtschuld Ende 1998 142 Mrd. US-Dollar betrug. Interessant an dieser Konstellation war, dass Russland diesen Verbindlichkeiten seine Forderungen in ähnlicher Höhe entgegensetzte und sich somit als Nettogläubiger definierte – insbesondere wurden Forderungen gegenüber Entwicklungsländern, deren Kreditwürdigkeit natürlich als relativ instabil angesehen werden muss, in diese Rechnung mit einbezogen. Ein Status, der am 16. September 1997 mit der De-jure-Aufnahme Russlands in den Pariser Klub¹⁰ der 19 Gläubigernationen bestätigt wurde. Dennoch avancierte Russland in dieser Zeit zum weltgrößten Schuldner, eine Entwicklung, die gegen Ende der 90er-Jahre einfach nicht mehr tragfähig war. Ursache war die Kombination zweier gegenläufiger, ungünstiger Tendenzen: Vor dem Hintergrund einer Halbierung der gesamtwirtschaftlichen Produktion verdoppelte sich die externe Schuld seit 1990. Der überwiegende Teil der Fälligkeiten bezog sich dabei auf die Zeiträume 1992–1995 und darüber hinaus bis 1998. Zwar war die russische Regierung bereit, auch alle Gold- und Devisenreserven zu verbrauchen, dennoch konnte hinsichtlich der Schuldendienstbelastung keine Wende herbeigeführt werden.¹¹

Mit der Asienkrise wurden dann auch die ausländischen Anleger in Russland nervös und begannen, ihr Kapital abzuziehen. Ende 1998 wurde die Liquidität am russischen Interbankenmarkt so knapp, dass Geschäftsbanken nicht mehr unbegrenzt Fremdwährungen kaufen durften. Panikverkäufe und Kursverluste von bis zu 25 % sorgten dafür, dass der Handel an der Börse zeitweise ausgesetzt wurde und der Rubel am Ende einen Wertverlust von über 60 % verzeichnete. Erst 2000 konnte sich der Binnenmarkt, getragen von den Rohstoffexporten, wieder erholen.

⁹ Vgl. Hishow (1999).

¹⁰ Pariser Klub: Nach seinem Gründungsort benanntes Koordinationsgremium der Regierungen/Finanzminister mehrerer westlicher Industriestaaten, die Forderungen gegenüber Regierungen von Entwicklungs- und postkommunistischen Ländern halten. Vgl. Hishow (1999).

¹¹ Innerhalb von fünf Jahren waren die Goldvorräte der Staatsbank bis Ende 1991 um 90 % gesunken, die Fremdwährungsreserven betragen 1990 nur noch zwei Drittel im Vergleich zu 1988.

Long-Term Capital Management (LTCM)

Eines der berühmtesten Opfer der Rubelkrise war LTCM, ein Hedgefonds, der auf Fixed-Income-Arbitrage spekulierte und unter anderem von John Meriwether sowie den Nobelpreisträgern Myron Samuel Scholes und Robert C. Merton geleitet wurde. LTCM hatte Anfang 1998 rund 4 Mrd. US-Dollar Eigenkapital, dem ein Portfolio von 125 Mrd. US-Dollar als Leerverkauf gegenüberstand. Nachdem die Rubelkrise einsetzte, investierten die Märkte genau umgekehrt zu den Voraussagen von LTCM und sorgten somit dafür, dass LTCM eine Zahlungsunfähigkeit bevorstand und ein Zusammenbrechen des amerikanischen und vielleicht sogar internationalen Finanzsystems zu befürchten war. In einer bis dahin einzigartigen Rettungsaktion der Fed und der großen Investmentbanken wurde dies jedoch verhindert.¹²

Kasten 2

Die Argentinienkrise

Unter der Argentinienkrise versteht man die letzte große Wirtschafts- und Währungskrise in Argentinien zwischen den Jahren 1998 und 2002. Schon Anfang der 90er-Jahre war Argentinien mit einer anhaltenden Hyperinflation belastet, sodass man sich 1991 entschied, den argentinischen Peso fest an den US-Dollar zu koppeln, um somit Stabilität und Glaubwürdigkeit in die argentinische Geldpolitik zu bekommen. Die traditionelle inflationäre Geldmengenausweitung war somit durch die Aufgabe der geldpolitischen Autonomie der Zentralbank glaubwürdig ausgeschlossen.¹³ Begleitet von Strukturreformen schien dieser Plan auch aufzugehen, und Argentinien verzeichnete schnelle Disinflation und ein hohes Wirtschaftswachstum,¹⁴ das sich bis Ende der 90er-Jahre fortsetzte. 1998 folgte dann eine ernsthafte Rezession, die unter anderem die Folge der Brasilienkrise war. Zum einen ist Brasilien Argentiniens wichtigster Handelspartner, zum anderen gewann Brasilien Wettbewerbsvorteile auf den internationalen Märkten aufgrund der Abwertung der eigenen Währung. 1999 verschärfte sich die wirtschaftliche Lage, und Argentinien befand sich in einer Depression mit einem negativen Wirtschaftswachstum von 4 %. Der dadurch entstehende Druck auf den argentinischen Peso führte erst zur Abwertung und schlussendlich zur völligen Freigabe des Wechselkurses Anfang 2002.¹⁵

Interessanterweise zeigte sich Argentinien in den Jahren zuvor recht resistent gegen externe Schocks wie die Mexikokrise 1994/1995, die Asienkrise 1997/1998 und die Russlandkrise 1998. Der Ausbruch der Krise in Argentinien 2002 lässt sich dabei weder durch ein höheres Ausmaß des Schocks noch über ein allgemein schwaches gesamtwirtschaftliches Umfeld erklären.¹⁶ Was geschehen ist, war bedingt durch eine gestiegene Krisenanfälligkeit des Landes. Zwar stieg die Attraktivität

¹² Vgl. Lowenstein (2000).

¹³ Vgl. Aschinger (2002).

¹⁴ Vgl. Jonas (2002).

¹⁵ Vgl. Aschinger (2002).

¹⁶ Vgl. Perry/Servén (2003).

Argentiniens für ausländische Investoren, nachdem sich erste Erfolge des *Currency Boards*¹⁷ zeigten, dennoch fand auch die andere Seite eines solchen Wechselkurssystems immer mehr Bedeutung: In solch einem System ist nämlich ein ausgeglichener Staatshaushalt eine zwingende Voraussetzung für den langfristigen Erfolg,¹⁸ da Defizite nicht mehr von der Notenbank finanziert werden können und man somit auf das Vertrauen ausländischer Anleger in die jeweilige Regierung und deren Schuldenreputation angewiesen ist. Aufgrund der Abhängigkeit vom eigenen Binnenmarkt und der Tatsache, dass die implizite Schuldenlast des argentinischen Haushaltes durch die hohen Erlöse aus Privatisierungen kaschiert wurden, erhöhte sich die Anfälligkeit des Landes gegenüber spekulativen Attacken gegen das Festkurssystem. Somit verschlechterte sich das Haushaltsdefizit in den Folgejahren und um diesem Herr zu werden, beschloss man Mitte 2001 das Budgetdefizit mittels einer »Null-Defizit-Politik« in den Griff zu bekommen. Das Problem war, dass somit die rezessiven Tendenzen im Land noch verstärkt wurden. In der Folge führte der Festkurs des Pesos zum US-Dollar zu einer realen Überbewertung von etwa 30 %, einer Fehlentwicklung, die nur über eine Deflation wieder ausgeglichen werden konnte, was wiederum die Rezessionstendenzen verschärfte.¹⁹ Gleichzeitig führte eine Überbewertung des eigenen Wechselkurses noch zum Verlust der Wettbewerbsfähigkeit im Exportsektor. Die argentinische Regierung versuchte mehrere Maßnahmen, um das Problem in den Griff zu bekommen, doch keine führte zu dem gewünschten Erfolg, sondern beeinträchtigte zunehmend das Vertrauen in das Currency Board. Hinzu kam, dass große Teile der Auslandsverschuldung in US-Dollar waren. Ein steigender realer Wechselkurs erhöhte somit auch die reale Rückzahlungslast öffentlicher und privater Schuldner – eine Entwicklung, die auch zunehmend die inländischen Banken belastete. Ein Bank Run als Folge konnte Ende 2001 nur noch durch das restriktive Eingreifen der Regierung (Einfrieren der Depositen und Einführung einer Devisenkontrolle) verhindert werden. Diese Maßnahmen verschlimmerten jedoch nur noch die Vertrauenskrise, und es kam infolge massiver Demonstrationen sogar zu fast 30 Toten. Dies führte dazu, dass der Übergangspräsident nach dem Rücktritt von Präsident Fernando de la Rúa und seinem Wirtschaftsminister die Zahlungsunfähigkeit seines Landes gegenüber den Gläubigern erklärte. Der Umgang mit den Gläubigern wurde ein sehr langwieriger Prozess, der erst Ende Februar 2005 für abgeschlossen erklärt wurde. Zu diesem Zeitpunkt hatten fast zwei Drittel der Gläubiger Kapitalschnitte von bis zu 70 % akzeptiert. Argentinien selbst beendete diese Phase seiner Geschichte mit einer Abwertung der eigenen Währung gegenüber dem US-Dollar von zwischenzeitlich 350 % und schlussendlich einem Kurs von 2,80 Pesos per US-Dollar. Hinzu kam in den ersten Monaten 2002 eine Rezession von fast 12 %.

17 Unter einem Currency Board versteht man die strenge Form einer einseitigen Bindung der nationalen Währung an eine ausländische Währung oder einen Währungskorb.

18 Vgl. Schweikert (1998).

19 Vgl. Perry/Servén (2003).

1.4.3 Aktueller »Beinah-Staatsbankrott«

Island – Staatsbankrott gerade noch abgewendet

Im November 2008 kam die rettende Nachricht für Island: Island wird 2,1 Mrd. US-Dollar vom Internationalen Währungsfonds (IWF) sowie anderen Ländern erhalten. Diese sollen über zwei Jahre in mehreren Tranchen zur Verfügung gestellt werden. Die Stützungsmaßnahmen sollten zunächst für die Auszahlung ausländischer Spareinlagen und anschließend zur Stabilisierung der isländischen Krone dienen, die seit Beginn 2008 zu diesem Zeitpunkt schon über 70 % ihres Wertes gegenüber dem US-Dollar verloren hatte. Eine weitere Bedingung für die Zusage der Stützungs-pakete war die Erhöhung der Leitzinsen der isländischen Zentralbank, sodass Kredite sehr teuer wurden. Auch litten die privaten Haushalte unter der schwachen Krone, weil sie ihre Hypotheken meist in ausländischer Währung aufgenommen hatten. Zuvor waren innerhalb von ein paar Tagen drei große Banken kollabiert, Geldtransfers nach oder aus Island waren so gut wie unmöglich und die isländischen Firmen waren beschäftigt, Erklärungsberichte an das isländische Arbeitsministerium zu schicken, in denen sie, wie es gesetzlich vorgeschrieben ist, über Massenentlassungen informierten. Die Finanzkrise bedeutete für Tausende Menschen den Verlust ihrer Ersparnisse, ein Staatsbankrott, der die Entwicklung und Reputation des Landes auf Jahre hin zerstört hätte, wurde durch den Milliardenkredit des IWF und der skandinavischen Länder gerade noch verhindert. Auch deutsche Anleger waren vom Zusammenbruch der isländischen Kaupthing-Bank betroffen. Inzwischen sind allerdings erste kleine Erfolge im Kampf gegen die Mega-Krise erkennbar.

Dabei waren doch die Entwicklung Islands und vor allem die politischen Maßnahmen zur Restrukturierung sehr vielversprechend. Es ist wichtig, diese unterschiedlichen Maßnahmen zu verstehen, da sie eine Art Katalysator für die Ausbreitung der Krise in Island boten. So wurde zum Beispiel 2001 der Wechselkurs freigegeben, und die Zentralbank sollte sich auf die Inflation konzentrieren, um dieses Problem, das Island jahrzehntelang begleitete, loszuwerden. Zusätzlich begann die Regierung in den Jahren zuvor, die Staatsbanken zu privatisieren, um die Verteilung von Kapital effizienter zu gestalten und die Margen an den Zinsraten zu reduzieren, um somit der Bevölkerung Zugang zu günstigen Krediten und besseren Sparkonditionen zu bescheren sowie Wirtschaftswachstum zu induzieren. Des Weiteren wollte die Regierung jungen Leuten einen schnelleren Zugang zum Immobilienmarkt geben, die privaten Banken jedoch fürchteten die neue Konkurrenz und gingen mit ihrer gesamten Marktmacht in dieses Segment. Sie boten bessere Konditionen als der staatliche Immobilienfinanzierungsfonds (*Housing Financing Fund*), was zur Folge hatte, dass die Hauspreise in die Höhe schossen – real um fast 70 % in der Zeit von 2000–2007.²⁰ Zusätzlich implementierte die Regierung das bis dahin größte Investitionsprojekt zur Förderung der wirtschaftlichen Basis in Island und speziell des etwas »verlorenen« Ost-Islands. Aufgrund des wirtschaftlichen Aufschwungs war die Regierung seit 2002 auch in der Lage, die schon so lange auf der politischen Agenda stehenden Steuersenkungen durchzusetzen und auch zu finanzieren, um somit

²⁰ Vgl. Isländisches Wohnungs- und Immobilienregister.

den staatlichen Anteil im wirtschaftlichen Geschehen zu reduzieren.²¹ Alles in allem waren dies sehr konstruktive Maßnahmen, sodass auch viele Wissenschaftler Island immer noch eine recht positive Zukunftsperspektive bescheinigen. Das Problem war nur, dass die Regierung zu viel auf einmal wollte und Island wirtschaftlich, aber hauptsächlich finanziell überhitzte.

Bis dahin stiegen nämlich die zum größten Teil fremdfinanzierten Investitionen seit 1998 auf fast 600 % des BIP, was Island mit einer internationalen Investitionsposition von fast -160 % des BIP im ersten Quartal 2008 ließ.²² Eine Betrachtung der privaten Haushalte zeigte leider keine viel bessere Situation – bis Ende 2007 stiegen die Schulden der privaten Haushalte auf über 200 % des verfügbaren Einkommens.²³ Hinzu kam, dass Investitionen sehr volatil waren, so gab es zum Beispiel in den Jahren 2001 und 2002 negative, 2003–2006 positive sowie 2007 und 2008 wieder negative Wachstumsraten der Investitionen (*year-on-year*).²⁴ Die Leistungsbilanz wies zu diesem Zeitpunkt ein Minus von über 25% des BIP auf und der Aktienmarktindex, der Anfang 2007 noch bei knapp 8 000 Punkten stand, fiel in der Folge bis weit unter 1 000 Punkte Anfang 2009.

Dies war nur ein kurzer Abriss über die Entwicklung Islands bis hin zur Krise, eine abschließende Beurteilung der Situation in Island ist zu diesem Zeitpunkt noch nicht möglich. Der Vorteil ist aber, dass sehr viele Länder, Wissenschaftler und der IWF an der Aufklärung der Vorfälle interessiert sind, sodass es in Zukunft nicht nur eine Menge klärender Berichte zu diesem Thema geben wird, sondern auch wenig »politische Verfälschungen« zu befürchten sind.

21 Vgl. Matthiasson (2009).

22 Vgl. Isländische Zentralbank.

23 Verglichen mit noch nicht einmal 25 % im Jahr 1980.

24 Vgl. Isländisches Statistikamt.

2. Konjunkturbedingte Defizite

Dr. Michael Bräuning

2.1 Automatische Stabilisatoren

Kurzfristig wird die Wirtschaftsentwicklung wesentlich durch die Nachfrageentwicklung bestimmt. Sofern die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zurückgeht, sinken die Produktion, das Einkommen und die Beschäftigung. Typischerweise geben Rückgänge bei Investitionen oder Exporten den Anstoß zu einer Konjunkturkrise. Die Schocks werden aber durch einen Multiplikatorprozess verstärkt. Der ursprüngliche Nachfragerückgang führt zu einem Rückgang von Beschäftigung und Einkommen. Deshalb sinkt der Konsum und damit wiederum die Nachfrage, die Beschäftigung und das Einkommen. Staatliche Aktivität dämpft diesen Multiplikatorprozess. Steuern und Abgaben führen dazu, dass die Änderung der Nettoeinkommen geringer ausfällt als die Änderung der Bruttoeinkommen. Ein Teil der Einkommensänderung wird an den Staat weitergegeben und deshalb nicht auf den Konsum durchschlagen. Schon wenn der Staat seine Ausgaben nicht verändern würde, würde dies den Multiplikator dämpfen. Dies betrifft auch Sozialversicherungen wie die Kranken- und Rentenversicherung. Deren Einnahmen schwanken bei konstanten Beitragssätzen im Konjunkturverlauf, während ihre Ausgaben unabhängig von der Konjunktur sind. Noch stärker stabilisieren Sozialversicherungen, bei denen die Ausgaben in der Krise steigen. So nehmen insbesondere Transferleistungen wie Arbeitslosengeld und Sozialhilfe in der Krise zu. In diesem Sinne wirken Steuer- und Transfersystem als automatische Stabilisatoren. Die automatischen Stabilisatoren durch Steuer-, Transfer- und Abgabensystem sind international sehr unterschiedlich. Abbildung 7 zeigt, dass die impliziten Stabilisatoren in den USA deutlich geringer sind als zum Beispiel in Deutschland. Deshalb müssen die USA im Fall einer Rezession sehr viel stärker aktiv werden.

Steuern und Sozialabgaben als Anteil am BIP

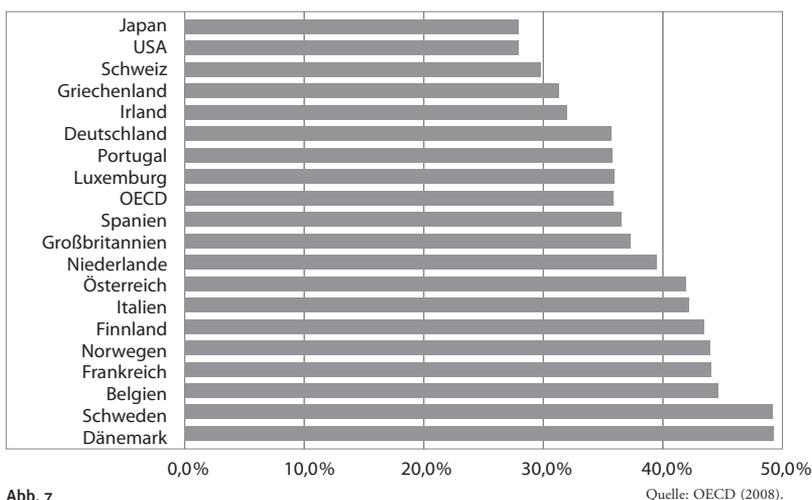


Abb. 7

Wachstum des realen deutschen Bruttoinlandsprodukts und des Budgetdefizits

Basis der Preisindizes: Früheres Bundesgebiet 1991 = 100

Finanzierungsquote

Wachstumsrate

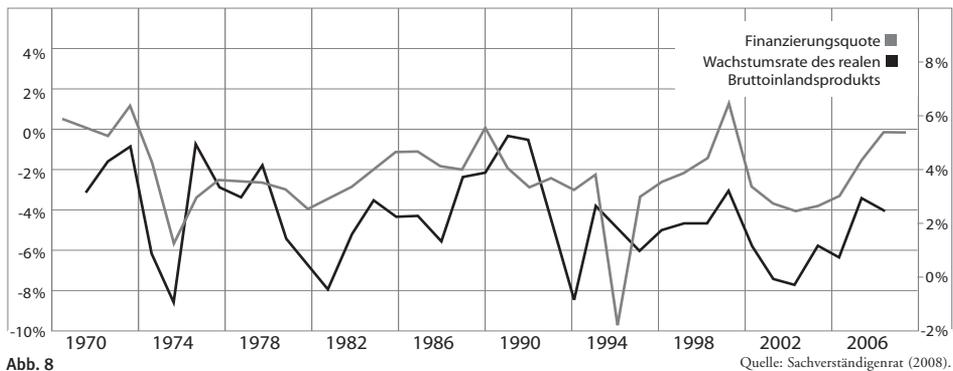


Abb. 8

Quelle: Sachverständigenrat (2008).

