

STAATSSCHULDEN



Hamburgisches
WeltWirtschafts
Institut



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

STRATEGIE 2030 VERMÖGEN UND LEBEN IN DER NÄCHSTEN GENERATION. EINE
INITIATIVE VON BERENBERG UND HAMBURGISCHEM WELTWIRTSCHAFTSINSTITUT.

STAATSSCHULDEN



Hamburgisches
WeltWirtschafts
Institut



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

STRATEGIE 2030 VERMÖGEN UND LEBEN IN DER NÄCHSTEN GENERATION. EINE
INITIATIVE VON BERENBERG UND HAMBURGISCHEM WELTWIRTSCHAFTSINSTITUT.

»Berenberg · HWWI: Strategie 2030 – Staatsschulden«
ist eine gemeinsame Studie von Berenberg und HWWI
Berenberg · Neuer Jungfernstieg 20 · 20354 Hamburg
Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut · Oberhafenstraße 1 · 20097 Hamburg

Autoren

Berenberg: Dr. Jörn Quitzau, Mitarbeit: Christopher Prömel
HWWI: Prof. Dr. Henning Vöpel, Maike Cotterell

Schlussredaktion: Sandra Hülsmann
Stand: Dezember 2018

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 · Unternehmenskommunikation
Neuer Jungfernstieg 20 · 20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-517 · Telefax +49 40 350 60-907 · E-Mail: presse@berenberg.de

ISSN: 2190-6548

Inhalt

Das Wichtigste in Kürze	4
1. Einleitung	6
2. Staatsschulden: Wo stehen wir heute?	8
3. Potenzielle Auslöser einer neuen Schuldenkrise	15
a. Konjunktur- und Wachstumseinbruch	15
b. Zinsanstieg	17
c. Vertrauensverlust (Multiple Gleichgewichte)	21
d. Ansteckung	24
e. Auslandsschulden und Wechselkursverfall	29
f. Demografie	31
4. Fokus: Italien und USA	36
5. Ausblick	42
6. Literatur und Quellen	43

Das Wichtigste in Kürze

/// Die globale Finanzkrise hat in den meisten Ländern zu einem kräftigen Anstieg der Staatsschulden geführt. Konjunkturprogramme und das Stützen angeschlagener Banken haben viel Geld gekostet. Deutschland hat in den letzten Jahren den Schuldenstand zurückführen können. Die meisten anderen Länder sitzen allerdings nach wie vor auf einem hohen Schuldenberg.

/// **Risikofaktor 1:** Konjunktur- und Wachstumseinbruch. Aufgrund der guten Weltkonjunktur ist das Schuldenthema in den vergangenen Jahren etwas aus dem Fokus geraten. Gelöst ist die Problematik damit aber nicht. Unterschiedliche Faktoren könnten grundsätzlich zu einer neuen Schuldenkrise führen. Die Zeit ist dafür aber wohl noch nicht reif. Aufgrund des soliden gesamtwirtschaftlichen Umfelds wird es voraussichtlich noch einige Zeit dauern, bevor Schulden wieder zu einem größeren Thema für die Finanzmärkte werden.

/// **Risikofaktor 2:** Zinsanstieg. Mit der strafferen Geldpolitik steigen auch die Kapitalmarktzinsen. Damit verteuern sich die Finanzierungskosten der Staaten, und die Schuldenlast beginnt wieder etwas stärker zu drücken. Allerdings sprechen strukturelle Gründe dafür, dass die Zinsen auch bei einer strafferen Geldpolitik nur moderat und nicht sprunghaft steigen. Zudem wirken sich höhere Zinsen nur sukzessive und somit zeitverzögert aus, weil ein großer Teil der Schulden zu niedrigen Zinsen mit längeren Laufzeiten finanziert ist. Ein unmittelbares Risiko stellen steigende Zinsen also noch nicht dar.

/// **Risikofaktor 3:** Vertrauenskrise. Auch wenn von den aktuell niedrigen Zinsen das Signal ausgeht, die hohen Schuldenstände seien unproblematisch, ist grundsätzliche Wachsamkeit geboten. Die Stimmung kann ohne lange Vorwarnzeit kippen und die Zinsen in die Höhe treiben.

/// **Risikofaktor 4:** Ansteckung. Die Eurozone ist inzwischen weniger anfällig für das Übergreifen einer Krise von einem Land auf andere Länder als zu Zeiten der Eurokrise. Dagegen sind insbesondere Schwellenländer nennenswerten Ansteckungsgefahren ausgesetzt. Die größte Gefahr geht

aber von großen Ländern wie Japan und den USA aus. Sollten diese Länder das Vertrauen der Finanzmärkte verlieren, würden andere Länder aufgrund der internationalen Verflechtung mit hoher Wahrscheinlichkeit in den Schuldensog hineingezogen werden.