Die Kehrseite der automatischen Stabilisatoren sind zyklische Änderungen des Budgets. In der Konjunkturkrise gehen die staatlichen Einnahmen zurück, während die staatlichen Ausgaben steigen. Die Folge sind Budgetdefizite. Abbildung 8 zeigt die Entwicklung des deutschen Budgetdefizits und die Wachstumsrate des Sozialprodukts. Es wird deutlich, dass Budgetdefizite mit einer gewissen Verzögerung den Schwankungen in den Wachstumsraten folgen.

Budgetdefizite in Phasen schwacher Konjunktur sind unproblematisch, sofern in konjunkturellen Boomphasen entsprechende Überschüsse entstehen. Dann wäre das staatliche Budget über den Konjunkturzyklus ausgeglichen. Deshalb ist es konjunkturpolitisch auch nicht sinnvoll, ein in jeder Periode ausgeglichenes Budget zu fordern. Vielmehr sollte das Budget strukturell, das heißt in der konjunkturellen Normalsituation, ausgeglichen sein. In den letzten Jahrzehnten hat es in Deutschland wie auch in den meisten großen Industrienationen keine nennenswerten Budgetüberschüsse gegeben. Tatsächlich lagen auch in konjunkturell guten Phasen Budgetdefizite vor. In der Rezession sind die Budgetdefizite dann deutlich angestiegen und haben die in den Maastricht-Kriterien festgelegten Grenzen überschritten. Die Folge war, dass in Krisen Sparmaßnahmen durchgeführt werden mussten. Damit hat sich der Staat prozyklisch verhalten und die Krise verstärkt.

2.2 Aktive Stabilisierungspolitik

Es stellt sich die Frage, ob in Konjunkturkrisen explizite fiskalpolitische Maßnahmen in Form von Konjunkturprogrammen mit dem Ziel der Verstärkung von Wachstum und Beschäftigung ergriffen werden sollten. Tatsächlich haben die meisten Ökonomen in den beiden letzten Jahrzehnten aktive Konjunkturpolitik und insbesondere die Fiskalpolitik eher abgelehnt.²⁵ In der aktuellen Krise 2009 ist dies anders. Die Ursache ist aber nicht ein Meinungswechsel, sondern eine andere ökonomische Situation. Geld- und Fiskalpolitik beeinflussen die Nachfrage und sind deshalb in erster Linie geeignet, Schocks, die die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage betreffen, zu bekämpfen. Beide Instrumente wirken aber erst mit Verzögerungen. Deshalb sollte eine aktive Konjunkturpolitik auf massive Schocks mit einer länger andauernden Wirkung beschränkt bleiben. Reagiert die Politik schon auf kleine Schocks, besteht die Gefahr, dass die Wirkung der Politikmaßnahme erst eintritt, wenn sie nicht mehr notwendig ist und dann schlimmstenfalls sogar kontraproduktiv wirkt.²⁶ Die großen

²⁵ Vgl. dazu das Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie Nr. 01/08.

²⁶ Das Timelag der Konjunkturpolitik war eine der wesentlichen Kritikpunkte von Friedmann (1960) an einer aktiven Stabilisierungspolitik.

Schocks der letzten Jahrzehnte waren die Anstiege der Ölpreise in den 70er-Jahren, der Anstieg der Zahl der Erwerbspersonen in den 80er-Jahren und die deutsche Wiedervereinigung in den 90er-Jahren. Dies waren durchgehend Angebotsschocks. Diese Schocks erfordern Kostenanpassungen und die Schaffung wettbewerbsfähiger Arbeitsplätze. Die alleinige Ausweitung der Nachfrage hilft bei der Bewältigung dieser Schocks nicht.

Die Wirtschaftskrise 2009 hat andere Ursachen: Sie ist Resultat einer großen weltweiten Verunsicherung und einer zurückhaltenden Nachfrage. Ausgangspunkt der Krise war das Platzen der Immobilienblase in den USA, das zu einer weltweiten Krise im Finanzsektor geführt hat. Innerhalb des Bankensektors wurden keine Kredite vergeben. Aber die Zentralbanken sprangen ein und versorgten die Banken mit Liquidität, sodass die Kreditversorgung der Realwirtschaft kaum tangiert wurde.²⁷ Bis zum September 2008 blieb die Realwirtschaft (die Produktion von Gütern) weitgehend verschont. Mit der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers kam es dann aber zu einem drastischen Wechsel. Innerhalb kürzester Zeit zeigten alle Vertrauensindizes einen dramatischen Rückgang der Zukunftserwartungen von Konsumenten und Investoren. Investitionspläne wurden revidiert. Aufträge wurden storniert oder nicht mehr vergeben. Weltweit kam es zu einem Rückgang der Nachfrage, der Produktion und des Handels. Insofern handelt es sich bei der Krise 2009 um eine Nachfrage- und Vertrauenskrise.

In der Regel sollte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage – sofern dies notwendig ist – über die Geldpolitik stabilisiert werden. Dabei kann eine kleine offene Wirtschaft über die Geldpolitik den Wechselkurs und den Export beeinflussen. Die Krise 2009 ist aber global, weshalb diese Möglichkeit entfällt. Dafür kann eine weltweit expansive Geldpolitik über den Zins die Investitionen verbessern. Damit steigt nicht nur die private Nachfrage, sondern auch der Kapitalstock und das Produktionspotenzial. Es ist jedoch fraglich, ob die Geldpolitik der Krise 2009 in der Lage ist, die konjunkturelle Entwicklung zu stabilisieren. So ist zu befürchten, dass eine expansive Geldpolitik nicht zu einem Sinken der Kreditzinsen führt. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Marktakteure mit sinkenden Wertpapierkursen rechnen. Die Wirkung der Geldpolitik wird auch dadurch limitiert sein, dass Zinsen zwar sinken, aber aufgrund von Kreditrestriktionen Kredite teilweise nicht vergeben werden, weil die Banken Risiken vermeiden. Und schließlich bleibt noch die Frage, ob sinkende Zinsen in Zeiten von pessimistischen Absatzerwartungen überhaupt zu steigenden Investitionen führen würden. Das heißt aber, dass der Attentismus der Wirtschaftsakteure die sonst stimulierende Wirkung der Geldpolitik beschränkt. In solchen Situationen ist eine aktive Fiskalpolitik notwendig.

Die Wirksamkeit der Fiskalpolitik ist auch durch die Größe der Wirtschaft und das Wechselkursregime bestimmt. In einer kleinen offenen Wirtschaft mit flexiblem Wechselkurs führt eine Ausweitung der staatlichen Nachfrage zu einer Aufwertung und damit zu einer Verdrängung der Exporte. Bei fixiertem Wechselkurs ist die Fiskalpolitik hingegen sehr wirksam. Tatsächlich leben wir in einer Welt gemischter Wechselkurse, in der diese zum Teil fixiert und zum Teil flexibel sind. Die

27 Aus diesen Gründen war die Konjunkturprognose des HWWI im September noch mit der Überschrift: »Rezessionsgefahr gering« überschrieben, vgl. dazu Bräuninger/Hinze (2008).

Währungsräume, innerhalb deren die Wechselkurse endgültig fixiert sind (Währungsunion), sind in der Regel groß, sodass die Entwicklung innerhalb der Währungsräume Einfluss auf die Weltwirtschaft hat.²⁸ Innerhalb der Währungsräume sind die Länder wirtschaftlich sehr eng miteinander verflochten. Deshalb führen die Nachfrage stimulierenden Maßnahmen in einem Land zu Streueffekten, das heißt, die Produktionssteigerung findet nicht nur im eigenen, sondern vor allem in den umliegenden Ländern statt. Die Multiplikatorwirkung im Inland ist damit sehr gering. In dieser Situation besteht die Gefahr, dass jedes Land auf eine aktive Fiskalpolitik in den umliegenden Ländern wartet und selbst nichts unternimmt. Deshalb ist eine internationale Koordination der Maßnahmen erforderlich.

Da kein Land über die nationale Fiskalpolitik allein die Weltrezession mildern oder gar abwenden kann, sind gemeinsame Anstrengungen der Weltwirtschaft notwendig. Diese wurden auch explizit vom International Monetary Fund (IMF) und auch von der europäischen Kommission eingefordert.²⁹ Dabei hat die EU-Kommission auch anerkannt, dass eine besondere konjunkturelle Lage vorliegt, die zu einem Überschreiten der Grenzwerte der Maastricht-Kriterien für Budgetdefizite berechtigt. Es wurde vorgeschlagen, dass jeder Staat einen positiven fiskalischen Impuls in der Größenordnung von 1 bis 1,5 % des Bruttoinlandsprodukts pro Jahr leisten solle. Dies würde einen Impuls von etwa 90 Mrd. Euro implizieren, von dem Deutschland mindestens 25 Mrd. Euro pro Jahr zu tragen hätte. Abbildung 9 zeigt die Höhe der fiskalpolitischen Maßnahmen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt für einen Länderquerschnitt.

Aus konjunkturpolitischer Sicht ist eine möglichst massive Fiskalpolitik sinnvoll. Dennoch muss die Politik auch langfristig durchhaltbar sein und darf deshalb nicht zu übermäßigen Defiziten führen. Tabelle 1 zeigt die erwarteten Defizite für die Euroländer. Es wird deutlich, dass einige Länder erhebliche Defizite aufweisen werden, obwohl der fiskalpolitische Impuls aus diesen Län-

28 Für die Fiskalpolitik in der Währungsunion vgl. Carlberg (1999).

29 Vgl. Strauss-Kahn (2008) für den IMF und Barroso (2008) für die Europäische Kommission.

Fiskalpolitische Maßnahmen im internationalen Vergleich, 2008–2010

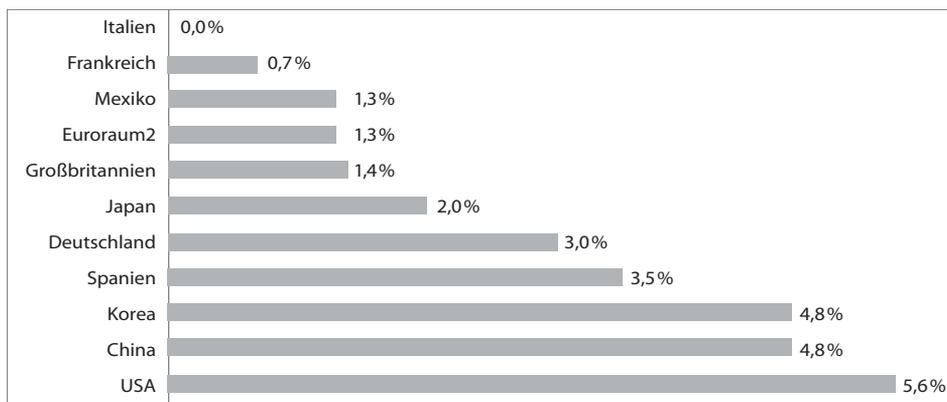


Abb. 9

Quelle: Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009); HWWI.

den relativ gering ist. Dies könnte an besonders starken automatischen Stabilisatoren liegen. Die Entwicklung der Defizite legt jedoch nahe, dass in diesen Ländern erhebliche strukturelle Defizite den Spielraum für konjunkturelle Maßnahmen begrenzen. Abbildung 10 stellt die Relation zwischen der vorliegenden Verschuldung von Ländern und deren fiskalpolitischen Maßnahmen dar. Es wird deutlich, dass sich Länder mit einer hohen Verschuldung systematisch weniger an der Stabilisierung der Weltkonjunktur beteiligen als Länder mit einer niedrigen Verschuldung.

Finanzierungssalden* der öffentlichen Haushalte in den EWU-Ländern, 2004 – 2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Deutschland	-3,8	-3,3	-1,5	-0,2	-0,1	-3,7	-5,5
Frankreich	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7	-3,4	-6,3	-8,1
Italien	-3,5	-4,3	-3,4	-1,6	-2,5	-4,5	-5,8
Spanien	-0,3	1,0	2,0	2,2	-3,4	-7,5	-8,9
Niederlande	-1,7	-0,3	0,6	0,3	1,0	-2,1	-2,9
Belgien	-0,2	-2,6	0,3	-0,3	-0,9	-3,9	-4,5
Österreich	-4,4	-1,5	-1,5	-0,4	-0,3	-3,8	-4,4
Griechenland	-7,5	-5,1	-2,8	-3,5	-3,4	-4,6	-5,4
Finnland	2,4	2,9	4,1	5,3	4,5	0,5	-1,5
Irland	1,4	1,7	3,0	0,2	-6,3	-13,0	-14,0
Portugal	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6	-2,2	-5,3	-6,9
Slowakei	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,2	-3,5	-4,0
Slowenien	-2,2	-1,4	-1,2	0,5	-0,9	-3,9	-4,4
Luxemburg	-1,2	-0,1	1,3	3,2	3,0	-0,2	-1,8
Zypern	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	1,0	-1,5	-2,5
Malta	-4,7	-2,8	-2,3	-1,8	-2,0	-3,7	-4,3
Euroraum**	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,7	-4,9	-6,4

* In % des nominalen Bruttoinlandsprodukts; gemäß Abgrenzung nach dem Vertrag von Maastricht.
 ** Summe der Länder; gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2007 in Euro.

Tab. 1

Quellen: Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009); HWWI.

Staatsschulden und fiskalpolitische Ausgaben, relativ zum Jahr vor der Krise (2007)

Jahresdurchschnitt fiskalpolitischer Ausgaben, 2008–2010 vs. 2007

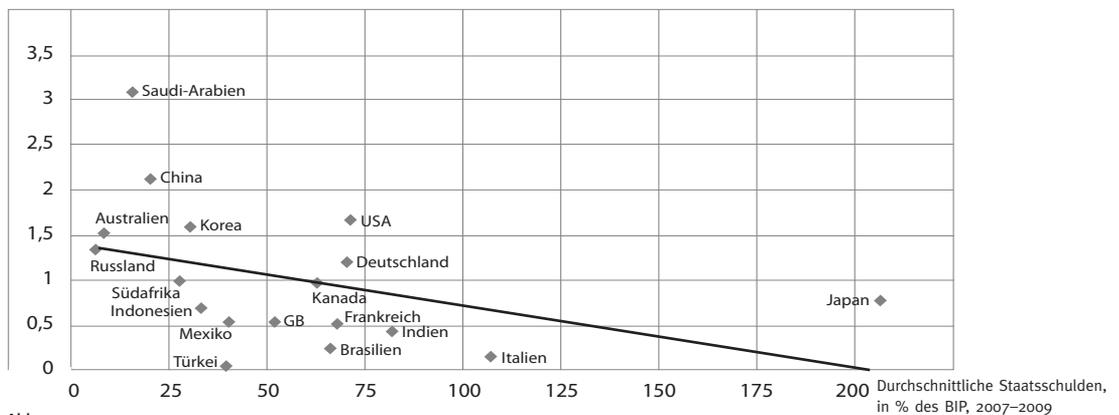


Abb. 10

Quelle: IMF (2009).

Ein wesentliches Argument gegen aktive Fiskalpolitik besteht in zukünftigen Belastungen, die diese auslösen. Im Wesentlichen wird argumentiert, dass eine heutige zusätzliche Verschuldung künftig höhere Steuern erforderlich macht. Haushalte würden dies antizipieren und deshalb heute mehr sparen und weniger konsumieren. Diese Reduktion des Konsums macht die expansive Wirkung der Staatsverschuldung zunichte.³⁰ Tatsächlich setzt dieses Argument aber voraus, dass jedem Individuum nicht nur die genaue makroökonomische Konsequenz der Staatsverschuldung, sondern auch die genauen Verteilungswirkungen der Steuern bekannt sind. Tatsächlich ist es selbst für professionelle Beobachter in der Krise schwierig, die genaue Wirkung von Konjunkturprogrammen vorherzusagen. Notwendig wäre ein Vergleich zukünftiger Steuersätze ohne Konjunkturprogramme und einer größeren Rezession mit den Steuersätzen, die sich mit Konjunkturprogrammen und einer zumindest abgemilderten Rezession ergeben. Die Wirkungen zukünftiger Steuern auf Einkommen unterschiedlicher Höhe sind abhängig von der in der Zukunft praktizierten Verteilungspolitik, die sich ebenso schwierig abschätzen lässt. Insofern spricht vieles dafür, dass die intertemporalen Verschiebungen nicht zu einem deutlichen Rückgang der Multiplikatoren führen.

Letztlich stellt sich die Frage, ob fiskalpolitische Maßnahmen eher auf der staatlichen Einnahmen- oder auf der Ausgabenseite ansetzen sollten. Für staatliche Ausgaben spricht, dass diese direkt Nachfrage entfalten und somit direkt wirken. Der Nachteil liegt darin, dass viele staatliche Ausgaben zu langfristigen strukturellen Verschiebungen führen. Insbesondere wenn die Ausgaben mit einer Ausweitung der staatlichen Beschäftigung verbunden sind, können einmalige Erhöhungen bei besserer Konjunktur nicht einfach rückgängig gemacht werden. Da dies in der Regel nicht erwünscht ist, bleiben nur staatliche Infrastrukturmaßnahmen für die Konjunkturprogramme. Diese sind aber in der direkten Wirkung auf die Bauwirtschaft beschränkt. Um eine breitere Wirkung der Nachfragepolitik zu erzielen, muss der Konsum gefördert werden. Dies ist nur möglich, wenn das verfügbare Einkommen der Haushalte steigt. Dazu können Senkungen der Steuern über die Erhöhung des Freibetrages, die Senkung des Eingangssteuersatzes sowie die Senkung des Beitragsatzes zur Krankenversicherung über staatliche Zuschüsse genutzt werden. Diese Maßnahmen führen schon kurzfristig zu steigenden Nettoeinkommen der Haushalte. Die Reformen sind auch nachhaltig, das heißt, sie müssen nicht rückgängig gemacht werden: Mit steigenden Einkommen und Preisen werden viele Steuerzahler ohnehin wieder in die Progression hineinwachsen, und eine Absenkung der Beitragsätze zur Sozialversicherung entlastet die Lohnkosten und vergrößert den Abstand zwischen Lohn- und Transfereinkommen. Damit steigen langfristig die Arbeitsanreize. In diesem Sinne ist auch diese Reform dauerhaft sinnvoll.³¹

30 Dieses als Ricardianische Äquivalenz bekannte Theorem wurde zunächst von Barro (1974) in die Diskussion eingebracht. Auch in der aktuellen Debatte um Fiskalprogramme hat es eine erhebliche Bedeutung. So argumentieren Cogan/Cwik/Taylor/Wieland (2009), dass die zukünftige Steuerbelastung zu Multiplikatoren kleiner eins führt. Dies würde implizieren, dass eine Ausweitung der Staatsausgaben um 100 das gesamtwirtschaftliche Einkommen um weniger als 100 erhöht.

31 Eine empirische Untersuchung des IMF zeigt, dass eine Kombination von staatlichen Ausgabenprogrammen und einer Erhöhung der verfügbaren Einkommen die beste Wirkung erzielt, vgl. Spilimbergo/Symansky/Blanchard/Cottarelli (2008).