 **Risikofaktor 5:** Auslandsschulden. Schwellenländer, die sich in hohem Maße in ausländischer Währung verschuldet haben, unterliegen einem zusätzlichen Wechselkursrisiko. Immer wieder führt ein steigender Dollarkurs zu der Sorge, Schwellenländer könnten die in Dollar finanzierten Schulden nicht zurückzahlen.

 **Risikofaktor 6:** Demografie. Das Durchschnittsalter in vielen westlichen Gesellschaften steigt – mit negativen Folgen für die wirtschaftliche Dynamik und für die öffentlichen Finanzen. Trotzdem dürfte der demografische Wandel kurzfristig kein und mittelfristig nur ein sehr begrenztes Gefahrenpotenzial darstellen. Als Auslöser für die nächste Krise kommt die Demografie kaum infrage.

 Eine umfassende Schuldenkrise ist trotz der hohen Schulden nach unserer Einschätzung vorerst nicht zu erwarten, wenn die Welt noch ein bis zwei gute Konjunkturjahre erlebt. Für den nächsten Abschwung ist jedoch Vorsicht geboten. Italien könnte das erste Land sein, das in der nächsten Rezession in ernsthafte Schwierigkeiten gerät, sofern die Regierung nicht vorher von ihren wirtschaftspolitischen Plänen abgerückt ist. Mittelfristig müssen auch die USA ihre Staatsfinanzen konsolidieren – was der größten Volkswirtschaft der Welt in der Vergangenheit aber schon mehrfach gelungen ist. Und langfristig wird Japan zeigen müssen, wie der Schuldenberg bewältigt werden kann. Die Zentralbank allein kann nicht die Lösung sein.

1. Einleitung

Vor zehn Jahren erreichte die globale Wirtschafts- und Finanzkrise ihren Höhepunkt. Als am 15. September 2008 die bereits angeschlagene Investmentbank Lehman Brothers in die Insolvenz ging, wurde aus dem Schmelbrand an den Finanzmärkten ein Flächenbrand. Schon zuvor hatte es aufgrund der fallenden Immobilienpreise Probleme bei Banken und anderen Finanzinstituten gegeben, doch mit der Lehman-Pleite gab es einen regelrechten Brandbeschleuniger.

Die Folgen waren verheerend. Banken in mehreren Industrieländern gerieten reihenweise in Schieflage, viele von ihnen mussten staatlich gestützt werden. Die Weltkonjunktur kippte, weil viele Unternehmen und Verbraucher aus Sorge vor den Folgen des Flächenbrandes auf den Finanzmärkten ihre Ausgaben drosselten. Das deutsche Wachstum brach um rund 5 % ein – ein einmaliges Ereignis im Nachkriegsdeutschland. Weltweit schnürten Regierungen umfangreiche Konjunkturpakete, um den einbrechenden Ausgaben im Privatsektor entgegenzuwirken. Die Notenbanken reagierten mit drastischen Zinssenkungen und legten damit den Grundstein für eine jahrelang anhaltende ultra-expansive Geldpolitik.

Mit den Konjunkturprogrammen und den direkten Hilfen für angeschlagene Finanzinstitute (einschließlich Verstaatlichungen) haben die Regierungen schwere finanzielle Lasten auf sich genommen. Teile der zuvor privaten Schulden wurden in öffentliche Schulden umgewandelt. Der daraus resultierende drastische Anstieg der in manchen Fällen vorher schon hohen Staatsschulden hat bei vielen Marktteilnehmern und in der Bevölkerung die Sorge vor massiver Inflation, Staatsbankrotten und sogar Währungsreformen ausgelöst. Vielen Beobachtern erschien die Situation ausweglos.

Wir haben die weit verbreiteten Sorgen schon im Jahr 2009 zum Anlass genommen, uns in unserer Studienreihe Strategie 2030 intensiv mit dem Thema Staatsverschuldung auseinanderzusetzen.¹ Der Tenor unserer Analyse war damals, dass die Situation des Finanzsystems und der öffentlichen Finanzen zwar sehr ernst ist, dass es aber Wege aus der Krise gibt, ohne dass es zu den befürchteten Staatsbankrotten, Währungsreformen oder Hyperinflationen kommen muss. Zehn Jahre später wissen wir, dass die Untergangsszenarien ausgeblieben sind. Staatsbankrotte gab es – mit Ausnahme Griechenlands – nicht. Währungsreformen sind ebenfalls ausgeblieben. Auch der zwischenzeitlich unter einer schweren Vertrauenskrise leidende Euro ist nicht zerbrochen. Und eine nennenswerte Verbraucherpreis-inflation hat es bis heute in den großen Industrienationen nicht gegeben. In den vergangenen Jahren ging es für die Notenbanken eher darum, eine Deflation – also das Gegenteil von Inflation – zu verhindern.

Ist diese positive Bilanz lediglich eine Momentaufnahme oder gibt es gute Gründe für eine Entwarnung? Drohen die mühsam erarbeiteten Erfolge bei der Stabilisierung der Staatsfinanzen im nächsten Konjunkturabschwung wieder wegzubrechen? Was geschieht, wenn das Zinsniveau eines Tages deutlich anzieht? Und droht eine neue Schuldenkrise, wenn hoch verschuldete Länder wie Italien die mühsam erarbeiteten Reformfolge durch einen erneuten wirtschaftspolitischen Schwenk zunichtemachen? Wir möchten diesen Fragen in der vorliegenden Studie nachgehen. Dabei werden wir den Status quo beleuchten und skizzieren, wo neue Gefahren lauern und woher ein neuerliches Aufflackern der Schuldenkrise kommen könnte.

1 Vgl. Berenberg/HWWI (2009), Staatsverschuldung, in: Strategie 2030.

2. Staatsschulden: Wo stehen wir heute?

Die globale Finanzkrise hat in den meisten Ländern zu einem kräftigen Anstieg der Staatsschulden geführt. Konjunkturprogramme und das Stützen angeschlagener Banken haben viel Geld gekostet. Deutschland hat in den letzten Jahren den Schuldenstand zurückführen können. Die meisten anderen Länder sitzen allerdings nach wie vor auf einem hohen Schuldenberg.

Nach der Finanzkrise 2008/2009 sind die Schulden vieler Länder kräftig gestiegen (siehe Abb. 1). In der Eurozone hat die Staatsschuldenquote im Zeitraum 2008–2018 um 14,5 Prozentpunkte auf knapp 85 % des BIP zugelegt. Im gleichen Zeitraum ist die Schuldenquote der großen Industrienationen (G7) um 27 Prozentpunkte auf rund 117 % gestiegen. Einen großen Anteil an diesem kräftigen Anstieg hatten die USA, deren Schuldenstand im entsprechenden Zeitraum um 31 Punkte auf über 100 % des BIP nach oben geschossen ist.



Deutschland hat als eines der wenigen Länder eine echte Trendwende geschafft.

Deutschland hat als eines der wenigen Länder eine echte Trendwende geschafft. Auch in Deutschland hatte die Krise das Haushaltsdefizit und die Schuldenquote zunächst in die Höhe getrieben (vgl. Abb. 2). Doch seit 2014 ist der Haushalt mindestens ausgeglichen und die Schulden sinken seit einigen Jahren in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, zuletzt sogar in absoluten Werten. 2017 beliefen sich die Schulden erstmals seit 2010 wieder auf weniger als 2 Billionen Euro. Der Schuldenabbau wird begünstigt durch das Niedrigzinsumfeld. Insbesondere wirken sich aber das kräftige deutsche Wirtschaftswachstum und die dadurch gestiegenen Steuereinnahmen positiv aus.

Schuldensprung als Folge der Finanzkrise

Angaben in Prozent des BIP

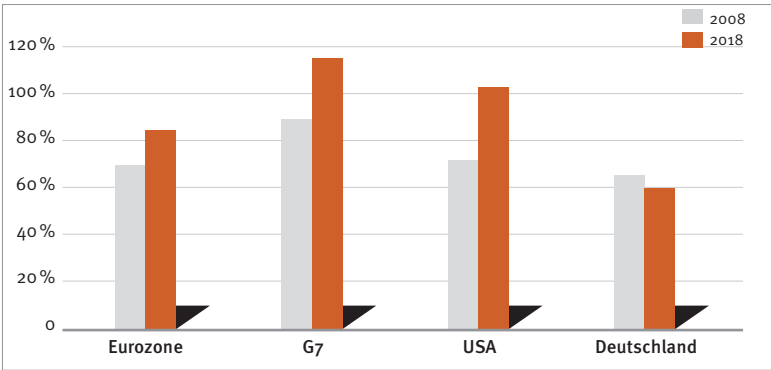


Abb. 1

Quelle: IWF.

Schuldenstand Deutschland

Angaben in Prozent des BIP

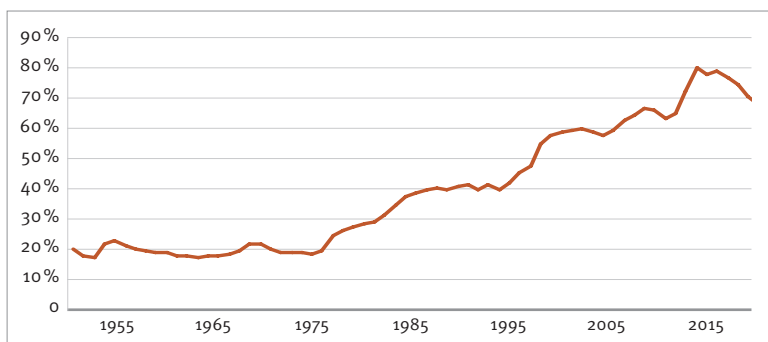


Abb. 2

Quellen: BMF, Eurostat.