3. Langfristige Wirkungen der Staatsschulden

Staatsschulden entstehen, wenn der Staat Kredite aufnimmt, um damit aktuelle Ausgaben zu finanzieren. Die eigentliche Last der Finanzierung tragen dann zukünftige Generationen, welche die Zinsen auf bestehende Staatsschulden tragen und gegebenenfalls Schulden tilgen müssen. Für die weitere Analyse wird zwischen impliziten und expliziten Staatsschulden unterschieden. *Implizite Staatsschulden* entstehen vor allem durch umlagefinanzierte Sozialversicherungssysteme. Dieses wird deutlich, wenn man einige Begriffe neu benennt. Im Umlageverfahren zahlt die aktive Generation Sozialbeiträge (gibt einen Kredit), die direkt als Rente an die derzeitige Generation der Rentner ausgezahlt werden (der Staat zahlt Transfers). In der Zukunft erhalten die heutigen Beitragszahler eine Rente, die durch die nachfolgende Generation finanziert wird (der Kredit wird getilgt). Dabei ist die Rendite dieser impliziten Staatsschulden zum einen unbekannt und zum anderen von der Wachstumsrate und der demografischen Entwicklung abhängig. Bei expliziten Staatsschulden verkauft der Staat Wertpapiere, um damit sein Budgetdefizit zu finanzieren. Im Folgenden werden wir zunächst die impliziten Staatsschulden diskutieren und dabei aufzeigen, dass diese in den meisten Industrieländern weit größer sind als die expliziten Staatsschulden. Dennoch werden wir uns im Weiteren dann auf die expliziten Staatsschulden konzentrieren. Diese sind direkt messbar und relevant für die Kapitalmärkte.

3.1 Implizite Staatsschulden

Dr. Jörn Quitzau

»Die derzeitigen finanzpolitischen Regelungen in der Bundesrepublik Deutschland sind in wichtigen Bereichen nicht zukunftsfähig, und zwar in einem Sinne, der weit hinausgeht über diejenigen Fragen, die üblicherweise unter dem Stichwort des Konsolidierungsbedarfs öffentlicher Haushalte diskutiert werden. Der Hauptgrund dafür liegt – neben der immer noch hohen Staatsverschuldung – im Zusammenwirken der geltenden sozialstaatlichen Regelungen mit den sich abzeichnenden demografischen Veränderungen in Gestalt niedriger Geburtenziffern bei gleichzeitig steigender Lebenserwartung.«³²

Mit dieser düsteren Einschätzung begann der Wissenschaftliche Beirat des Bundesfinanzministeriums sein Gutachten zur Nachhaltigkeit der Finanzpolitik im November 2001. Im Kern geht es um die Erkenntnis, dass durch die sozialstaatlichen Regelungen über die offiziell ausgewiesene Staatsverschuldung hinaus zusätzliche Schulden in erheblichem Umfang auf Deutschland zukommen. Diese noch verdeckten beziehungsweise impliziten Schulden lassen sich durch die sogenannte Nachhaltigkeitslücke ermitteln. Unter Nachhaltigkeit ist zu verstehen, dass langfristige Fehlentwicklungen der öffentlichen Finanzen vermieden werden. Bei der Ermittlung der impliziten Staatsverschuldung wird errechnet, welcher Teil der Leistungsversprechen, die der Staat schon heute seinen Bürgern für die Zukunft gibt oder in der Vergangenheit bereits gegeben hat, nicht durch entsprechende künftige Einnahmen mit den heutigen Steuer- und Abgabensätzen gedeckt werden kann.

32 Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Finanzen (2001), S.1.

»Die Dramatik der insgesamt bevorstehenden Entwicklung ist einstweilen noch verdeckt, da derzeit geburtenstarke Jahrgänge im Arbeitsprozess stehen. Mit voller Wucht dürfte sie erst nach Ablauf der nächsten 20 bis 30 Jahre zu spüren sein, wenn die stark besetzten Jahrgänge das Rentenalter erreicht haben und zahlenmäßig wesentlich schwächere Jahrgänge nachrücken.«³³

Die verdeckte Staatsverschuldung dürfte also um das Jahr 2030 herum sichtbar werden und sich sukzessive in offizielle Staatsschulden umwandeln, sofern zuvor keine Gegenmaßnahmen ergriffen werden. Ein großer Teil der impliziten Verschuldung resultiert in Deutschland aus den Leistungsversprechen der Sozialversicherung. Die im Umlageverfahren finanzierten Systeme sind nicht für eine alternde und schrumpfende Bevölkerung konzipiert. Angesichts der demografischen Entwicklung steht die Politik vor der Entscheidung, die öffentliche Verschuldung explodieren zu lassen oder den Sprengsatz der impliziten Verschuldung durch Strukturreformen zu entschärfen.³⁴

Viele der denkbaren strukturellen Anpassungen sind schmerzhaft. So können künftig die Steuer- und Beitragssätze deutlich angehoben werden, um die Einnahmehasis des Staates zu stärken. Allerdings sind hierbei Grenzen gesetzt, weil durch hohe Steuern und Abgaben die Arbeits- und Investitionsanreize geschwächt werden. Ab einem gewissen Punkt würden die Einnahmen des Staates trotz steigender Steuer- und Abgabensätze sinken (»Laffer-Theorem«). Zudem ist es möglich, die abgegebenen Leistungsversprechen nicht vollständig einzuhalten. Renten- und Pensionszahlungen würden also sinken. Ökonomisch betrachtet ist eine solche Leistungskürzung gleichzusetzen mit der nicht vollständigen Rückzahlung von Staatsanleihen. Ob man in diesem Zusammenhang von Enteignung sprechen kann, sei dahingestellt. Faktisch erzeugt der Staat aber eine Vermögensillusion bei den Leistungsempfängern, wenn er heute Versprechen abgibt, die später nicht in voller Höhe eingehalten werden können.

Eine entscheidende Rolle bei der Bewertung von Reformmaßnahmen spielt die Entwicklung der Lebenserwartung. So ist die Lebenserwartung in den letzten Jahren deutlich gestiegen: 1980 betrug die Lebenserwartung einer 60-jährigen Frau 80,8 Jahre, im Jahr 2002 lag sie bereits bei 84,1 Jahren. Bei Männern stieg die Lebenserwartung im gleichen Zeitraum von 76,5 auf 80 Jahre (vgl. Abb. 11). Die Rentenbezugsdauer stieg damit bei Frauen – bei einem unterstellten Renteneintrittsalter von 65 Jahren – um 3,3 Jahre oder knapp 21%. Bei Männern stieg die Rentenbezugsdauer um 3,5 Jahre oder gut 30%. Dies bedeutet, dass – unter sonst gleichen Umständen – der Wert der Rentenanwartschaften im betrachteten Zeitraum um 21% bei Frauen und um 30% bei Männern gestiegen ist. Die sukzessive Anhebung des Renteneintrittsalters ist mit Blick auf die demografische Entwicklung also nicht nur ein geeignetes Instrument, der impliziten Verschuldung entgegenzuwirken, sondern sie ist mit Blick auf die gestiegene Lebenserwartung auch vertretbar.

Derzeit übersteigt die implizite die offizielle Verschuldung in den meisten Industriestaaten um ein Vielfaches. Eine Ausnahme bildet lediglich die Schweiz. Das *Forschungszentrum Generationenverträge* hat im Jahr 2008 eine von der *Stiftung Marktwirtschaft* beauftragte internationale Vergleichsstudie zur Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen vorgelegt.³⁵ Danach beträgt die implizite Verschul-

33 Ebenda, S.1.

34 Zur Bedeutung der demografischen Entwicklung für die Staatsfinanzen vgl. Ehrentraut/Heidler (2007).

35 Wegen der internationalen Vergleichbarkeit wurde das Basisjahr 2004 gewählt. Berechnungen für die Folgejahre haben zum Teil deutlich niedrigere Werte ergeben. Vgl. dazu und zu den weiteren Ausführungen Hagist et al. (2009).

Lebenserwartung im Alter von 60 Jahren

Lebensjahre

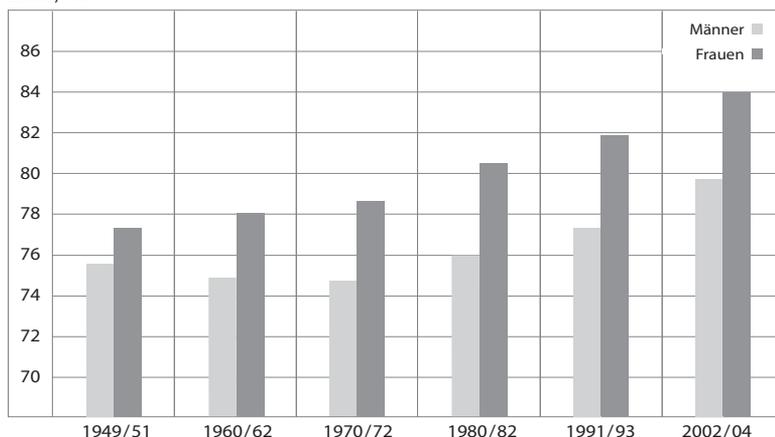


Abb. 11

Quelle: Destatis (2006).

Offizielle und implizite (verdeckte) Staatsverschuldung

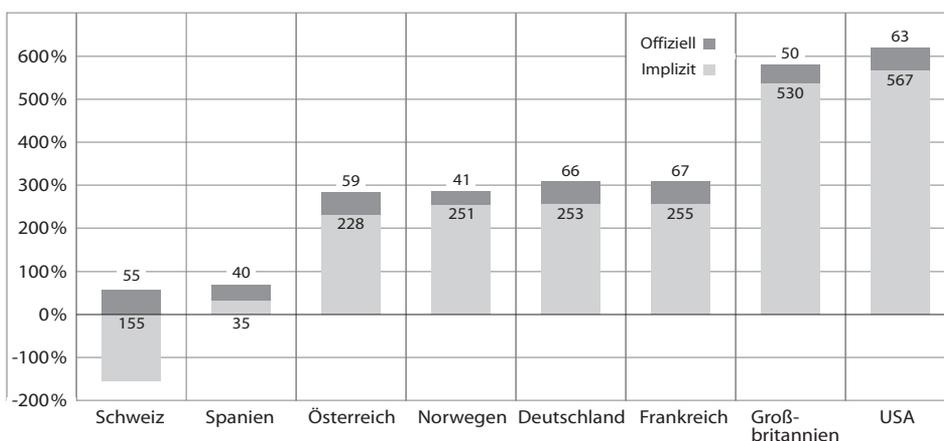


Abb. 12

Quellen: Forschungszentrum Generationenverträge; Bundesministerium der Finanzen.

derung in Deutschland 253% des BIP – zusammen mit der offiziellen Verschuldung ergibt sich ein Gesamtschuldenstand von deutlich über 300% (vgl. Abb. 12).

In den USA erreicht die Gesamtverschuldung nach diesen Berechnungen sogar über 600% des BIP, 567% davon sind implizite Schulden. Die Ursachen für die implizite Verschuldung differieren von Land zu Land. In Deutschland ist der umfassende Sozialstaat in Kombination mit einer schrumpfenden Bevölkerung das Hauptproblem. Die im Umlageverfahren konzipierte Sozialversicherung passt zu einer wachsenden oder stagnierenden, nicht aber zu einer schrumpfenden Bevölkerung. Verschlechtert sich das Verhältnis von Beitragszahlern und Leistungsempfängern zulasten

der Beitragszahler, ist das System ohne Anpassungen bei den Beitragssätzen oder/und bei den Auszahlungsbeträgen nicht überlebensfähig.

In den USA stellt sich die Problemlage anders dar: Hier wird der Staat sehr stark durch die Gesundheitsausgaben für Arme, denen keine entsprechenden Einnahmen gegenüberstehen, belastet. Im Gegensatz zu Deutschland steigt das Durchschnittsalter der Bevölkerung in absehbarer Zeit nicht an. Dennoch resultieren auch in den USA Probleme aus der demografischen Entwicklung, denn das Bevölkerungswachstum induziert hohe Ausgaben für Bildung und Gesundheit, die nach heutiger Rechtslage auf eine schwache Finanzierungsbasis treffen.

In der untersuchten Ländergruppe gibt es nur ein Land, das nicht unter einer impliziten Schuldenlast leidet: die Schweiz. Der Alpenstaat verfügt sogar über ein implizites »Fiskalpolster« in Höhe von 15% des Bruttoinlandsproduktes. Die zwei Hauptgründe für diese komfortable Situation sind: 1. Die obligatorische Krankenversicherung wird nicht zum Staatssektor gerechnet. 2. In der Rentenversicherung ist eine Art »Kostenbremse« installiert, denn das reale Lohnwachstum wird nur zur Hälfte an die Rentner weitergegeben. Abgesehen von der Schweiz erscheinen die Zahlen zur impliziten Verschuldung zunächst dramatisch – und sie sind es auch. Dennoch ist die Situation nicht ausweglos. Die Berechnungen reagieren sehr sensibel auf Änderungen der Parameter. Dies zeigt sich, wenn man die Berechnungen zur impliziten Verschuldung in Deutschland über die letzten Jahre vergleicht. Seit 2004 schwankt die Höhe der impliziten Verschuldung zwischen 105% und 260% des deutschen Bruttoinlandsproduktes. Eine ganze Reihe von Faktoren hat dabei Einfluss auf die Ergebnisse. Dazu gehören unter anderem die Annahme über das künftige Wirtschaftswachstum, Änderungen bei der Bevölkerungsentwicklung (inklusive Zuwanderung), steuerpolitische Maßnahmen, aber auch Sozialreformen. Insofern gibt es verschiedene Stellschrauben, an denen die implizite Verschuldung zurückgedreht werden kann.

Selbst in den USA ist der implizite Schuldenberg kein Todesurteil für die öffentlichen Finanzen. Aufgrund der im Vergleich zu Deutschland niedrigen Abgaben- und Staatsquote haben die USA größeres Potenzial, ihre Einnahmen zu erhöhen und ihre Schulden damit deutlich zu reduzieren.

USA und Deutschland im Vergleich, 2007

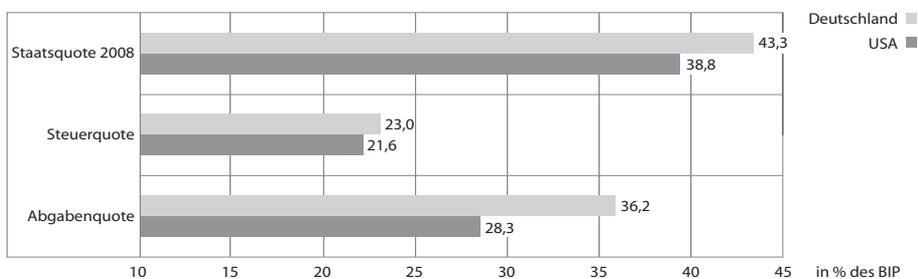


Abb. 13

Quelle: Bundesministerium der Finanzen.

So wurde die Gesundheitsreform von 2004, die Ausgabensteigerungen der staatlichen Krankenversicherung Medicare zur Folge hatte, nicht angemessen gegenfinanziert. Die implizite Staatsschuld könnte zu einem guten Teil dadurch abgetragen werden, dass der Staat die Abgaben und damit seine Einnahmehasis erhöht. Allerdings würde die Erhöhung von Steuern und Abgaben die langfristigen Arbeits- und Investitionsanreize schädigen, wodurch das Wachstumspotenzial der amerikanischen Wirtschaft sinken würde.

Nicht nur für Amerika und für Deutschland gilt, dass kosmetische Korrekturen im Bereich der Wirtschafts- und Sozialpolitik kaum ausreichen werden. Die Sanierung der öffentlichen Finanzen stellt für die meisten großen Industrienationen eine erhebliche Herausforderung dar. Mittelfristig wird die Wirtschaftspolitik nicht um eine Neuorientierung herumkommen, die schmerzhaft sein wird und – mindestens vorübergehend – das Wachstum belasten dürfte. Das Forschungszentrum Generationenverträge hat ermittelt, wie stark die Abgabenquote in den einzelnen Ländern erhöht werden müsste, damit die öffentlichen Finanzen den Kriterien der nachhaltigen Finanzpolitik genügen (vgl. dazu die nachfolgende Grafik). In den USA müsste die Abgabenquote um 5,3 Prozentpunkte steigen, in Deutschland sogar um 5,8 Prozentpunkte auf dann deutlich über 40%. 5,8 Prozentpunkte mögen zunächst noch relativ moderat klingen, faktisch würde dies aber einen Anstieg der Abgaben um rund 15 % bedeuten.

Alternativ oder unterstützend könnten aber auch die staatlichen Leistungen gekürzt werden, um die impliziten Schulden zu reduzieren. Schließlich bietet sich – wie oben bereits skizziert – an, die Lebensarbeitszeit zu verlängern und damit die Rentenbezugsdauer entsprechend zu verkürzen. Sehr wahrscheinlich wird die Politik eine Kombination aus allen drei Lösungswegen wählen. Es ist somit davon auszugehen, dass im Jahr 2030 die Abgabenbelastung höher und die öffentlichen Leistungen niedriger liegen als heute und zudem das Renteneintrittsalter erneut angehoben sein wird.

Notwendige Erhöhung der Abgabenquote, 2009

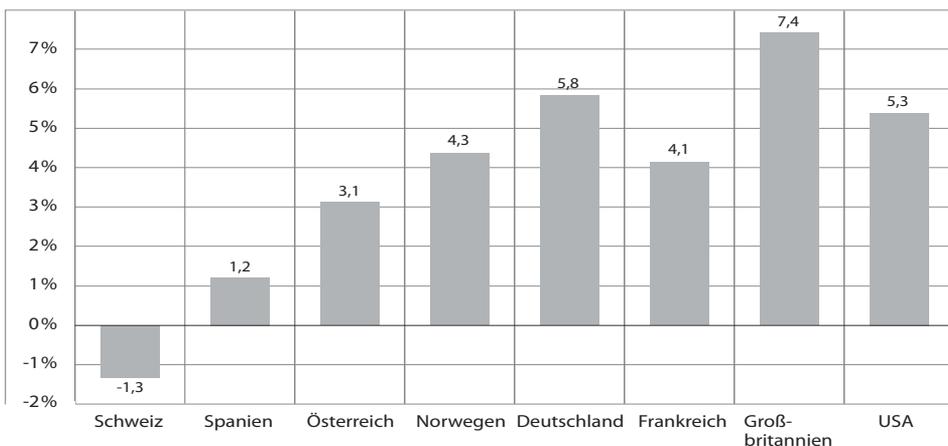


Abb. 14

Quelle: Forschungszentrum Generationenverträge.

3.2 Die Dynamik von Budgetdefiziten und direkte Staatsschulden *Dr. M. Bräuninger*

Budgetdefizite ergeben sich als Differenz zwischen staatlichen Einnahmen und Ausgaben. Die staatlichen Einnahmen ergeben sich im Wesentlichen aus Steuern und Abgaben.³⁶ Bei einer im Zeitverlauf konstanten Politik bleiben auch die Steuer- und Abgabesätze im Zeitverlauf konstant. So entwickeln sich die Einnahmen im Wesentlichen proportional zum Volkseinkommen. Die staatlichen Ausgaben setzen sich aus den Ausgaben für Käufe von Gütern und Dienstleistungen, den staatlichen Transfers und den staatlichen Zinszahlungen für die bestehenden Staatsschulden zusammen. Abbildung 15 zeigt die Entwicklung der Staatsquote (das Verhältnis von Staatsausgaben zum Bruttoinlandsprodukt) und der Abgabenquote (Abgaben und Steuern im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt) für Deutschland. Beide Quoten sind Anfang der 70er-Jahre deutlich angestiegen und haben sich dann – mit kurzen Ausreißern nach der deutschen Wiedervereinigung – relativ stabil entwickelt.