Viele Länder der Eurozone stehen vor einer ganz anderen Situation. Sie haben weiterhin mit den finanziellen Folgen der Krise und zum Teil unter hausgemachten (wirtschafts-)politischen Problemen zu leiden. Aktuell steht **Italien** im Fokus der Finanzmärkte. In absoluten Zahlen hat Italien mit mehr als 2,3 Billionen Euro den höchsten Schuldenberg in Europa. Die Schuldenquote lag 2017 bei über 130 % des BIP. Obwohl es damit in Europa hinter Griechenland an zweiter Stelle steht, ist ein hoher Schuldenstand für Italien historisch betrachtet nicht ungewöhnlich. Seit 1990 ist die Schuldenquote in Italien nur um etwa 15 Prozentpunkte gestiegen. Die Ursachen für das italienische Problem liegen unter anderem im zu geringen Wirtschaftswachstum. Dies ist zurückzuführen auf eine Kombination aus ineffizientem Staatsapparat, strukturellen Problemen und einer geringen Arbeitsproduktivität (siehe auch Kapitel 4).

In absoluten Zahlen hat Italien mit mehr als 2,3 Billionen Euro den höchsten Schuldenberg in Europa. Die Schuldenquote lag 2017 bei über 130 % des BIP.

In **Spanien** ist die Schuldenquote infolge der Finanzkrise besonders stark gestiegen. 2008 war der Staat nur zu etwa 40 % des BIP verschuldet. 2014 war der Schuldenstand krisenbedingt bereits auf 100 % gestiegen. Der Anstieg der öffentlichen Schulden hatte vor allem zwei Gründe: Die antizyklische Fiskalpolitik kostete viel Geld, das sich die Regierung leihen musste. Zudem hatten spanische Banken die Möglichkeit, faule Kredite an eine staatliche Abwicklungsgesellschaft abzustoßen. Seit 2014 sinkt die Schuldenquote allmählich wieder. Dies liegt daran, dass die spanische Wirtschaft schneller wächst als die Schulden. Die private Verschuldung ist in diesem Zeitraum deutlich gesunken: Zwischen 2008 und 2016 ging der private Schuldenstand um rund 50 Prozentpunkte gemessen am BIP zurück.

In **Portugal** betrug die Schuldenquote im Jahr 2016 rund 130 % des BIP. Damit lag Portugal in der europäischen Spitzengruppe der hoch verschuldeten Länder. Der Internationale Währungsfonds (IWF) sieht für 2018 allerdings einen Rückgang der Schuldenquote auf etwa 120 % – Tendenz: weiter fallend. Im Zuge der Finanzkrise bekam der portugiesische Staat finanzielle Unterstützung vom IWF in Höhe von 26 Milliarden Euro. Diese zahlte Portugal zum großen Teil bereits zurück. Beim IWF werden die Schulden jährlich mit 4,5 % verzinst. Da die Zinssätze am Kapitalmarkt inzwischen deutlich niedriger sind, nimmt Portugal dort Kredite auf und zahlt so die ausstehenden Schulden an den IWF zurück. Die gute konjunkturelle Entwicklung, insbesondere die boomende Tourismusindustrie, trägt zudem zu einer sinkenden Schuldenquote bei.



Doch alle Maßnahmen halfen nur wenig, da nicht nur der Schuldenberg Griechenlands weiter wuchs, sondern die Wirtschaft weiterhin in einer Rezession steckte.

Griechenland darf beim Thema Staatsschulden nicht fehlen: Kurz vor Ausbruch der globalen Finanzkrise lagen die Staatsschulden »nur« knapp über 100 % des BIP, aktuell sind es rund 180 %. Mitte August 2018 verließ Griechenland den europäischen Rettungsschirm

und steht seitdem finanziell wieder auf eigenen Beinen. Bisherige Maßnahmen, um Griechenlands Staatsschulden einzudämmen, enthielten auch umfassende Umschuldungen. So mussten private Gläubiger im März 2012 auf über 50 % des Nennwerts ihrer Forderungen verzichten, als sie marode griechische Staatsanleihen gegen länger laufende, niedriger verzinsten Anleihen tauschten, die teilweise von der EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) garantiert wurden. Dies senkte Griechenlands Schulden auf einen Schlag um etwa 100 Milliarden Euro. Zudem kam es im November 2012 zu einer Verlängerung der Laufzeiten griechischer Kredite samt Zinsabsenkung beziehungsweise -stundung. Doch all diese Maßnahmen halfen nur wenig, da nicht nur der Schuldenberg Griechenlands weiter wuchs, sondern die Wirtschaft weiterhin in einer Rezession steckte. So kam es von europäischer Seite und von Seiten des IWF immer wieder zu Hilfsprogrammen, zuletzt 2015. Im Gegenzug für weitreichende Spar- und Reformmaßnahmen erhielt das Land rund 85 Milliarden Euro an Finanzhilfen. Dieses Programm lief jüngst im August 2018 aus. Griechenland muss jetzt finanziell wieder auf eigenen Beinen stehen.