Im Folgenden soll der Einfachheit halber unterstellt werden, dass die Steuereinnahmen und die Ausgaben für staatliche Käufe von Gütern jeweils proportional zur gesamtwirtschaftlichen Produktion (gemessen durch das Bruttoinlandsprodukt) sind.³⁷ Sofern die Ausgaben für staatliche Käufe und Transfers den Einnahmen entsprechen, ist das primäre Budgetdefizit ausgeglichen. Die Staatsschulden im nächsten Jahr setzen sich zusammen aus den Staatsschulden dieses Jahres und den Zinszahlungen auf die Staatsschulden. Die Wachstumsrate der Staatsschulden entspricht dann dem Zinssatz. Sofern der Zins höher ist als die Wachstumsrate des Sozialprodukts, steigt das Verhältnis zwischen Staatsschulden und gesamtwirtschaftlicher Produktion kontinuierlich und exponentiell. Dies sei durch ein einfaches numerisches Beispiel illustriert: Zu Anfang entspricht die Ausgaben-

³⁶ Auf die Darstellung von Gebühren wird hier verzichtet, da sie von untergeordneter Bedeutung sind.

³⁷ Die Budgetdynamik wurde zunächst von Domar (1944) dargestellt.

Entwicklung von Staats- und Abgabenquote

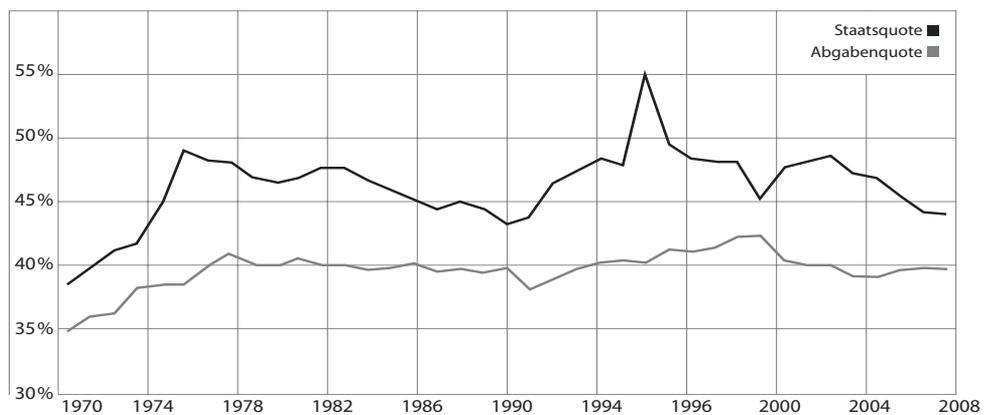


Abb. 15

Quelle: Sachverständigenrat (2009).

quote der Steuerquote, beide seien 40%. Das Budget ist ausgeglichen, es existieren keine Staatsschulden. Nun hebt der Staat den Ausgabensatz auf 50%. Es entsteht ein Budgetdefizit in Höhe von 10% des Sozialprodukts. In der Folgeperiode senkt der Staat den Ausgabensatz wieder auf 40%. Durch das temporäre Defizit sind Staatsschulden entstanden. Auf diese müssen Zinszahlungen geleistet werden. Es entsteht ein Budgetdefizit in Höhe der Zinszahlungen. Diese erhöhen von Jahr zu Jahr die Staatsschulden. Im Folgenden werden ein Zinssatz von 6% und ein Wachstum des nominalen Sozialprodukts von 4% unterstellt. Die unterstellte Wachstumsrate des Sozialprodukts ergibt sich aus der Annahme einer realen Wachstumsrate von 2% und einer Preissteigerung (Inflationsrate) von ebenfalls 2%. Das Budgetdefizit steigt von Jahr zu Jahr und deshalb nehmen auch die Staatsschulden immer stärker zu. Nach 30 Jahren sind die Staatsschulden auf 17% des Sozialprodukts gestiegen. Die Dynamik ist langsam, aber die Staatsschulden und das Budgetdefizit wachsen un-aufhaltsam.

Der Staat kann eine stabile Entwicklung erreichen, indem er neben den Staatsausgaben das Budgetdefizit fixiert. In diesem Fall müssen Steuersätze so angepasst werden, dass Staatskäufe und die Zinszahlungen nicht zu steigenden Budgetdefiziten führen. Auch dies sei durch ein Beispiel illustriert. Das Sozialprodukt wächst wieder mit der Rate von 4%. Der Staat fixiert das Budgetdefizit in einer Höhe von 2% des Sozialprodukts. Die Wachstumsrate der Staatsschulden ist von der Defizitquote und dem Niveau der Staatsschulden abhängig. Halten wir das Sozialprodukt zunächst gedanklich konstant. Dann bedeutet ein hohes Niveau der Staatsschulden auch eine hohe Schuldenquote und ein hohes Defizit. Bei einer gegebenen Defizitquote bedeuten hohe Staatsschulden eine niedrige Wachstumsrate und niedrige Staatsschulden eine hohe Wachstumsrate. Es kann gezeigt werden, dass bei einer hohen Schuldenquote die Staatsschulden langsamer wachsen als das Sozialprodukt, sodass die Schuldenquote fällt.³⁸ Ist die Schuldenquote hingegen gering, so wachsen die Staatsschulden schneller als das Sozialprodukt, und die Schuldenquote nimmt zu. Dies führt dazu, dass sich langfristig eine Schuldenquote einstellt, bei der die Staatsschulden und die Wirtschaft mit der gleichen Rate wachsen.

38 Ein formaler Beweis findet sich in Bräuninger (2003).

Vergleich der Konvergenz

Entwicklung der Schuldenquote bei fixierter Defizitquote

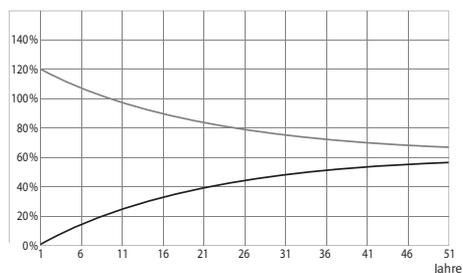
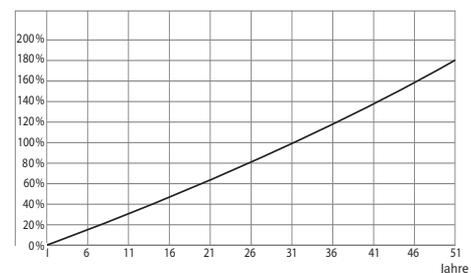


Abb. 16

Entwicklung der Schuldenquote bei fixiertem Steuersatz



Quelle: Berechnungen HWWI.

Abbildung 16 zeigt die Entwicklung der Schuldenquote bei einem fixierten Steuersatz und bei einer fixierten Defizitquote. Sofern der Staat den Steuersatz fixiert, explodiert die Schuldenquote. Begrenzt er aber die Defizitquote, so konvergiert die Schuldenquote. Die Abbildung verdeutlicht, dass dies unabhängig vom Ausgangsniveau der Schulden geschieht.

Durch die Fixierung der Budgetdefizitquote hat der Staat die Schuldendynamik stabilisiert. Es kommt nicht mehr zu einer Explosion der Staatsschulden, sondern die Staatsschulden wachsen langfristig mit der gleichen Rate wie das Sozialprodukt. Wie aber wirkt die Defizitquote? Eine höhere Defizitquote führt langfristig zu einer höheren Schuldenquote. Mit dieser steigen auch die Zinszahlungen. Deshalb muss der Steuersatz angehoben werden. Tabelle 2 zeigt den Zusammenhang zwischen der Budgetdefizitquote (Relation des Budgetdefizits zum Sozialprodukt), der Staatsschuldenquote (Relation der Staatsschulden zum Sozialprodukt) und der Zinsquote (Relation der staatlichen Zinszahlungen zum Sozialprodukt). Im linken Teil der Tabelle finden sich Berechnungen, bei denen eine Wachstumsrate des nominalen Sozialprodukts von 4 % (zum Beispiel 2 % reales Wachstum und 2 % Preissteigerung) und ein Zinssatz von 6 % unterstellt werden. Variiert wird die Defizitquote. Berechnet werden die Schulden- und Zinsquoten, die sich langfristig, das heißt nach Beendigung aller Anpassungsprozesse, einstellen. Bei einer Defizitquote von 4 % ergibt sich langfristig eine Schuldenquote von 100 %. Bei einer Defizitquote von 3 % liegt die Schuldenquote bei 75 %.

Die Bedeutung der Defizitquote für Schulden- und Zinsquote

Defizitquote	Wachstumsrate 4%		Wachstumsrate 5%	
	Schuldenquote	Zinsquote	Schuldenquote	Zinsquote
0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
1 %	25 %	1,5 %	20 %	1,2 %
2 %	50 %	3,0 %	40 %	2,4 %
3 %	75 %	4,5 %	60 %	3,6 %
4 %	100 %	6,0 %	80 %	4,8 %
5 %	125 %	7,5 %	100 %	6,0 %

Tab. 2

Quelle: Berechnungen HWWI.

In den Maastricht-Kriterien wurde eine Obergrenze für die Defizitquote von 3 % und eine Obergrenze für die Schuldenquote von 60 % festgelegt. Bei einer Wachstumsrate von 4 % würde das Kriterium der Schuldenquote greifen, das heißt, die Defizitquote muss langfristig unter 3 % fixiert werden. Bei einer höheren Wachstumsrate von 5 % wären die Kriterien kompatibel. In diesem Fall würde sich aus einer Defizitquote von 3 % eine Schuldenquote von 60 % ergeben.

Eine höhere Defizitquote führt langfristig zu einer höheren Schuldenquote, einer höheren Zinsquote und damit bei gegebenen Staatskäufen zu höheren Steuern. Es stellt sich insofern die Frage, warum es im politischen Prozess so schwierig ist, Staatsschulden abzubauen, oder warum es überhaupt zu Staatsschulden kommt. Um dies zu verstehen, muss der Prozess, in dem Staats-

schulden entstehen, genauer betrachtet werden. Gehen wir davon aus, dass sich die Wirtschaft in einem stabilen Zustand befindet. Die Defizitquote ist konstant. Staatsschulden und Sozialprodukt wachsen mit derselben Rate, sodass auch die Schuldenquote konstant ist. In dieser Situation senkt der Staat den Steuersatz und hält gleichzeitig die Staatsausgabenquote konstant. Dafür akzeptiert er eine höhere Defizitquote. Der negative Effekt ist, dass aufgrund der höheren Defizitquote die Staatsschulden jetzt schneller wachsen. Damit übersteigt die Wachstumsrate der Staatsschulden die des Sozialprodukts. Die Zinszahlungen steigen schneller an, sodass der Anteil der Zinszahlungen an den gesamten Staatsausgaben steigt. Um die höheren Zinszahlungen zu finanzieren, muss der Steuersatz angehoben werden. Dies dämpft die Wachstumsrate der Staatsschulden. Langfristig wachsen die Staatsschulden wieder mit der Rate des Sozialprodukts, sodass die Schuldenquote konstant bleibt. Die Abbildung 17 zeigt die Entwicklung der Schuldenquote und des Steuersatzes nach einer Erhöhung der Defizitquote.

Die bisherige Analyse hat gezeigt, dass ein Anstieg der Defizitquote langfristig zu einer höheren Schuldenquote führt. Die Folge sind höhere Zinszahlungen, die einen höheren Steuersatz notwendig machen. Damit sinken natürlich auch die verfügbaren Einkommen der Haushalte und damit die Wohlfahrt. Tatsächlich sind aber die Folgen der Staatsschulden sehr viel gravierender. Ein verstärkender Effekt entsteht dadurch, dass es mit steigenden Schuldenquoten zu einer steigenden Risikoprämie und deshalb zu steigenden Zinsen kommt. Abbildung 18 zeigt die Entwicklung der Zinsen für Staatsanleihen in Deutschland, Irland und Griechenland. Obwohl in Deutschland im Zuge der Wirtschaftskrise die Defizitquote³⁹ im Jahr 2009 auf 3,7 % und in 2010 auf 5,5 % steigen könnte, hat sich der Abstand der Zinsen auf Staatsanleihen zu den Notenbankzinsen nicht wesentlich erhöht. Dies stellt sich für Irland und Griechenland anders dar. Dabei sind die Ursachen für den Zinsanstieg unterschiedlich. Der irische Staatshaushalt verzeichnete bis in das Jahr 2007 Überschüsse. Im Zuge der Finanzkrise werden aber Defizite von bis zu 14 % des Sozialprodukts erwartet. Darüber hinaus sind die irischen Banken besonders durch die Finanzkrise belastet, und der irische Staat hat weit-

³⁹ Die Prognosen für die Defizitquoten stammen aus der Gemeinschaftsdiagnose der Forschungsinstitute im Frühjahr 2009.

Entwicklung von Schuldenquote und Steuersatz nach einer Erhöhung der Defizitquote

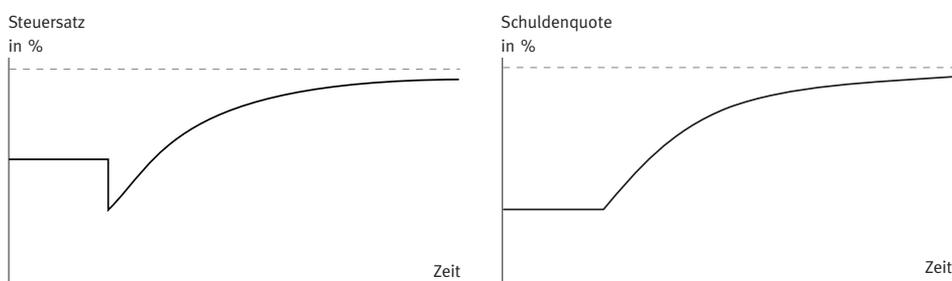


Abb. 17

Quelle: Darstellung HWWI.

Benchmark Anleihen

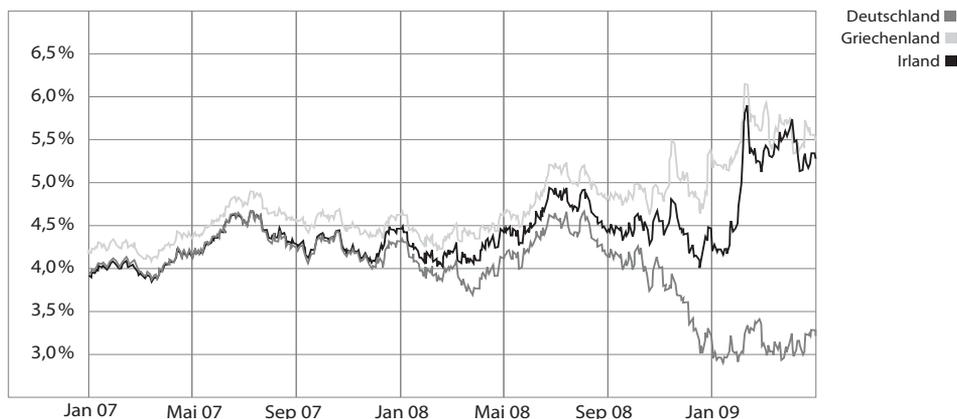


Abb. 18

Quellen: Bundesbank; Federal Reserve; Datastream; HWWI.

reichende Garantien übernommen. In Griechenland sind nur Defizitquoten von 4,6 % bzw. 5,4 % zu erwarten. Allerdings erhöhen diese Defizite erheblich die Staatsschulden. So liegen die Staatsschulden in Griechenland bei 100 % des Sozialprodukts, in Deutschland hingegen bei 65 %.⁴⁰

Sofern der Zinssatz mit der Staatsschuldenquote steigt, wird dadurch der oben dargestellte Effekt noch einmal verstärkt. Ein Anstieg der Defizitquote führt dann zu einem noch stärkeren Anstieg der Schuldenquote und des Steuersatzes.

3.3 Projektionen

Im Folgenden werden drei Projektionen zu der möglichen Entwicklung der Schuldenquoten in ausgewählten Ländern dargestellt. Getrieben wird die Schuldendynamik durch das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und durch die Entwicklung der Budgetdefizite. Hier werden drei Szenarien analysiert.

Im ersten Szenario ergibt sich nach der derzeitigen Krise eine Rückkehr zum Normalen. Sowohl die Wachstumsraten als auch die Defizitquoten gehen hier mittelfristig wieder auf das durchschnittliche Niveau der letzten Jahre zurück. Dann werden verschiedene Variationen über die Entwicklung der Wachstumsraten und Defizitquoten dargestellt. Ausgangspunkt ist die globale Krise, in der sich für die Jahre 2009 und 2010 ein deutlicher Rückgang der Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts und ein starker Anstieg der Defizitquoten ergeben. Dabei werden für Wachstumsraten und Defizitquoten der Jahre 2009 und 2010 die Prognosen des internationalen Währungsfonds genutzt. Dabei steigt mit den zurückgehenden Sozialprodukten auch die Schuldenquote deutlich an. Für die Zeit nach der Krise wird die Rückkehr zum Normalen unterstellt. So werden die Wachstumsraten ab 2010 wieder dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre vor der Krise

⁴⁰ Vgl. Eurostat (2009).

Annahmen für die Defizitquoten und Wachstumsraten

	Defizitquoten			Wachstumsraten		
	2000 bis 2008	2009	2010	2000 bis 2008	2009	2010
Deutschland	2,31 %	6,14 %	5,37 %	2,39 %	-6,26 %	-1,35 %
USA	3,28 %	9,68 %	8,40 %	4,78 %	-1,84 %	0,34 %
Großbritannien	2,56 %	10,94 %	9,26 %	5,00 %	-2,02 %	1,47 %
Frankreich	3,15 %	6,45 %	5,79 %	3,82 %	-2,03 %	1,47 %
Japan	6,66 %	9,82 %	9,19 %	0,11 %	-5,31 %	-0,22 %
Italien	3,20 %	5,92 %	5,38 %	3,53 %	-3,49 %	0,31 %

Tab. 3

Quellen: IMF; Berechnungen HWWI.

entsprechen. Für die Defizitquoten wird eine graduelle Rückkehr zur mittelfristigen Entwicklung unterstellt. Es wird angenommen, dass die Defizitquoten über fünf Jahre zu dem durchschnittlichen Niveau der Jahre vor der Krise zurückgeführt werden. Tabelle 3 zeigt die Annahmen über Wachstumsraten und Schuldenquoten für die Länder.

Abbildung 19 zeigt die resultierenden Entwicklungen der Schuldenquoten. Entsprechend dieser Projektion wird es den dargestellten Ländern gelingen, den Schuldenstand bis 2020 und dann noch einmal bis 2030 zu verringern. Den USA und Großbritannien gelingt es trotz höherer Defizitquoten, den Schuldenstand schneller zu senken als zum Beispiel Deutschland. Der Grund liegt in einem sehr viel höheren Wachstum. Die Wachstumsraten des nominalen Sozialprodukts in den USA und Großbritannien betragen über 7%, während sie in Deutschland nur etwas über 4% liegen. Eine andere Entwicklung der Schuldenquoten zeigt Japan. Diese ist aufgrund der anderen Dimension der Schuldenquoten nicht in der Abbildung dargestellt. In Japan liegt der Schuldenstand 2010 bei 220%. Bei sehr geringem Wachstum und hoher Neuverschuldung wird der Schuldenstand kontinuierlich weiter steigen und 2030 bei 260% ankommen.