Staatsschulden international

Angaben in Prozent des BIP

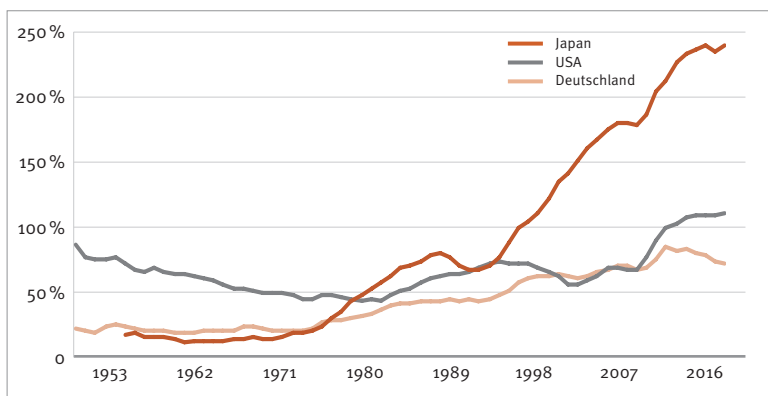


Abb. 3

Quelle: IWF.

Japan ist der Schulden-Spitzenreiter unter den Industrieländern (siehe Abb. 3). Die Staatsschulden beliefen sich 2017 auf über 230 % des BIP. Von Sparen ist keine Rede, denn für 2018 werden sich die Staatsausgaben weiter erhöhen. Zumindest erwartet der IWF in den nächsten Jahren keinen signifikanten Anstieg der Schuldenquote, sondern eine Stabilisierung bei rund 235 %. Finanziert wird die expansive Fiskalpolitik zum großen Teil durch Anleihekäufe der Bank of Japan. Die japanische Zentralbank hielt im Dezember 2017 gut 41% der gesamten öffentlichen Verschuldung Japans – das sind umgerechnet über 3,5 Billionen Euro.² Höhere Steuern und Wachstum tragen zudem zur Finanzierung bei. 2017 wuchs die japanische Wirtschaft um 1,9 %. Dies liegt deutlich über dem durchschnittlichen Wachstum von etwa 0,55 % der letzten zehn Jahre. Die höheren Regierungsausgaben resultieren vor allem aus der alternden Bevölkerung und den Rüstungsausgaben, die aufgrund der Bedrohung aus Nordkorea gestiegen sind.

Japan ist der Schulden-Spitzenreiter unter den Industrieländern. Die Staatsschulden beliefen sich 2017 auf über 230 % des BIP.



Die Schuldenquote der **USA** hat sich seit 2001 mehr als verdoppelt und liegt bereits über der Marke von 100 % der jährlichen Wirtschaftskraft – Tendenz: weiter steigend. Allein 2017 belief sich das Haushaltsdefizit der USA auf 665 Milliarden US-Dollar. Und mit den steigenden US-Zinsen wird die Finanzierung der Schulden noch teurer. Die Konjunktur läuft sehr gut – das BIP dürfte im Jahr 2018 um fast 3 % zugelegt haben – und die Arbeitslosenquote liegt mit 3,7 % auf dem niedrigsten Stand seit fast 50 Jahren.

² <https://www.reuters.com/article/us-japan-economy-boj/bojs-government-debt-holdings-hit-record-in-fourth-quarter-idUSKBN1GV06E>

Doch Donald Trumps Steuerreform dürfte die Staatseinnahmen sinken und das Defizit weiter steigen lassen. Die Verschuldung der Privathaushalte in den USA ist zwar rückläufig, aber mit beinahe 80 % des BIP auf immer noch hohem Niveau.

Auch **China** könnte ein Schuldenproblem bekommen. Die Schuldenquote des chinesischen Staates ist mit etwa 50 % unter den großen Volkswirtschaften zwar am niedrigsten, jedoch ist der Wert für ein Schwellenland recht hoch und die Schuldenquote des Unternehmenssektors ist auf über 160 % des BIP angewachsen. Dies wird begünstigt durch die lockere Kreditvergabe der People's Bank of China. Im Jahr 2018 hat die Zentralbank die Kreditvergabe weiter erleichtert. Auch die Verschuldung der Privathaushalte nimmt mit hoher Geschwindigkeit zu. Innerhalb von zehn Jahren ist sie im Verhältnis zum BIP um etwa 30 Prozentpunkte auf knapp 50 % gewachsen.³

Der Internationale Währungsfonds merkte in seinem »World Economic Outlook« im Oktober 2018 an, dass sich die Weltwirtschaft zehn Jahre nach der Krise neuen Herausforderungen gegenübersteht: Der Mittelwert der Staatsschuldenquote liegt um rund 15 Prozentpunkte höher als vor der Krise, die Bilanzen vieler Notenbanken sind kräftig angewachsen und die Industrienationen haben unter anderem wegen der schwachen konjunkturellen Erholung nach der Krise an Boden verloren. Die Schwellen- und Entwicklungsländer konnten ihren Anteil am globalen BIP hingegen deutlich ausbauen.⁴



Die Privatverschuldung ist in praktisch allen Industrienationen mit teils weit über 100 % des BIP auf recht hohem Niveau. Sie hat sich in den vergangenen Jahren aber in vielen Ländern stabilisiert.

Private Schulden

Private Verschuldung hat zwar keinen unmittelbaren Effekt auf die Zahlungsfähigkeit von Staaten, doch sie kann ein wichtiger Gradmesser bei der Beurteilung der Schuldentragfähigkeit einzelner Länder sein. Man versteht unter privaten Schulden grundsätzlich alle vorhandenen Schuldversprechen von Haushalten und Unternehmen außerhalb des Finanzwesens. Hierunter fallen also neben Hypotheken oder Kreditkartenschulden auch die Kredite zu Investitionszwecken.

Die Privatverschuldung ist in praktisch allen Industrienationen mit teils weit über 100 % des BIP auf recht hohem Niveau. Sie hat sich in den vergangenen Jahren aber in vielen Ländern stabilisiert. In Deutschland waren die privaten Schulden leicht rückläufig: Sie sanken von etwa 120 % des BIP im

Die Privatverschuldung ist in praktisch allen Industrienationen mit teils weit über 100 % des BIP auf recht hohem Niveau. Sie hat sich in den vergangenen Jahren aber in vielen Ländern stabilisiert. In Deutschland waren die privaten Schulden leicht rückläufig: Sie sanken von etwa 120 % des BIP im

³ Vgl. <https://tradingeconomics.com/china/households-debt-to-gdp>

⁴ Vgl. IWF (2018), World Economic Outlook, Oktober 2018, S. 71.

Gemischtes Bild bei privaten Schulden

Angaben in Prozent des BIP

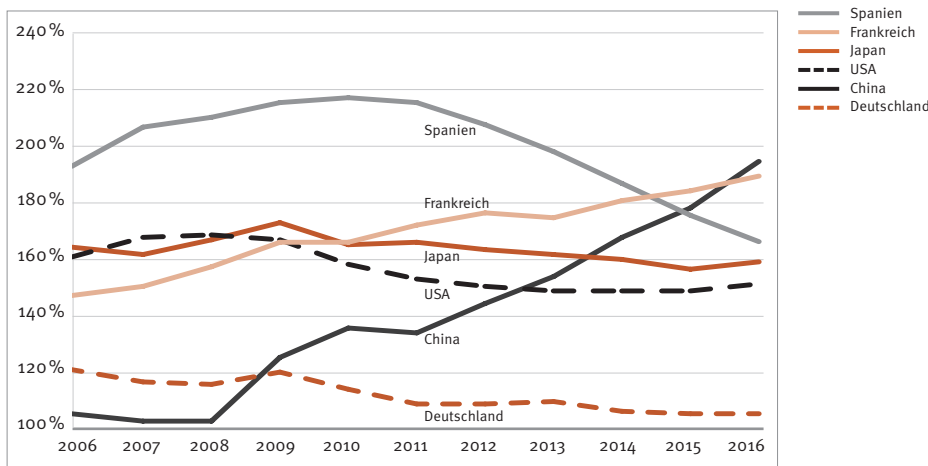


Abb. 4

Quelle: IWF.

Jahr 2009 auf etwas über 100 % im Jahr 2016. Damit nimmt Deutschland im internationalen Vergleich der Industriestaaten einen unteren Platz ein. Die USA, Japan, Spanien und Frankreich liegen mit 150 bis 190 % klar darüber. Während die USA und Japan ihre privaten Schulden dabei weitgehend stabil gehalten haben und Frankreich einen moderaten Anstieg verzeichnet, hat sich die Privatverschuldung in Spanien seit 2010 deutlich verringert. Hier zeigt sich die beschriebene Entwicklung, wonach in Spanien private in öffentliche Schulden umgewandelt wurden. Auffällig ist der Trend in China: Seit 2008 hat sich die Privatverschuldung nahezu verdoppelt – also in nur zehn Jahren – und erreicht fast 200 % des BIP. Damit ist China von der Weltspitze aber noch weit entfernt: Spitzenreiter ist Luxemburg mit über 400 % der jährlichen Wirtschaftsleistung.