Verschuldungsprognose

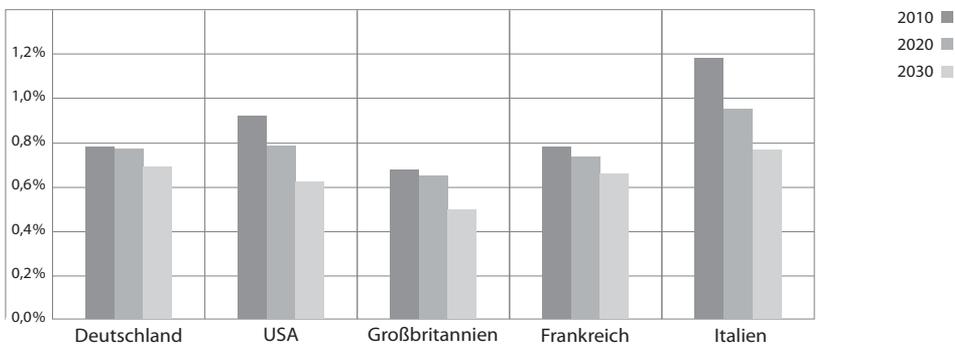


Abb. 19

Quelle: Berechnungen HWWI.

Im Folgenden werden zwei alternative Szenarien betrachtet. Im ersten Szenario wird für die Länder für die Zeit ab 2015 ein einheitliches Wachstum des nominalen Sozialprodukts von 4 % unterstellt. Bei einer angenommenen Inflationsrate von 2 % bedeutet dies für alle Länder außer Japan eine deutliche Verlangsamung. Insofern wird hier angenommen, dass die derzeitige Krise zu einem langfristig schwächeren Wachstumspfad führt. Dies könnte zum Beispiel der Fall sein, wenn im Zuge der Krise protektionistische Maßnahmen ergriffen würden, die den Globalisierungsprozess nachhaltig stören würden. Im dritten Szenario wird unterstellt, dass die Wachstumsraten zu ihrem alten Niveau zurückkehren, wobei der Konsolidierungsprozess länger als im ersten Szenario benötigt. So wird die durchschnittliche Defizitquote der Jahre 2000 bis 2008 nicht schon 2015, sondern erst 2020 wieder erreicht. Abbildung 20 zeigt die Verschuldungsquoten für die drei Szenarien. Der Rückgang der Verschuldungsquote wird sowohl durch die langsame Konsolidierung als auch durch das langsame Wachstum aufgehalten.

3.4 Staatsschulden, Kapitalbildung und Wachstum

Ein wesentlicher Effekt der staatlichen Verschuldung liegt darin, dass sie Ersparnis absorbiert, die damit nicht mehr für die Kapitalbildung zur Verfügung steht.⁴¹ Bevor dieser Zusammenhang genauer untersucht wird, soll die Bedeutung von Ersparnis und Investitionen für Wachstum und Kapitalbildung dargestellt werden. Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion wird langfristig durch die Verfügbarkeit der Produktionsfaktoren und durch deren Effizienz bestimmt. Dabei erhöhen Investitionen den Kapitalstock und damit die Produktionskapazitäten. Darüber hinaus bedeuten Investitionen eine technische Erneuerung des Kapitalstocks und erlauben damit kapitalgebundenen technischen Fortschritt. Eine Erhöhung des Pro-Kopf-Einkommens kann über eine höhere Kapitalintensität und durch technischen Fortschritt erzielt werden. Technischer Fortschritt kann dabei an neues Kapital gebunden sein (kapitalgebundener technischer Fortschritt), an Arbeit

⁴¹ Die Analyse der Zusammenhänge von Wachstum und Staatsschulden geht wesentlich auf Solow (1956) zurück. Eine ausführliche formale Analyse dieser Zusammenhänge findet sich in Carlberg (1988, 1995). Für Modelle, in denen die Wachstumsrate endogen bestimmt wird, vgl. Brüningner (2003).

Verschuldungsprognose für 2030

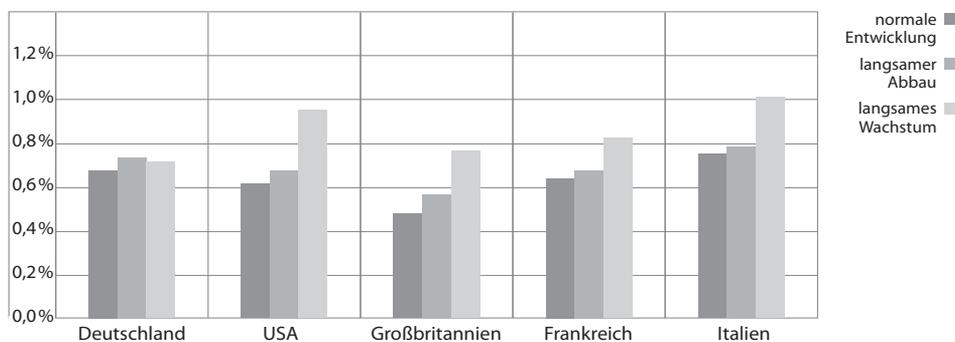


Abb. 20

Quelle: Berechnungen HWWI.

Investitionsquote und Wachstumsrate

Wachstumsrate

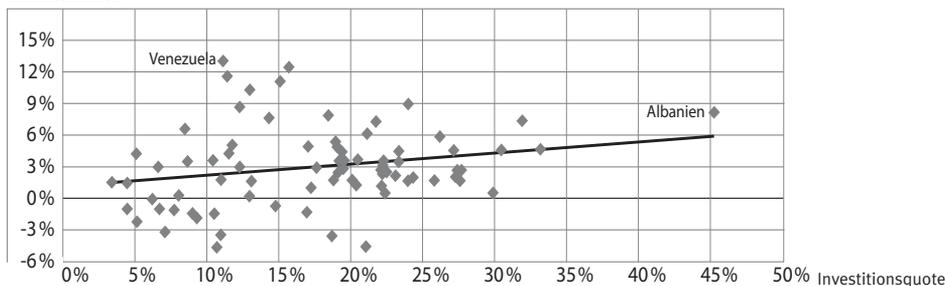


Abb. 21

Quelle: Penn World Tables (2006); HWWI.

Spar- und Investitionsquote

Investitionsquote

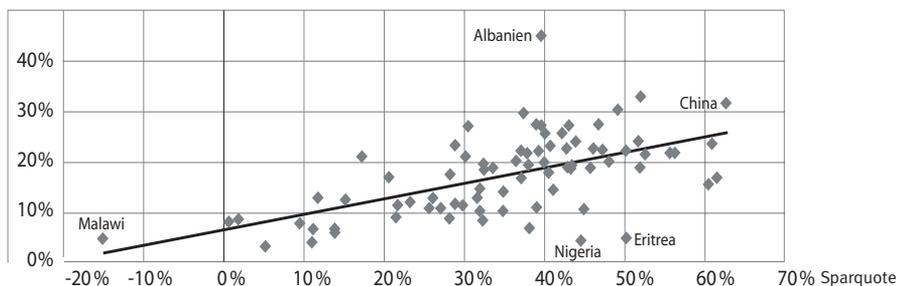


Abb. 22

Quelle: Penn World Tables (2006); HWWI.

gekoppelt (Erhöhung der Effizienzeinheiten) sein oder in Form einer höheren totalen Faktorproduktivität auftreten. Im Rahmen der endogenen Wachstumstheorie wird die »Produktion« technischen Fortschritts durch Lernen und Investitionen in Forschung und Entwicklung bestimmt. Abbildung 21 zeigt für einen Länderquerschnitt eine Korrelation zwischen Investitionsquoten und Wachstumsraten. Langfristig wird die Höhe der Investitionen durch die Ersparnis determiniert. Dabei ist trotz einer zunehmenden Bedeutung internationaler Kapitalströme eine deutliche Korrelation von nationalen Investitionen und nationaler Ersparnis gegeben. Dieser empirisch feststellbare *Home Bias* bezüglich inländischer Anlagen ist als Feldstein-Horioka-Puzzle bekannt geworden.⁴² Dies impliziert, dass Anleger auf eine höhere Rendite im Ausland verzichten und die Anlage im Inland vorziehen. Eine Begründung für die Beobachtung, dass überwiegend inländische Anlagen gehalten werden, mag in der besseren Kenntnis inländischer Märkte liegen. Eine andere kann darin liegen, dass inländische Ersparnisse mit anderer inländischer Vermögensbildung, insbesondere der Humankapitalbildung, korreliert sind. Besonders deutlich wird dies an den asiatischen Volkswirtschaften, in denen sowohl die Sparquoten als auch die Anteile des Einkommens, die für Ausbildung ausgegeben werden, sehr hoch sind.

42 Vgl. Feldstein/Horioka (1980).

Ein staatliches Budgetdefizit bedeutet, dass der Staat bei seinen Bürgern Kredite aufnimmt. Damit steht weniger Kapital für die Finanzierung von Investitionen zur Verfügung. In dem Umfang des Budgetdefizits wird die Investition reduziert. Ein dauerhaftes Budgetdefizit vermindert dauerhaft die Investitionsquote und die Kapitalbildung. Damit wird der gesamtwirtschaftliche Wachstumspfad abgesenkt. Mit der reduzierten Kapitalbildung steigen das Zinsniveau und damit die Belastung des staatlichen Budgets durch Zinszahlungen.

Der negative Effekt der staatlichen Verschuldung tritt im Wesentlichen auf, weil der Staat Kredite aufnimmt und die dafür verwendeten Mittel für Konsum, also für den derzeitigen Verbrauch ausgibt. Sofern der Staat die aufgenommenen Kredite für Investitionen verwendet, ergeben sich andere Effekte. Diese werden dadurch bestimmt, wie effizient die staatlichen Ausgaben eingesetzt werden. Wenn staatliche Investitionen ein direktes Substitut für private Investitionen sind, würde durch die staatliche Kreditaufnahme die Kapitalbildung nicht vermindert. Dadurch gäbe es auch keine negativen Effekte auf das Wachstum. Tatsächlich legt deshalb das Grundgesetz im Artikel 115 fest, dass die staatliche Schuldenaufnahme nicht die staatlichen Investitionen übersteigen darf.

3.5 Leistungsbilanz und Auslandsvermögen

Bei internationaler Kapitalmobilität wird die Ersparnis im Ausland angelegt, wenn die Rendite dort die Rendite im Inland übersteigt. Dies bedeutet, dass die Ersparnis weltweit in die produktivste Verwendung gelenkt wird. Sofern die inländische Ersparnis die inländischen Investitionen übersteigt, entsteht ein Kapitalexport. Das realwirtschaftliche Gegenstück zum Kapitalexport ist ein entsprechender Leistungsbilanzüberschuss. Als Folge von Kapitalexporten steigt das Auslandsvermögen. Auf dieses beziehen die Inländer Zinseinkommen, sodass die Wohlfahrt steigt.⁴³

Staatliche Budgetdefizite im Inland reduzieren die gesamte Ersparnis und vermindern den Kapitalexport oder führen sofort dazu, dass Kapital importiert wird. Geht man davon aus, dass ein Land ohne staatliche Verschuldung eine ausgeglichene Kapitalbilanz hat, führt ein Budgetdefizit zu einem Kapitalimport. Das realwirtschaftliche Gegenstück zu dem Überschuss in der Kapitalbilanz ist ein Defizit der Leistungsbilanz. Damit steigen die Auslandsschulden von Jahr zu Jahr. Besonders eklatant ist der Zusammenhang zwischen Budget- und Leistungsbilanzdefiziten in den USA hervorgetreten. Dort haben beide Defizite seit Beginn der 80er-Jahre – mit einer kurzen Unterbrechung zwischen 1985 und 1988 – deutlich zugenommen. Die kontinuierlichen Zwillingdefizite zeigen, dass die USA dauerhaft mehr konsumieren, als sie produzieren (vgl. Abbildung 23). Dies wird durch die hohe Attraktivität des US-Kapitalmarkts ermöglicht, die internationale Investoren veranlasst, dauerhaft Kredite an die USA zu vergeben.

Die zentrale Voraussetzung für eine dauerhafte Finanzierung von Defiziten ist, dass Anleger Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit haben. Sofern dies nicht der Fall ist, könnte ein Anstieg des Budgetdefizits dazu führen, dass Anleger ihr Kapital abziehen. Die Folge wäre eine Abwertung.

43 Eine formale Darstellung der Dynamik findet sich in Brüning (2003).

Zwillingsdefizit in den USA, 1970–2008

in Prozent des BIP

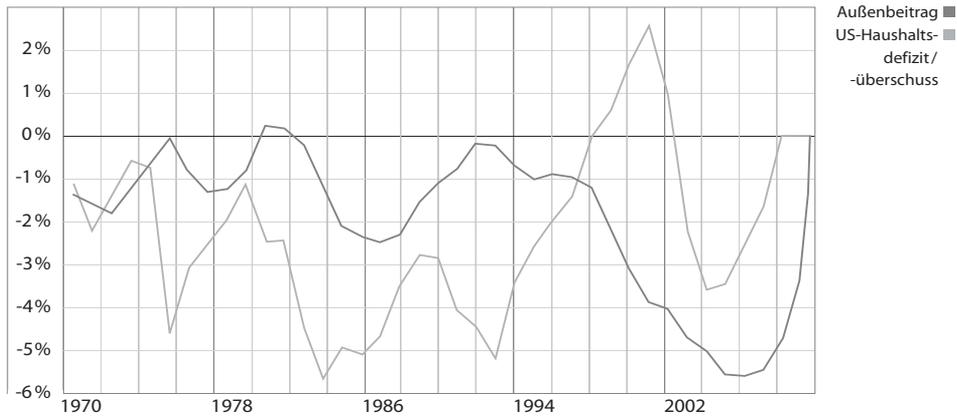


Abb. 23

Quellen: Datastream; HWWI.

Diese hat in der Regel eine stabilisierende Wirkung. Sie verbessert die Wettbewerbsfähigkeit, sodass die Exporte zunehmen und die Leistungsbilanz verbessert wird. Damit steigt dann auch das Vertrauen der Anleger wieder. In besonderen Fällen kann die Abwertung jedoch die Situation weiter verschlechtern und destabilisierend wirken. Dafür gibt es zwei Ursachen: Zunächst kann die Abwertung kurzfristig dazu führen, dass die Importpreise steigen und die Exportpreise sinken. Sofern die Export- und Importvolumen nur schwach auf die Preisänderungen reagieren, kann die Abwertung zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanz führen und damit das Ungleichgewicht vergrößern. Zum Zweiten führt die Abwertung zu einer weiteren Belastung des staatlichen Budgets, sofern die Staatsverschuldung in Auslandswährung erfolgt. Sowohl die Belastung staatlichen Budgets als auch steigende Leistungsbilanzdefizite reduzieren das Vertrauen der Anleger weiter. Die Folge könnten Währungskrisen – wie sie zum Beispiel in der Asienkrise 1997 und 1998 auftraten – sein.

3.6 Inflation

Häufig wird eine steigende Staatsverschuldung mit einer möglicherweise steigenden Inflation assoziiert. Tatsächlich sind Staatsverschuldung und Inflation aber zunächst zwei sehr unterschiedliche Phänomene. Sofern die Staatsverschuldung, wie im vorangegangenen Abschnitt angenommen, durch Kreditaufnahme erfolgt, führt sie nur zu einer Verlagerung der Nachfrage von privaten Haushalten zum Staat. Damit sind in keiner Weise inflationäre Tendenzen verbunden. Ganz anders ist dies, wenn die Finanzierung der Staatsschulden durch die Zentralbank erfolgt. Dies wäre direkt der Fall, wenn die Staatsausgaben insgesamt, oder der nicht durch Steuern finanzierte Anteil, durch frisch gedrucktes Geld finanziert würden. Der gleiche Effekt ergäbe sich, wenn die Zentralbank in dieser Größenordnung staatliche Wertpapiere aufkauft. In beiden Fällen entsteht zusätzliche staatliche Nachfrage, die durch zusätzliches Geld finanziert wird. Wie der vorangegangene Abschnitt gezeigt hat, wachsen die Staatsschulden schneller als das Sozialprodukt, wenn der Staat die Budgetdefizite nicht aktiv begrenzt. Im Fall von geldfinanzierten Staatsschulden wachsen dann auch die Geldmenge und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage schneller als die Produktion. Die Folge sind steigende Inflationsraten. Aus diesem Grund ist die direkte Finanzierung von Budgetdefiziten für die Europäische Zentralbank (EZB), wie auch früher für die Bundesbank, verboten. Neben der

direkten Finanzierung der Staatsschulden kann die Zentralbank auch durch eine indirekte Finanzierung der Staatsschulden zu inflationären Prozessen beitragen. Sofern die Staatsschulden durch steigende Kreditaufnahmen bei den privaten Haushalten finanziert werden, führt dies zu steigenden Zinsen und deshalb zu einer Verdrängung der privaten Investitionen. Sollte die Zentralbank versuchen, dies zu verhindern, müsste die Geldmenge ausgeweitet werden, um die Zinsen konstant zu halten. Grundsätzlich hat dies dieselben Folgen wie die direkte Geldfinanzierung des Budgetdefizits. Dennoch ist dieses Verfahren in der Regel sinnvoller, da die Zentralbank schneller umsteuern kann. Dies wird insbesondere geschehen, wenn die Zentralbank in erster Linie dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet ist. Dazu ist deren Unabhängigkeit eine wichtige Voraussetzung. Bei Einflussnahme vonseiten des Staates könnte die Inflationsbekämpfung in den Hintergrund treten, da es in dessen Interesse liegen könnte, den Realwert der Staatsschulden durch erhöhte Inflation abzubauen.⁴⁴

In der aktuellen Wirtschaftskrise haben die Federal Reserve Bank ebenso wie die Bank of England (BoE) im Frühjahr 2009 begonnen, direkt Staatsanleihen zu kaufen. Dies kommt einer direkten Finanzierung der Budgetdefizite gleich. Die EZB hat vergleichbare Maßnahmen bisher abgeschlossen. Die extrem expansive Geldpolitik – der Notenbankzins ist auf ein historisches Minimum gesenkt worden und die Banken können unbegrenzt bei der Zentralbank leihen – kann zumindest als indirekte Geldfinanzierung der Budgetdefizite gewertet werden. Ziel der Maßnahmen ist es, kurzfristig Impulse zu setzen und damit eine mögliche Deflation zu verhindern. Langfristig bergen diese Maßnahmen erhebliche Inflationsgefahren. Insofern wird es bedeutsam sein, ob es den Zentralbanken gelingt, bei einer anziehenden Konjunktur rechtzeitig umzusteuern. Abb. 24 zeigt, dass es in den USA in den 70er- und 80er-Jahren im Anschluss an Phasen hoher Budgetdefizite auch zu höheren Inflationsraten gekommen ist. Seit Anfang der 90er-Jahre scheint dieser Zusammenhang zwar durchbrochen. Aber vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise stellt sich 2009 die Frage, ob zukünftig die stark steigende Verschuldung wiederum durch höhere Inflation getilgt wird.

⁴⁴ Eine politik-ökonomische Analyse findet sich zum Beispiel in Alesina/Tabellini (1990). Eine spieltheoretische Untersuchung von Regierungs- und Zentralbankverhalten ist beispielsweise in Grüner/Hefeker (1999) gegeben.