Die Bewertung der privaten Schulden muss differenziert erfolgen. Zwar stellt jeder ausgestellte Kredit erst einmal ein Risiko dar, doch selbst sehr hohe Gesamtschulden führen nicht automatisch zu systemischen Risiken. Vielmehr kann man hohe Privatverschuldung zuerst als Zeichen wirtschaftlicher Entwicklung und Leistungsfähigkeit deuten. Denn in den am besten entwickelten Ländern ist die private Verschuldung auch am höchsten, dagegen ist es in den ärmsten Entwicklungsländern nur schwer möglich, an Kredite zu kommen. Solange die meisten Marktakteure ihre Kredite später abbezahlen können, ist das in sie gesetzte Vertrauen nur ein Zeichen für das Funktionieren der Marktwirtschaft.

Grundsätzlich unbedenklich ist die private Kreditvergabe deshalb nicht. Vielmehr hat die Finanzkrise klar gezeigt, wohin eine zu leichtfertige Kreditvergabe führen kann. So können sich gefährliche Blasen bilden, deren Platzen negative gesamtwirtschaftliche Folgen haben kann. Es kommt also auf die Risikomischung der vergebenen Kredite an: Werden Darlehen zu restriktiv vergeben, kann die wirtschaftliche Entwicklung abgebremst werden. Werden sie jedoch zu freizügig vergeben, dann kann es passieren, dass – insbesondere bei Zinsanhebungen – zu viele Kreditnehmer ihre Schulden nicht begleichen können. Im Ernstfall drohen dann tatsächlich systemische Risiken, wenn Banken auf die Ausfälle nicht vorbereitet sind. In höchster Not muss der Staat einspringen. Die Folge: Faule Privatkredite werden in öffentliche Schulden umgewandelt.



Es zeigt sich, dass sich die Privatverschuldung nur in Extremfällen negativ auf die Staatsverschuldung auswirkt, wenn notleidende, systemrelevante Institute von staatlicher Seite gerettet werden müssen.

Es zeigt sich, dass sich die Privatverschuldung nur in Extremfällen negativ auf die Staatsverschuldung auswirkt, wenn notleidende, systemrelevante Institute von staatlicher Seite gerettet werden müssen. Die Lage sieht deshalb in den Industrienationen momentan ruhig aus. Zum einen hat

sich die Privatverschuldung in den vergangenen Jahren insgesamt kaum erhöht, was vermuten lässt, dass sich auch die Risikomischung der Gesamtschulden nicht verschlechtert hat. Zum anderen ist es unwahrscheinlich, dass sich in den kommenden Jahren ernsthafte Krisen ereignen, die milliardenschwere Hilfsaktionen der Regierungen notwendig machen.

In Schwellenländern wie China ist die Situation jedoch anders. Denn gerade dort verzeichnet man einen enormen Anstieg an privaten Schulden. Ob all diese Schulden später auch zurückgezahlt werden können, ist hier weniger gewiss. Dies gilt insbesondere dann, wenn es zu Verwerfungen auf den dortigen Finanzmärkten kommen sollte. Deshalb muss die Privatverschuldung Chinas im Auge behalten werden. Die chinesische Wirtschaft ist heute so wichtig für die globale Wirtschaft, dass eine Krise in China auch negative Auswirkungen auf andere Volkswirtschaften hätte.

3. Potenzielle Auslöser einer neuen Schuldenkrise

Aufgrund der guten Weltkonjunktur ist das Schuldenthema in den vergangenen Jahren etwas aus dem Fokus geraten. Gelöst ist die Problematik damit aber nicht. Unterschiedliche Faktoren könnten grundsätzlich zu einer neuen Schuldenkrise führen. Die Zeit ist dafür aber wohl noch nicht reif.

Schulden sind ein Versprechen des Kreditnehmers, in Zukunft so viel zu leisten, dass die Schulden einschließlich aller Zinsen innerhalb der vereinbarten Laufzeit zurückgezahlt werden können. Zum Zeitpunkt der Kreditvergabe geht der Gläubiger offenkundig davon aus, dass der Schuldner sein Versprechen einlösen können. Während der Kreditlaufzeit können aber Ereignisse eintreten, durch die die Rückzahlungswahrscheinlichkeit sinkt und der Kredit zum Teil ausfallen kann. Jeder einzelne Kreditvertrag unterliegt einem gewissen Risiko, gesamtwirtschaftlich sind die Ausfälle einzelner Kredite jedoch unbedenklich. Potenziell gefährlich wird es, wenn sich die Ausfallwahrscheinlichkeit für eine große Zahl von Krediten erhöht und viele Kredite gleichzeitig notleidend werden. Im schlimmsten Fall kann es zu einer systemischen Krise mit schweren volkswirtschaftlichen Schäden kommen. Nachfolgend skizzieren wir einige Einflussfaktoren, die geeignet sein können, eine neue Schuldenkrise auszulösen.