Budgetdefizite und Inflation in den USA, 1970–2008

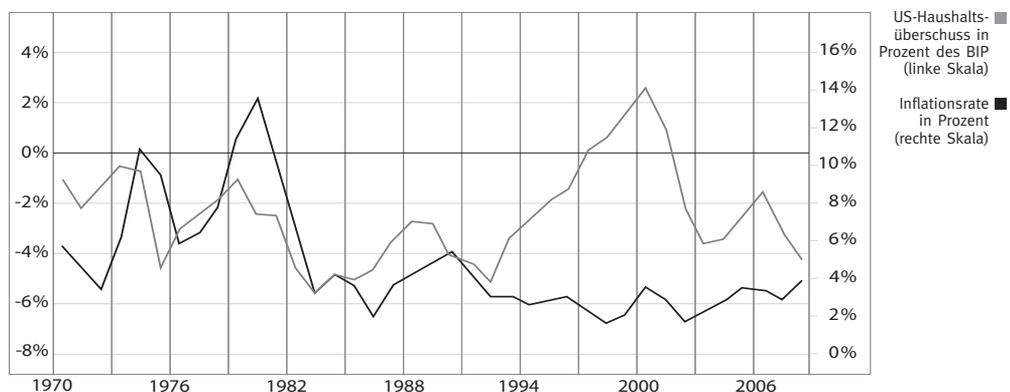


Abb. 24

Quellen: Datastream; HWWI.

4. Kehrt das Inflationsgespenst zurück?

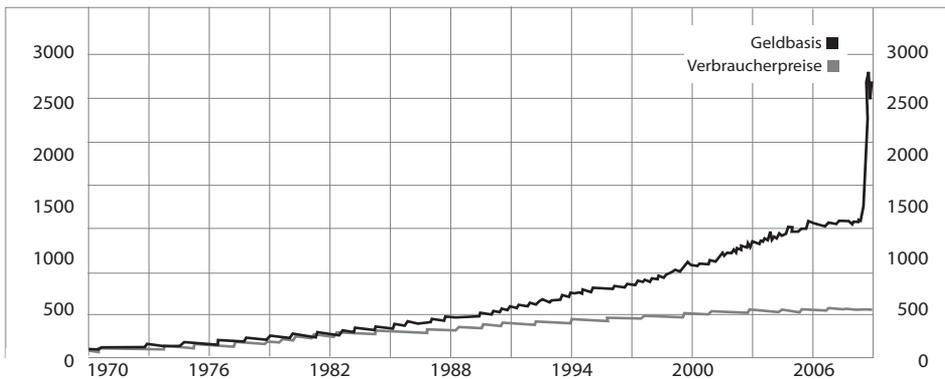
Cornelia Koller

4.1 Die Notenbanken sind in der Pflicht

4.1.1 Notenbanken und liquiditätsgetriebene Inflation

Nicht nur mit Blick auf die milliardenschweren Konjunkturprogramme, sondern auch auf die Liquidität, welche die Zentralbanken in die Märkte schwemmen, wächst die Sorge vor langfristigen Inflationsgefahren. So haben die internationalen Notenbanken ihre Leitzinsen auf historische Tiefstände gesenkt und ihre Bilanzsummen zur Finanzierung beziehungsweise Sanierung des Bankensektors drastisch ausgeweitet. Allein die Fed hat ihre Bilanzsumme seit Herbst 2008 um etwa 1 000 Mrd. US-Dollar auf 2,2 Bio. US-Dollar ausgedehnt. Ein weiteres Anschwellen auf über 4 Bio. US-Dollar im laufenden Jahr ist angesichts der angelaufenen Programme zur Stützung des Finanzmarktes nicht auszuschließen. Auch die Bilanzsumme der EZB hat sich seit Verschärfung der Finanzkrise deutlich ausgeweitet, wenn auch nicht so dramatisch wie in den USA. Lag sie im September 2008 noch bei 1,4 Bio. Euro, ist sie bis zum Jahresende 2008 auf 2,1 Bio. Euro gesprungen, wurde allerdings per Ende April wieder auf 1,8 Bio. Euro zurückgeführt. Der sprunghafte Anstieg der Bilanzsumme spiegelt sich in der Entwicklung der Geldbasis wider, welche im weitesten Sinn die Liquidität des Bankensystems repräsentiert (siehe Abb. 25).

Liquidität und Inflation, USA (1970 = 100)



Liquidität und Inflation, Euroland (1999 = 100)

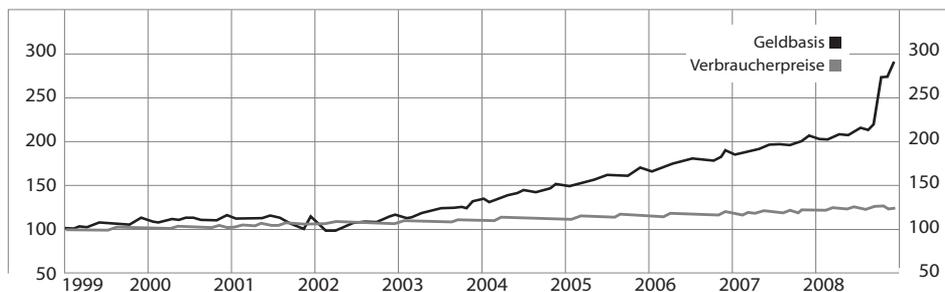


Abb. 25

Quelle: Bloomberg.

Sosehr die Liquiditätsausweitung der aktuellen Situation auch angemessen ist, so sehr ist sie unter längerfristigen Gesichtspunkten besorgniserregend und verlangt nach einer Exit-Strategie. Die zwischen Geldbasis und Inflation auseinanderklaffende Lücke muss sowohl in den USA als auch im Euroraum mittelfristig wieder geschlossen werden. Soll dies nicht über eine steigende Inflation geschehen, muss die in die Märkte gepumpte Liquidität durch die Zentralbanken wieder zurückgenommen werden. Dies kann durch ein Zurückführen der entsprechenden Refinanzierungsgeschäfte ebenso wie über den Verkauf von zuvor aufgekauften Staatsanleihen geschehen. Entscheidend wird daher sein, dass die internationalen Notenbanken zur Vermeidung einer erneuten liquiditätsgetriebenen Blase und zur Vermeidung von Inflation nach Beruhigung der Finanzkrise die in die Märkte geschleusten monetären Überbrückungshilfen auch als solche verstehen und die Liquiditätshilfen im Rahmen ihrer Offenmarktgeschäfte entsprechend zurückführen. Dies beinhaltet auch, dass sie ihre Leitzinsen zügig und konsequent wieder auf ein stabilitätspolitisch vertretbares Niveau anheben.

Die EZB, die ausschließlich der stabilitätsorientierten Geldpolitik verpflichtet ist, hat ein entsprechendes Vorgehen bereits signalisiert. So warnte Bundesbankpräsident Weber vor möglichen Nachwirkungen einer zu lockeren Geldpolitik und mahnte an, dass eine substanzielle geldpolitische Lockerung zur Begrenzung der Folgen einer geplatzten Finanzblase auf die Realwirtschaft zugleich die Verpflichtung beinhaltet, die Geldpolitik anschließend schneller als normalerweise wieder zu normalisieren. Andernfalls würden neue Ungleichgewichte drohen.

Anders als die EZB ist die US-Notenbank dagegen sowohl dem Ausgleich der Wachstums- als auch der Preisrisiken verpflichtet, sodass in den USA die Gefahr einer zu zögerlichen Anpassung der Geldpolitik ungleich größer als im Euroraum ist. Gleichwohl gilt: Zentralbanken sind lernfähig, zumal der entscheidende Vorwurf, den man Alan Greenspan und später Ben Bernanke im Zuge des Entstehens der Immobilienblase machen konnte, darin lag, dass beide zu lange am niedrigen Zinsniveau festgehalten und erst zu spät mit Zinserhöhungen begonnen haben. Nicht zuletzt dürfte es der Fed auch mit Blick auf (unerwünschte) Auswirkungen auf die Wechselkursentwicklung schwerfallen, aus dem globalen Konzert der Notenbanken auszuscheren.

Fazit: *Eine verantwortungsvolle Zentralbankpolitik unterstellt, kann der liquiditätsgetriebene Inflationsschub abgedefert werden. Das bedeutet allerdings, dass die Notenbanken energisch gegensteuern müssen, wenn die Konjunktur wieder Tritt fasst. Wehren sie sich dagegen nicht konsequent genug, wären höhere Inflationsraten unvermeidlich.*

4.1.2 Notenbanken und nachfragegetriebene Inflation

Eine verantwortungsvolle Notenbankpolitik ist darüber hinaus auch zur Eindämmung nicht auszuschließender Inflationsrisiken aufgrund der explodierenden Staatsverschuldung gefragt. So kommt als Inflationstreiber neben privaten Nachfragern wie Konsumenten und Unternehmen nicht zuletzt der Staat in Betracht. Vor allem in Kriegs- und Krisenzeiten wurden Ausgabenprogramme und der daraus resultierende Schuldenberg zudem vielfach durch die Notenpresse finanziert und führten

nicht selten zu einer sprunghaft steigenden Geldentwertung (siehe Kapitel 1.4 und 5.3).⁴⁵ Wir halten diese Gefahr erst einmal für relativ begrenzt. So wird es kurz- bis mittelfristig nicht zu einer nachfrageinduzierten Inflation kommen, denn durch die gigantischen Konjunkturprogramme wird lediglich ein Ausgleich für die durch Unternehmen und Konsumenten weggebrochene Nachfrage geschaffen. Langfristig sieht es allerdings anders aus. So könnte die Versuchung für einige Staaten recht groß sein, Inflation, wenn auch nicht zu fördern, so doch zumindest zu tolerieren beziehungsweise administrierte Preise und Verbrauchsteuern zu erhöhen. Denn die Vorteile sind verführerisch: Zum einen kann ein Teil des Schuldenberges weginflationiert werden. Zum anderen wachsen über höhere Preise die Steuereinnahmen. Allerdings lässt hoffen, dass in vielen Staaten das stabilitätspolitische Bewusstsein deutlich gewachsen ist. Dies gilt ganz besonders für den Euroraum. Um finanzpolitische Auswüchse zu verhindern, wurde nicht zuletzt der Stabilitäts- und Wachstumspakt bei Gründung des Europäischen Währungssystems eingeführt. Und das, wie bereits weiter vorne ausgeführt, mit Erfolg für die beteiligten Länder (siehe hierzu Kapitel 1.1).

Hinzu kommt, dass die Gefahr einer Finanzierung der Staatsausgaben und Schulden über die Notenpresse insofern eingeschränkt ist, als die Notenbanken – wie in der Eurozone und in Großbritannien – heute in der Regel nicht mehr dem Finanzministerium unterstellt, sondern unabhängig und, wie bereits ausgeführt, der Preisstabilität verpflichtet sind (EZB) beziehungsweise Inflationsziele festgelegt haben (Bank of England). Vor diesem Hintergrund hat sich die Reputation der internationalen Notenbanken in den letzten Jahrzehnten deutlich erhöht und die Inflationserwartung der Märkte auf moderatem Niveau verankert. Somit ist die Hoffnung, dass die Zentralbanken einem möglichen Drängen von Regierungsseite, eine höhere Inflation zu tolerieren, nicht nachgeben werden, durchaus berechtigt. Davon abgesehen würde eine steigende Inflation auch die auf die Staatsverschuldung zu zahlenden Zinsen erhöhen, was wiederum nicht im Interesse der jeweiligen Regierungen liegen kann. Vor diesem Hintergrund lässt sich last but not least ein direkter Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Inflation – und damit auch zwischen Staatsverschuldung und Zinsen, wie bereits am Beispiel der USA gezeigt (siehe Kapitel 3.6) – auch für die Eurozone kaum ableiten.⁴⁶ Wie Abbildung 26 zeigt, lässt sich der Zusammenhang in Deutschland bereits seit den 90er-Jahren nicht mehr belegen, wozu der globale Disinflationstrend allerdings entscheidend mit beigetragen haben dürfte.

Fazit:

- *Die Ängste vor einer liquiditätsgetriebenen Inflation sind kurzfristig übertrieben. So kommt die gestiegene Geldmenge gegenwärtig nur begrenzt in der Wirtschaft an, da der Bankensektor extrem zurückhaltend bei der Kreditvergabe ist.*
- *Ein Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Inflation lässt sich kurzfristig ebenfalls nicht ableiten, da die angeschobenen Konjunkturprogramme lediglich als Kompensation für die anderweitig weggebrochene Nachfrage dienen.*

⁴⁵ Vgl. hierzu Warncke, J./Letzgas, O. (2006), Realzinsanleihen – Inflationsschutz für Rentenmarktinvestoren. So stieg die US-Haushaltsverschuldung nach dem 2. Weltkrieg auf über 100 % des BIP an. Bis 1951 gelang es, die Verschuldung durch einen um 44 % gestiegenen Preisindex um 30 % zu reduzieren.

⁴⁶ Wie sehr die gewachsene Stabilitätsorientierung der Zentralbanken eine Rolle spielt, haben wir bereits in einer früheren Studie dieser Reihe im Zusammenhang mit der Ölpreisinflation untersucht. So ist es hier zuletzt nicht zu einer Cost-push-Inflation gekommen. Dank der Wachsamkeit der Zentralbanken und der flexibleren Geldpolitik waren die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs in der jüngeren Vergangenheit lediglich gedämpft. Vgl. HWWI/Berenberg Bank (2005), Strategie 2030: Energierohstoffe.

Staatsverschuldung und Zinsentwicklung in Deutschland

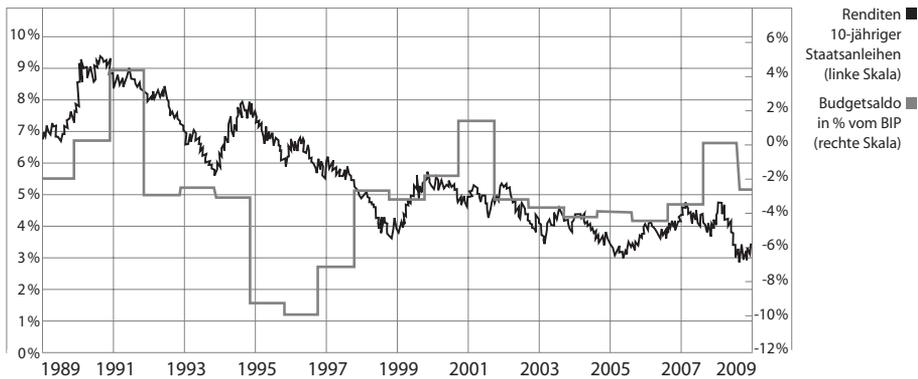


Abb. 26

Quelle: Bloomberg.

- *Inflations-Begehrlichkeiten von Regierungen sind nicht auszuschließen, ihnen muss ein Riegel vorgeschoben werden.*
- *Solange die Liquidität den Wirtschaftskreislauf nicht erfasst, die Konjunktur schrumpft und die Nachfrage das Güterangebot nicht übersteigt, sind keine Teuerungsimpulse zu befürchten.*
- *Erst wenn der Konjunkturmotor wieder anspringt, an Fahrt gewinnt und die aufgeblähte Geldbasis auf ausgelastete Kapazitäten stößt, kann der Liquiditätsüberhang zu stärkerem Preisdruck führen. Hier sind die Zentralbanken in der Pflicht und müssen gegensteuern.*

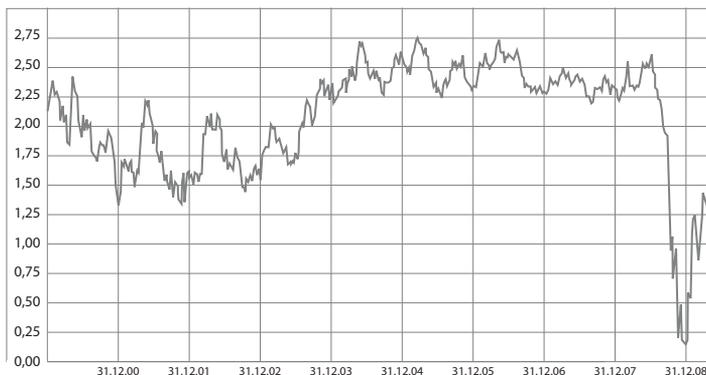
4.2 Die Markterwartungen

Auch die Märkte setzen offensichtlich auf eine erfolgreiche Stabilitätspolitik der Notenbanken und erwarten derzeit keine Inflation, geschweige denn das Szenario einer Hyperinflation. Dies lässt sich zum einen anhand des nach wie vor extrem niedrigen Zinsniveaus ablesen. So lagen 10-jährige Bundesanleihen Anfang Mai mit rund 3,20% lediglich 30 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom Januar 2009. Zum anderen lässt sich das gemäßigte Inflationsszenario anhand der Break-even-Inflationsrate, der Differenz zwischen der Rendite einer traditionellen Anleihe und der realen Rendite einer inflationsindexierten Anleihe, die als wichtiger Maßstab für die Inflationserwartungen des Marktes gilt, ablesen. Danach wurden Anfang Mai für die nächsten zehn Jahre lediglich Inflationsraten von durchschnittlich 1,4% für die USA beziehungsweise 2,2% für den Euroraum erwartet.

Damit sind die Marktteilnehmer der aktuellen Entwicklung weit voraus. Denn die kommenden Monate werden eher von Disinflation beziehungsweise Deflation geprägt sein. In den USA ist die Preissteigerung im März 2009 erstmals seit 1955 negativ gewesen und dürfte bis in den Herbst hinein in negativem Terrain verharren. Im Euroraum ist die Preissteigerungsrate gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) zuletzt nur noch um 0,6% (HVPI ohne Tabak: 0,5%)

USA: Break-even-Inflationsrate

(Differenz zwischen Rendite Staatsanleihe und inflationsindexierte Anleihe)



Euroland: Break-even-Inflationsrate

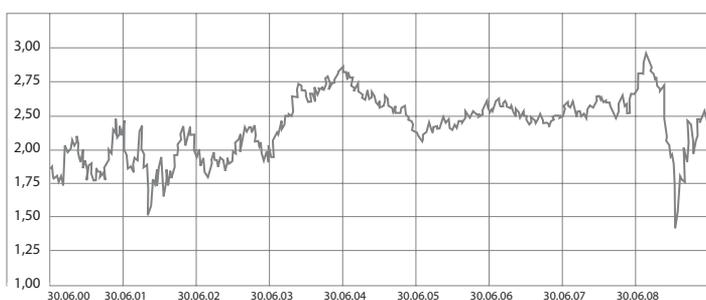


Abb. 27

Quelle: Bloomberg.

gestiegen, und für die Sommermonate sind auch hierzulande zumindest vorübergehend Raten mit negativem Vorzeichen zu erwarten. Die Gründe liegen auf der Hand: Die Konjunktur ist eingebrochen, die Produktionskapazitäten sind stark unterausgelastet, die angeschobenen Konjunkturprogramme und Liquiditätshilfen der Zentralbanken können lediglich einen Teil der rezessionsbedingt ausgefallenen Nachfrage kompensieren. Darüber hinaus liegen die Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise im Vergleich zum Vorjahr auf deutlich niedrigerem Niveau. Dieses Szenario eines preisdämpfenden Umfeldes ist angesichts der gigantischen Konjunkturprogramme und der damit verbundenen steigenden Staatsverschuldung seit Jahresanfang jedoch in den Hintergrund getreten. Gleichwohl hat der veränderte Blickwinkel (zumindest bisher) lediglich zu leicht anziehenden Inflationserwartungen – und moderat steigenden Zinsen am langen Ende – geführt. So sollte die Inflationsgefahr auch unter dem mittelfristigen Blickwinkel noch begrenzt bleiben, zumal die Arbeitslosigkeit noch bis in das Jahr 2010 hinein steigen und damit keinerlei Lohnkostendruck aufkommen wird. Erst wenn die Konjunktur wieder nachhaltig anspringt, die milliarden schweren Konjunkturprogramme greifen, die Schwellen- und Industrieländer wieder Tritt fassen und die Nahrungsmittel- und Rohstoffpreise wieder anziehen, kann das Preisbild zyklisch bedingt wieder drehen.

Fazit: Spätestens ab 2011 dürfte der Preisdruck wieder zunehmen und die globale Inflation – nicht zuletzt mit Blick auf die Problematik von Staatsverschuldung und Liquiditätsüberschüssen – auf einen höheren Inflationpfad einschwenken. Dann kann das Inflationsgespenst wieder auftauchen, zu steigenden Zinsen führen und zu einem dominierenden Thema für Märkte und Anleger werden.

5. Kapitalmarktthemen

Im folgenden Kapitel wollen wir Ihnen eine Möglichkeit der Substanzerhaltung in einem inflationären Umfeld vorstellen.

5.1 Anleihen mit eingebautem Inflationsschutz

Auch wenn wir es nicht für realistisch halten, dass sich Anleger und Märkte in den nächsten Jahren mit dem Phänomen der Hyperinflation auseinandersetzen müssen, so sind auf längere Sicht tendenziell steigende Inflationsraten nicht auszuschließen. Es ist deshalb ratsam, sich auch mit einem inflationären Umfeld vertraut zu machen.

Neben Sachwerten bietet sich daher gerade unter längerfristigen Gesichtspunkten der Inflationsschutz durch Realzinsanleihen an. Denn immer wenn die Inflation stärker steigt, als der Markt dies zum Zeitpunkt der Emission erwartet, fällt die Rendite bei einer Normalzinsanleihe aus Sicht des Anlegers zu gering aus, da sowohl Realverzinsung (Nominalverzinsung minus Inflationsrate) als auch Nennwert der Anleihe an Kaufkraft verlieren. Beispielsweise sinkt der Realwert von 100 Euro bei einer Inflation von 2,5 % in 20 Jahren auf 61 Euro, bei einer Inflation von 5 % sogar auf 38 Euro.

5.1.1 Was sind inflationsgeschützte Anleihen?

Das Besondere an dieser Anleiheform ist, dass dem Anleger ein Realeinkommen und damit Schutz gegen Einkommensverluste garantiert wird. So erhöhen sich bei inflationsgeschützten Anleihen Kupon und Nennwert einer Anleihe parallel zur Inflationsentwicklung. Die laufende Verzinsung einer Inflationsanleihe ist im Vergleich zu einer Nominalanleihe zwar geringer, dafür fällt die Tilgung am Laufzeitende aber entsprechend höher aus.

Weil Kupon und Nennwert bei inflationsgeschützten Anleihen mit der Preisentwicklung verlinkt sind, nennt man dieses Anleihesegment auch kurz Linker. Daneben existiert noch eine ganze Reihe weiterer Begriffe wie Inflationsanleihe, inflationsindexierte Anleihe, inflationsgeschützte Anleihe, *Inflation-linked Bond (ILB)*, *Inflation-indexed Bond* oder für die amerikanische Version *Treasury Inflation Protected Security (TIPS)*.

Der Markt für Inflationsanleihen ist seit Ende der 90er-Jahre rasant gewachsen. Betrag der Marktwert der umlaufenden Anleihen Anfang 1997 knapp 150 Mrd. US-Dollar, hat er sich seither in etwa verneunfacht. Den wichtigsten Markt mit rund 40 % bilden die USA, gefolgt von der Eurozone und Großbritannien mit jeweils etwa einem Viertel des Marktvolumens. Deutschland hat bisher lediglich inflationsindexierte Anleihen in einem Volumen von 22 Mrd. Euro emittiert. Neben staatlichen Emittenten bedienen sich mittlerweile auch Privatunternehmen, vor allem aus dem britischen Gesundheits- und Versorgerbereich, der Finanzierung über inflationsgeschützte Anleihen.

Die Ursprünge der Anleiheindexierung gehen bereits auf das 18. Jahrhundert zurück. So gab der amerikanische Bundesstaat Massachusetts bereits im Jahr 1742 Schuldverschreibungen heraus, die mit dem Silberkurs der Londoner Börse verknüpft waren. Später, im Jahr 1780, wurden die Solda-

ten im amerikanischen Unabhängigkeitskrieg in Form von Schuldscheinen entlohnt, deren Rückzahlungsbetrag dem Wert von fünf Bündeln Heu, 68 Pfund Rindfleisch, 10 Pfund Schafswolle und 16 Pfund Schuhleder entsprach.⁴⁷

Im 20. Jahrhundert wurden Linker anfänglich vor allem von Ländern mit Hyperinflation, wie zum Beispiel Brasilien oder Kolumbien, emittiert. Die USA haben erst 1997 mit der Herausgabe ihrer TIPS dieses Anleihesegment wieder bedient. In Europa begann Großbritannien schon Anfang der 80er-Jahre Inflation-linked Bonds herauszubringen, während diese in der Eurozone seit 1998 lange Zeit nur von Frankreich (*Obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation, OAT*) emittiert wurden. 2003 haben sich Italien sowie Griechenland und 2006 Deutschland in das Linker-Universum eingereiht.

Nachdem sich Deutschland noch zu D-Mark-Zeiten lange gegen inflationsgeschützte Anleihen gewehrt hatte, da diese aus damaliger Sicht nicht zum Bild der stabilen D-Mark gepasst hätten, hat sich die Einschätzung seither grundlegend geändert. So betonte nicht zuletzt Bundesbankpräsident Weber, dass Linker die Regierung zur Haushaltskonsolidierung disziplinieren, da eine steigende Inflation anderenfalls zu höheren Kosten für die Haushaltskasse führen könnte. Mit der Ausgabe von inflationsgeschützten Anleihen signalisiert der Staat daher, dass er nicht auf eine inflationsbedingte Entwertung von Schulden abzielt. Ohnehin lässt sich die Argumentation, dass Linker die Bemühungen um Geldwertstabilität untergraben könnten, empirisch nicht belegen. Selbst in Ländern mit hohen Inflationsraten ließ sich kein Ursachenzusammenhang feststellen.⁴⁸

Fazit: *Auch aus volkswirtschaftlicher Sicht sind inflationsindexierte Anleihen positiv zu werten. Je mehr Realzinsanleihen emittiert werden, desto geringer sollte die Versuchung für Staaten sein, über Inflation die nominale Staatsverschuldung abzubauen.*

5.1.2 Wie funktionieren inflationsgeschützte Anleihen?

Die Unterschiede zwischen Normal- und Inflationsanleihen lassen sich einfach ausgedrückt so erklären: Bei *konventionellen Anleihen* haben Zahlungen aus der Anleihe einen festen nominalen Wert, der reale Wert der Zahlungen sinkt jedoch mit steigender Inflation. Für den Anleger bedeutet dies, dass zwar die Nominalbeträge für Zinszahlungen und Rückzahlungen bekannt, die realen Beträge dagegen unbekannt sind, da sie von der jeweiligen Entwicklung der Inflationsrate abhängen.

Bei einer *Inflationsanleihe* wird dagegen der Nominalbetrag bei jedem Kupontermin mit der Inflationsrate aufgezinst, und die Zinszahlungen werden jeweils auf den inflationsbereinigten Nominalbetrag bezogen. Um Zinszahlungen und Rückzahlung gegen Inflation abzusichern, werden die Zahlungsströme dabei an einen Inflationsindex gekoppelt. Dies ist zumeist der Verbraucherpreisindex für das jeweilige Land, wie der CPI-U (Consumer Price Index for all Urban Consumers) in den USA, der RPI (Retail Price Index) in Großbritannien und der HVPI in der Eurozone. Dabei werden die Ausgaben für Tabakwaren in der Regel ausgeklammert; so ist auch der deutsche Bund-Linker an die Entwicklung des Harmonisierten Preisindex ohne Tabakwaren gekoppelt.

⁴⁷ Vgl. Shiller, (2003).

⁴⁸ Vgl. Bundesverband deutscher Banken (2003).

Das folgende Beispiel soll die Unterschiede zwischen Normalzinsanleihen und Inflationsanleihen verdeutlichen.

- Für beide Anleihen ist eine Inflationsrate von 2,5 % p. a. zugrunde gelegt.
- Für die Nominalzinsanleihe ist ein Zinssatz von 4% p. a. und ein Nominalbetrag von 100 Euro zugrunde gelegt.
- Der Inflationsanleihe ist ein Kupon von 1,5 % p. a. und ebenfalls ein Nominalbetrag von 100 Euro zugrunde gelegt.
- Beide Anleihen haben eine Laufzeit von 10 Jahren.

Bei der Normalzinsanleihe werden nach zehn Jahren 100 Euro zurückgezahlt, real erhält der Anleger aber nur 78,12 Euro. Gleichzeitig werden die Zinszahlungen kontinuierlich durch die Inflation aufgezehrt. Bei der inflationsgeschützten Anleihe bleiben die realen Werte von Kupon (1,50 Euro) und Rückzahlungsbetrag (100 Euro) über die gesamte Laufzeit konstant. Dagegen steigen sowohl die nominalen Kuponzahlungen als auch der Nennwert der Anleihe. Dieser liegt zuletzt bei 128 Euro.

Wertentwicklung einer Nominalzinsanleihe bei 2,5% Inflation

Jahr	Nominale Werte			Reale Werte		
	Nennwert	Kuponzahlung	Cashflow	Rückzahlwert	Kuponzahlung	Cashflow
0			-100			-100
1	100	4	4	97,56	3,90	3,90
2	100	4	4	95,18	3,81	3,81
3	100	4	4	92,86	3,71	3,71
4	100	4	4	90,60	3,62	3,62
5	100	4	4	88,93	3,54	3,54
6	100	4	4	86,23	3,45	3,45
7	100	4	4	84,13	3,37	3,37
8	100	4	4	82,07	3,28	3,28
9	100	4	4	80,07	3,20	3,20
10	100	4	104	78,12	3,12	81,24

Wertentwicklung einer Realzinsanleihe bei 2,5% Inflation

Jahr	Nominale Werte			Reale Werte		
	Nennwert	Kuponzahlung	Cashflow	Rückzahlwert	Kuponzahlung	Cashflow
0			-100			-100
1	102,50	1,54	1,54	100	1,50	1,50
2	105,06	1,58	1,58	100	1,50	1,50
3	107,69	1,62	1,62	100	1,50	1,50
4	110,38	1,66	1,66	100	1,50	1,50
5	113,14	1,70	1,70	100	1,50	1,50
6	115,97	1,74	1,74	100	1,50	1,50
7	118,87	1,78	1,78	100	1,50	1,50
8	121,84	1,83	1,83	100	1,50	1,50
9	124,87	1,87	1,87	100	1,50	1,50
10	128,01	1,92	129,93	100	1,50	101,50

Kasten 3

Quelle: Warncke, J./Letzgus, O.: Realzinsanleihen – Inflationsschutz für Rentenmarktinvestoren (August 2006).

Da bei Linkern Realzinsen und der Ausgleich für den inflationsbedingten Kaufkraftverlust bei Ausgabe festgelegt werden, sind die realen Beträge für Zinszahlungen und Rückzahlung für den Anleger bekannt. Dagegen kann er vorab nicht kalkulieren, wie hoch die nominalen Zahlungsströme (Zinszahlungen und Rückzahlung) sind, da diese von der tatsächlichen Inflation abhängen.

Die Differenz zwischen der Rendite einer traditionellen Anleihe und der realen Rendite einer inflationsindexierten Anleihe wird als sogenannte Break-even-Inflation bezeichnet, die einen wichtigen Indikator für die Markterwartungen liefert. In unserem Beispiel erwartet der Markt eine Preissteigerung von 2,5 % jährlich. Sollte dies der tatsächlichen Inflationsentwicklung entsprechen, würden beide Anleiheformen eine identische Verzinsung von real 1,5 % erwirtschaften. Sollte die tatsächliche Inflationsrate dagegen höher als 2,5 % (Break-even-Point) liegen, ist der Linker im Vorteil. Er bietet seinem Anleger – wie festgelegt – eine Realverzinsung von jährlich 1,5 %. Die Nominalanleihe bietet beispielsweise bei 3 % Inflation real dagegen nur noch 1 % Rendite. Liegt die Inflation umgekehrt darunter, ist die Nominalzinsanleihe im Vorteil.

Die Vorteile von inflationsgeschützten Anleihen gegenüber Normalzinsanleihen hängen somit in erster Linie von der tatsächlichen Inflationsentwicklung ab. Ist diese höher als die Inflationsrate, die bei Emission im nominalen Zinssatz der Anleihe berücksichtigt wird, ist der Vorteil des Linkers eindeutig: Er bietet eine langfristige Absicherung gegenüber Inflation. Klar im Nachteil ist eine inflationsgeschützte Anleihe dagegen in einem disinflationären oder noch mehr in einem deflationären Umfeld. Allerdings wird bei Deflation in der Regel – eine Ausnahme bilden Kanada und Großbritannien – eine Rückzahlung zu pari garantiert, sodass der Rückzahlungsbetrag nicht unter den Nennwert fallen kann.

Fazit: *Bei Inflation-linked Bonds sind Vermögensverluste durch Inflation in dieser Assetklasse ausgeschlossen. Für den Inflationsschutz erhält der Anleger allerdings eine entsprechend niedrigere Rendite als bei normalen Bonds. Die Differenz spiegelt die Inflationserwartung des Marktes wider.*

5.1.3 Inflationsanleihen aus Anlegersicht

Zwar kommt das Interesse an Linkern in erster Linie aus den Reihen institutioneller Anleger, vor allem Pensionskassen, die durch ein geeignetes Inflationsmanagement auf der Aktivseite ihren Passivverpflichtungen, wie Garantierenten, besser nachkommen können. Jedoch können Linker auch für Privatanleger, die die Kaufkraft ihres Vermögens absichern wollen, als Portfolioeimi-schung interessant sein. So schreibt der Bundesverband deutscher Banken, dass mit inflationsgeschützten Anleihen ein »enges Substitut für reale Vermögenswerte, wie Immobilien oder Aktien« besteht. Gerade die Tatsache, dass Realzinsanleihen nicht der Inflation unterworfen sind, macht sie für sicherheitsorientierte Privatanleger, insbesondere zur Altersvorsorge, zu einer attraktiven Anlagealternative.⁴⁹

⁴⁹ Vgl. Bundesverband deutscher Banken, ebenda.

Für private Investoren besteht mittlerweile eine ganze Palette von Anlagemöglichkeiten in inflationsgeschützten Anleihen. Neben Einzelinvestments bieten sich Zertifikate, ETFs (Exchange-traded funds) sowie Investmentfonds an. In Deutschland ist in den letzten Jahren eine Reihe von Rentenfonds auf Basis inflationsgeschützter Anleihen aufgelegt worden, die sowohl national als auch international, mit und ohne Währungsrisiko, investieren. Mit Blick auf die Alterssicherung sind vor allem Portfolios mit langfristiger Ausrichtung geeignet. Neben der langfristigen Absicherung gegenüber Inflation bieten Linker im Vergleich zu Nominalzinsanleihen zudem den Vorteil, dass sie eine geringere Volatilität aufweisen, da sie keinen Veränderungen der Inflationserwartungen unterliegen. Inflationsanleihen können bei stärker steigender Inflation als erwartet zudem von Kursgewinnen profitieren. Dies ist vor allem für Anleger interessant, die ihre Anleihen nicht bis zur Fälligkeit halten.

Aufgrund ihres Korrelationsmusters eignen sich Inflationsanleihen darüber hinaus aus Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten zur Diversifikation eines Portfolios aus normalen Anleihen und Aktien beziehungsweise zur Diversifikation eines gemischten Rentenportfolios.⁵⁰ Zu beachten ist allerdings, dass Linker – wie Normalzinsanleihen auch – einem Liquiditäts- und Bonitätsrisiko unterliegen.

Fazit: *Wir halten inflationsgeschützte Anleihen für ein geeignetes Instrument, um sich gerade im aktuell unsicheren Umfeld gegen ein wachsendes Inflationsrisiko abzusichern. Inflationsanleihen eignen sich aufgrund des Substanzerhalts vor allem für Vermögensanlagen zur Altersvorsorge. Die Entscheidung für oder gegen inflationsgeschützte Anleihen hängt aber nicht zuletzt von den Inflationserwartungen des Anlegers im Vergleich zu den vom Markt eingepreisten Inflationserwartungen ab.*

5.2 Zunehmende Staatsverschuldung und Kapitalmarktfolgen

Wolfgang Pflüger

Die Verschuldung des Öffentlichen Sektors ist per se nicht negativ zu bewerten. Die Historie zeigt: Sie wird erst dann problematisch, wenn sie

- die Ressourcen eines Landes überbeansprucht. Das ist regelmäßig in Kriegszeiten oder nach dem Ausbruch systemischer Finanzmarktkrisen der Fall.
- von Notenbanken unter Aufgabe ihrer vornehmsten Zielsetzung – der Wahrung der Geldwertstabilität – in großem Umfang monetisiert wird.

Dann werden Staatsanleihen beziehungsweise Kredite an staatliche Organe direkt durch zusätzliche Geldschöpfung der obersten Währungshüter finanziert. Dieser Ausweitung der Geldmengenaggregate steht kein entsprechend erhöhtes Güterangebot zur Seite. Es entstehen in der Regel inflationäre Prozesse, die bis zur Hyperinflation beziehungsweise zum Staatsbankrott mit anschließender Währungsreform führen können. Es gibt eine prominente Ausnahme: Japans Deflation. Die Auswirkungen auf Kapitalmärkte, für Unternehmen und Anleger sind entsprechend unterschiedlich.

⁵⁰ Vgl. Warncke / Letzgus (2006).

5.2.1 Anhaltende Depression/Deflation

Der Fall Japans stellt im historischen Kontext und im Zusammenhang mit den Erkenntnissen dieser Studie eine klare Anomalie dar. Steigende Staatsverschuldungsquoten, insbesondere in einer Beschleunigungsphase, führen immer zu unterschiedlich hohen Graden der Geldentwertung. Seit dem Platzen der Aktien- und Immobilienblase ab dem Jahr 1989 ist das Land der aufgehenden Sonne in eine Art dauerhafter Winter(Wachstums)starre verfallen. Trotz einer zeitweise außerordentlichen Ausdehnung der Staatsschulden sind Vermögenswerte anhaltend verfallen, gab es ausgeprägte Perioden nominal rückläufiger Verbraucherpreise und über den gesamten Betrachtungszeitraum kaum veränderte Währungsrelationen (Yen/US-Dollar).

Erklärungsansätze: Zwar stieg die Gesamtverschuldung des Öffentlichen Sektors zwischen 1990 und 2007 von knapp 70 % auf etwa 200 % des BIP. Aber

- im Anschluss an das Platzen der Vermögenspreisblasen traten die hoch verschuldeten Unternehmen und privaten Haushalte in einen langwierigen Prozess der Entschuldung (Deleveraging) ein. Deren Sparquote stieg erheblich und lag Ende 2007 mit 24 % deutlich oberhalb des Durchschnitts anderer hoch industrialisierter Länder. Daraus resultierte ein gesamtwirtschaftlicher Kompensationseffekt zu der ausufernden Kreditaufnahme staatlicher Stellen.
- institutionelle Restriktionen erzwangen, dass Pensionskassen und das föderale Postbankensystem hohe Anteile ihrer Vermögenszuflüsse in Staatsanleihen zu investieren hatten.

Folge: Der japanische Staat musste sich nicht im Ausland verschulden. Im Gegenteil: Hohe Leistungsbilanzüberschüsse verhalfen dem Land mit Devisenreserven von annähernd 1 000 Mrd. US-Dollar (Stand Mai 2009) zu der weltweit zweithöchsten Nettogläubigerposition nach der VR China. So lagen 93 % der Staatsschulden bei inländischen Gläubigern. Das inländische Zinsniveau konnte niedrig gehalten werden.

Japan – Fallende Aktienkurse in deflationärem Umfeld

in Punkten

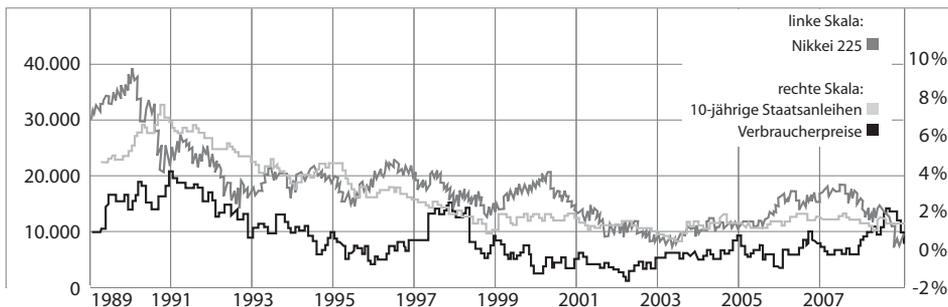


Abb. 28

Quelle: Bloomberg.

In einem solchen Umfeld sind die Kapitalmarktkonsequenzen völlig anders gelagert als im Fall inflationärer Entwicklungen. Deflations-, nicht Inflationsschutz, steht im Vordergrund.

- Fallende Einkommen machen es schwer, nominal unveränderlichen Kreditverpflichtungen nachzukommen. Schuldenabbau statt Konsum hat Priorität.
- Andererseits können auch minimal positive Nominalverzinsungen von Vermögenswerten bei sinkenden Preisniveaus real deutlich höher und somit attraktiv für Kapitalanleger sein. Das Ausweichen auf nominal höher rentierliche Auslandsanlagen muss nicht im Vordergrund stehen. Dies hält die eigene Währung stabil.
- Kassehalten und Konsumverzicht lohnen sich (Attentismus). Größere Anschaffungsgüter könnten ja noch weiter im Preis verfallen.
- Binnenmarktorientierte Unternehmen leiden unter Absatz-, Umsatz- und Renditeproblemen. Sie schrumpfen.
- Der Staat wird gezwungen, die entstehende Nachfrangelücke zu füllen und sich noch weiter zu verschulden. So hat Japan zu Beginn des Jahres 2009 abermals ein kreditfinanziertes Ausgabenprogramm von umgerechnet 160 Mrd. US-Dollar aufgelegt.

Wann hier die Grenzen der Belastbarkeit erreicht sind, lässt sich nach fast 20 Jahren überwiegend stagnierender Wirtschafts- und Preisentwicklung kaum prognostizieren. Dass diese Zeit kommen wird, gerade auch unter Berücksichtigung der demografischen Trends in Japan und seiner impliziten Staatsschulden, scheint unausweichlich.

5.2.2 Hyperinflation/Staatsbankrott

Hyperinflation wird in der Regel als ein Zustand bezeichnet, in dem die monatlichen Inflationsraten einen Wert von 50 % überschreiten. Dann entwickelt sich der Preis eines Gutes von 1 Euro innerhalb eines Zeitraumes von zwölf Monaten auf 130 Euro.

Noch in den 80er-Jahren des vorherigen Jahrhunderts verzeichneten südamerikanische Staaten wie Argentinien, Bolivien oder Brasilien Phasen, in denen sich die Verbraucherpreise innerhalb von nur einer Woche verzwei- bis verdreifachten. Geld als Wertaufbewahrungsmittel hat dann ausgedient. Der Preis als Allokationsinstrument für Anlage- und Investitionsentscheidungen verliert seine Funktion. Kurzfristig bedeutet drei Tage, langfristig zwei Wochen.

Ersparnisse verlieren ihren Wert. Wirtschaftliche Transaktionen erfolgen fast ausschließlich per Barzahlung. Der Tauschhandel kommt zu neuer Blüte. Unternehmen legen Rohstoffvorräte nicht zu Produktionszwecken an, sondern um sie wenig später für ein Vielfaches wieder zu verkaufen. Geld wird außer Landes gebracht und in als stabil erachtete Fremdwährungen umgeschichtet. Am Ende stehen in der Regel der Staatsbankrott und eine Währungsreform.

Die Gläubiger der Staatsschulden stehen dann mit leeren Händen da. Anleihen haben ihren Wert verloren. Neben dem Totalverlust kam es in der Vergangenheit allerdings auch zu Umschuldungsabkommen, zumeist in Bezug auf staatliche Auslandsschulden (Londoner Schuldenabkom-

men 1953, Brady Bonds in den 80er-Jahren). Hier wurde wenigstens die Rückzahlung von Teilbeträgen vereinbart. Der dann folgende Neubeginn ist oftmals von gesetzlich verbotenen Preisanhebungen, Lohnstopps und dem Zwang zu ausgeglichenen Haushalten gekennzeichnet. Schutz vor solchen Entwicklungen ist fast ausschließlich in Sachwerten wie Edelmetallen, Rohstoffen oder Immobilien zu finden.

5.2.3 Inflationsbeschleunigung

Hyperinflationen entstehen nicht von heute auf morgen. Deren Symptome lassen sich oftmals im Vorwege beobachten. Gegenmaßnahmen sind so frühzeitig planbar und umsetzbar. Hilfestellung bieten neben der Verfolgung der aktuellen Lebenshaltungskosten

- die Entwicklung der Auslandsschulden,
- deren Deckung (Tilgung und Zinszahlungserfordernisse) durch Exporterlöse in Fremdwährungen,
- die relative Entwicklung der Zinslasten auf die Staatsschulden innerhalb des jährlichen Gesamtbudgets und
- die Messung der Staatsbonität.

Eine Verschlechterung der Bonität ist an herabgestuften Ratings und den daraus resultierenden Zinsaufschlägen für die jeweiligen Staatspapiere an den internationalen Kapitalmärkten abzulesen.

In die gleiche Richtung weisen die Credit Default Swaps (CDS)-Prämien für 10-jährige Staatsanleihen. Sie stellen eine jährlich zu zahlende Versicherungsprämie dar, um sich gegen das Risiko abzusichern, dass der betreffende Staat innerhalb der kommenden zehn Jahre zahlungsunfähig wird und seine Schulden nicht zurückzahlen kann. Tabelle 4 auf Seite 64 zeigt zum einen die Höhe der CDS-Prämien in Basispunkten (100 BP = 1 %) und zum anderen die daraus abgeleitete Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts innerhalb der kommenden zehn bis fünfzehn Jahre an.

Wenn die Alarmsignale in Bezug auf dauerhaft steigende Verbraucherpreise, eine Verschlechterung von Länder-Ratings oder einen anhaltenden Währungsverfall aufleuchten, gilt generell: Aktien- und Anleihen>Returns sinken. Dann sollten werterhaltende Sicherungsstrategien für Kapitalanleger im Vordergrund stehen. Im Rahmen breit diversifizierter Portfolios zählen dazu:

1. Im Anleihenbereich

- TIPS (Inflationsgeschützte Anleihen)
- Kürzer laufende Floater
- Unternehmensanleihen (mit Abstrichen)

2. Im Aktienbereich

- Unternehmen in regulierten Sektoren, wo Kosten- und Preissteigerungen an die Abnehmer weitergegeben werden können (Energieversorger, Telekommunikation, Nahrungsmittel)
- Unternehmen mit Bindungen an Realvermögen, Grundvermögen, Grundstoffe (Industrie- und Agrarrohstoffe, Edelmetalle, Öl/Gas)

- Unternehmen in moderater Schuldnerposition mit ausreichendem Überschuss-Cashflow, um den Schuldendienst decken und über zusätzliche Investitionen Marktanteile gewinnen zu können

3. Im Sachanlagenbereich

- Direktinvestments in Rohstoffe wie Gold, Silber, Platin oder Öl
- Immobilien: Gerade langfristig betrachtet kommt den Immobilien im Rahmen von Sachkapitalanlagen eine besondere Rolle zu. Seit den 70er-Jahren ist der positive Zusammenhang zwischen Immobilienrenditen und steigender Inflation bekannt. Zahlreiche empirische Studien belegen diesen Zusammenhang. Dies gilt insbesondere für die Zeiten hoher Inflationsraten wie in den 70er-, Anfang der 80er-Jahre und zwischen 1992 und 1994.

Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrottes aus Sicht der Märkte

Rang	Land	CDS ⁵¹	PD ⁵² (%)	Rang	Land	CDS	PD (%)
1	Argentinien	2605	100 %	34	Irland	186	32 %
2	Pakistan	1674	98 %	35	Korea	181	31 %
3	Irak	1625	98 %	36	Saudi-Arabien	170	29 %
4	Venezuela	1429	97 %	37	Polen	168	29 %
5	Ukraine	1318	95 %	38	Chile	163	28 %
6	Island	637	74 %	39	Thailand	148	26 %
7	Dubai	523	67 %	40	Israel	147	26 %
8	El Salvador	516	66 %	41	Malaysia	142	25 %
9	Kasachstan	515	66 %	42	Griechenland	131	23 %
10	Lettland	504	65 %	43	Tschechien	111	20 %
11	Libanon	453	61 %	44	Neuseeland	100	18 %
12	Litauen	389	55 %	45	China	100	18 %
13	Bahrain	384	55 %	46	Hongkong	92	17 %
14	Indonesien	366	53 %	47	Slowakei	90	17 %
15	Ungarn	341	51 %	48	Österreich	88	16 %
16	Vietnam	334	50 %	49	Italien	88	16 %
17	Rumänien	311	47 %	50	Australien	80	15 %
18	Russland	303	46 %	51	Slowenien	79	15 %
19	Türkei	297	46 %	52	Spanien	77	14 %
20	Panama	288	45 %	53	Großbritannien	71	13 %
21	Bulgarien	286	44 %	54	Schweiz	58	11 %
22	Estland	284	44 %	55	Portugal	57	11 %
23	Kolumbien	282	44 %	56	Japan	57	11 %
24	Ägypten	279	44 %	57	Belgien	56	11 %
25	Peru	270	43 %	58	Schweden	53	10 %
26	Philippinen	260	41 %	59	Dänemark	47	9 %
27	Brasilien	259	41 %	60	Niederlande	40	8 %
28	Südafrika	244	39 %	61	USA	38	7 %
29	Abu Dhabi	243	39 %	62	Frankreich	36	7 %
30	Marokko	242	39 %	63	Deutschland	34	7 %
31	Kroatien	225	37 %	64	Finnland	32	6 %
32	Tunesien	224	37 %	65	Malta	22	4 %
33	Katar	213	35 %				

Tab. 4

Quelle: Datastream (Stand: 15.5.2009).

⁵¹ CDS = Credit Default Swaps-Premien.

⁵² PD = Probability of Default. Die hier angegebene Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrottes ist lediglich die Einschätzung des Marktes. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Märkte erfahrungsgemäß zu Übertreibungen neigen.

Immobilienrenditen und Inflation in Deutschland

Entwicklung der Total Return Indizes für verschiedene Immobiliennutzungsklassen und des Verbraucherpreisindex (1995 = 100)

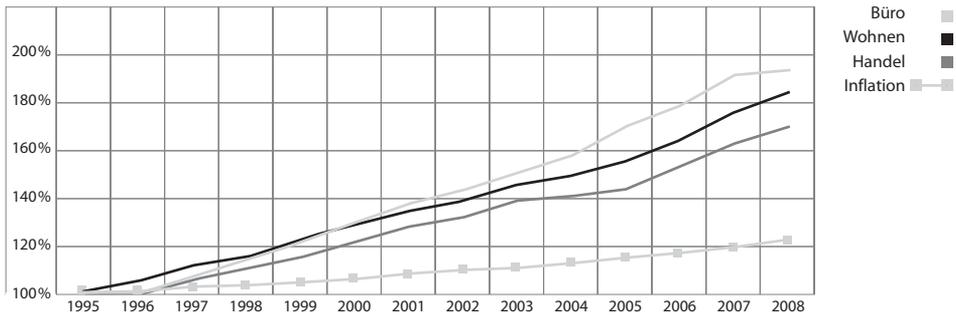


Abb. 29

Quelle: Bloomberg.

So liegen in Deutschland die Immobilienrenditen deutlich über dem Anstieg der Verbraucherpreise (Abbildung 29). Der IPD German Annual Property Index (1995 bis 2008) entwickelte sich in diesem Zeitraum um 3,53 % p. a. Die Inflationsrate lag im selben Zeitraum bei 1,55 %.

Der Pan-European Property Index misst die Immobilienrenditen von 15 europäischen Ländern und hat sich seit 2000 sogar um durchschnittlich 7,4 % entwickelt (bis Ende 2007). Der amerikanische NCREIF Property Index hat sich seit seiner Auflegung im Jahr 1978 um durchschnittlich 9,7 % nach oben entwickelt.

- **Farmland:** Die Preise für Farmland in den USA haben sich gegenüber inflationären Tendenzen als robust erwiesen. Die durchschnittliche Wertsteigerung liegt oberhalb der Inflationsrate.

Farmland: Inflationsschutz und Wertbeständigkeit in den USA

Entwicklung der nominalen Farmpreise und des Consumer Price Index (CPI) (1959 = 100%)

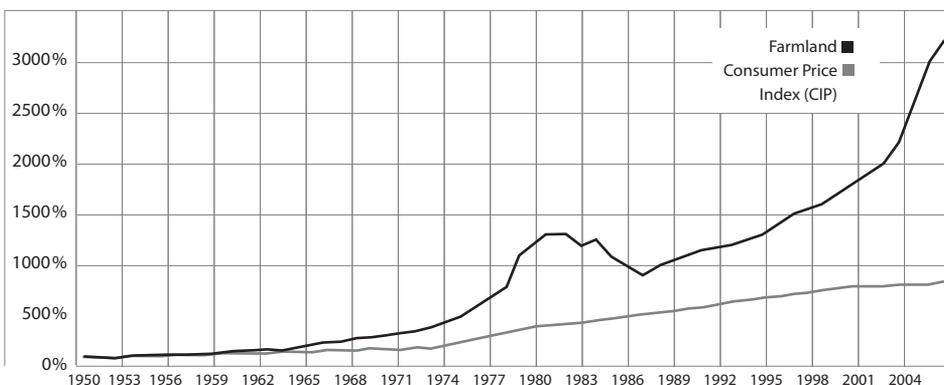


Abb. 30

Quelle: Bloomberg.

NCREIF Timberland Index

Basisjahr 1987 = 100%

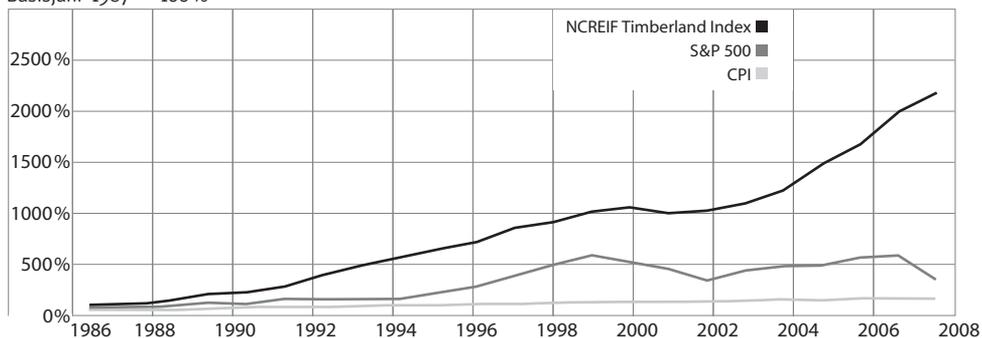


Abb. 31

Quelle: Bloomberg.

So stieg der Wert für Farmland von 1950 bis 2007 jahresdurchschnittlich um 6,4 % an. Das waren 2,26 % mehr, als der entsprechende Anstieg der Verbraucherpreise ausmachte. Studien zeigen, dass Farmland eine höhere Rendite bei gleichzeitig eingeschränkter Schwankungsbreite (der Preise) im Vergleich zum Aktienindex S&P 500 aufweist.

- Forstinvestments: Der NCREIF Timberland Index erzielte von 1987 bis 2008 eine jährliche Rendite von 14,4 %. Im selben Zeitraum entwickelte sich der MSCI World Index um durchschnittlich 4,2 % p. a. bei einer jährlichen Inflationsrate von 2,9 %.

Der Wert von Wäldern steigt in Abhängigkeit vom weltweiten Bevölkerungswachstum und der staatlichen Förderung kohlendioxidarmer, erneuerbarer Energieträger. Man spricht hier von einem im Zeitablauf stabilen Megatrend.

Fazit: Zum Zeitpunkt der Erstellung der vorliegenden Studie verhindern ein tiefer weltwirtschaftlicher Konjunkturreinbruch und damit einhergehende unterausgelastete Kapazitäten, steigende Arbeitslosigkeit und vorübergehend sinkende Energiekosten den Beginn inflationärer Prozesse. Spätestens ab 2011 ist nach unserer Einschätzung jedoch mit einer Umkehr dieser Trends zu rechnen. Dann dürften die Inflationsrisiken als Folge hoher globaler Liquiditätsüberschüsse und einer vielfach ausufernden Staatsverschuldung zunehmen. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Notenbanken wenig erfolgreich waren, ihre in Krisenzeiten geschaffenen monetären Überschüsse auf ein Normalmaß zurückzuführen. Gleiches gilt für Politiker in Bezug auf eine Reduzierung der zuvor angehäuften Schuldentürme. Es könnte dann sogar die Versuchung wachsen, höhere Teuerungsraten zu tolerieren, um so einen Teil der Schulden »wegzuinflationieren«. Sicherheitsorientierte Investoren sollten sich beizeiten gegen die Risiken einer Wertaushöhlung ihrer Kapitalanlagen absichern.

- Solow, R. M. (1956): A Contribution to the Theory of Economic Growth, in: Quarterly Journal of Economics, Nr. 70, S. 65-94.
- Spilimbergo, A.; Symansky, S.; Blanchard, O.; Cottarelli, C. (2008): Fiscal Policy for the Crisis, IMF Staff Position Note.
- Strauss-Kahn, D. (2008): Wanted urgently: a comprehensive and global solution, in: Financial Times vom 8.10.2008, [<http://www.ft.com/cms/s/0/f8c6ccae-955a-11dd-aedd-00077bc7658.html>].
- Volkert, W. (1962): Marginalien zur bayerischen Geschichte 1800-1810, in: ZBLG, Nr. 25 (1962), S. 414-469.
- Warncke, J.; Letzgus, O. (2006): Realzinsanleihen – Inflationsschutz für Rentenmarktinvestoren, Stuttgart.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2001): Nachhaltigkeit in der Finanzpolitik – Konzepte für eine langfristige Orientierung öffentlicher Haushalte, Nr. 69, Gutachten des Wissenschaftlichen Beirates.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2008): Zur Begrenzung der Staatsverschuldung nach Art. 115 GG und zur Aufgabe des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes, Gutachten Nr. 01/08.

In der Reihe

»Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation«
sind bislang folgende Studien erschienen:

- 1 Energierohstoffe
- 2 Ernährung und Wasser
- 3 Immobilien
- 4 Maritime Wirtschaft und Transportlogistik (Band A und B)
- 5 Klimawandel
- 6 Wissen
- 7 Sicherheitsindustrie

Diese Studien stehen Ihnen auf der Homepage www.berenberg.de
unter dem Punkt »Publikationen« als Download zur Verfügung.