3a. Konjunktur- und Wachstumseinbruch

Aufgrund des soliden gesamtwirtschaftlichen Umfelds wird es wahrscheinlich noch einige Zeit dauern, bevor Schulden wieder zu einem größeren Thema für die Finanzmärkte werden. Einzelne Länder, denen die Konjunktur losgelöst vom globalen Aufschwung wegbreicht, könnten gleichwohl schon früher in Schwierigkeiten geraten. Solange es sich dabei nicht um ein großes Land handelt, würde daraus aber keine breit angelegte Schuldenkrise entstehen.

Das beste Mittel gegen drückende Staatsschulden ist Wirtschaftswachstum. Wenn der Nenner (das Bruttoinlandsprodukt) schneller steigt als der Zähler (die absoluten Schulden), sinkt die Staatsschuldenquote. Auf diese Weise kann ein Land »aus den Schulden herauswachsen«, selbst wenn die absolu-

Das beste Mittel gegen drückende Staatsschulden ist Wirtschaftswachstum. Wenn der Nenner (das Bruttoinlandsprodukt) schneller steigt als der Zähler (die absoluten Schulden), sinkt die Staatsschuldenquote.



Deutsche Schulden

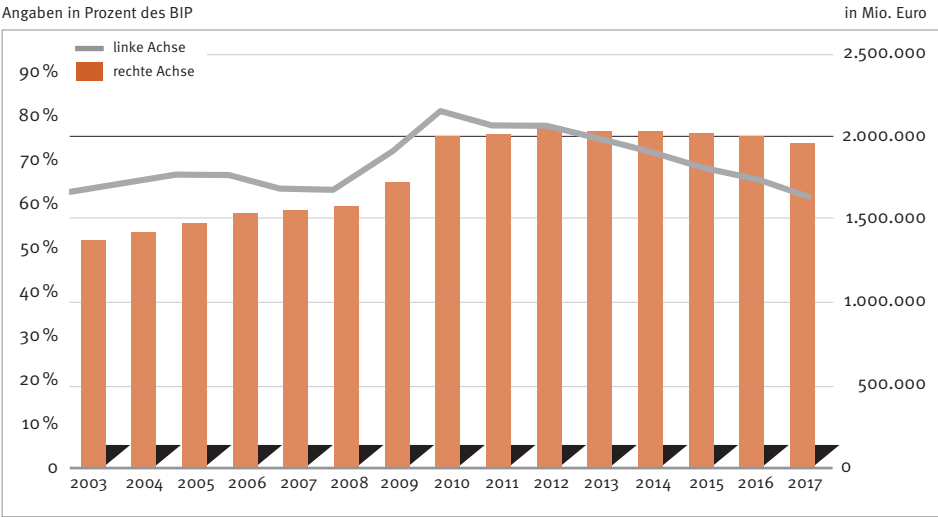


Abb. 5

ten Schulden stagnieren oder sogar weiter steigen. Solange die Wirtschaftsleistung schneller wächst als die Schulden, sinkt die Schuldenquote – und auf die Schuldenquote kommt es an. Deutschland beispielsweise war in den vergangenen Jahren beim Schuldenabbau nicht nur wegen der Ausgaben- disziplin und wegen der niedrigen Zinsen erfolgreich, sondern auch wegen des kräftigen BIP-Wachstums.

Abbildung 5 zeigt, dass die deutschen Schulden im Zeitraum 2010 bis 2016 in absoluten Zahlen durchweg knapp über zwei Milliarden Euro lagen. Obwohl sich der Schuldenstand in dieser Zeit also nur geringfügig veränderte, ging die Schuldenquote – also der Schuldenstand in Relation zum BIP – von knapp 80 % auf rund 64 % deutlich zurück. Deutschland gelingt es derzeit somit hervorragend, aus den Schulden herauszuwachsen.

Die Wachstumsrate des BIP ist eine außerordentlich wichtige Größe für die Schuldentragfähigkeit eines Landes. Wenn die Wachstumsrate deutlich unter die bisher erwarteten Werte zurückfällt, kann bei den Geldgebern das Vertrauen in die Rückzahlungsfähigkeit des betroffenen Landes sinken oder im schlimmsten Fall verloren gehen. Gründe für einen Rückgang der Wachstumsrate können ein Einbruch der Konjunktur oder eine verfehlte Wirtschaftspolitik sein, die den längerfristigen Wachstumstrend nach unten drückt. Schuldenkrisen treten deshalb mit einer höheren Wahrscheinlichkeit

in Konjunkturabschwüngen auf, weil die Verbindlichkeiten wieder in den Fokus der Marktakteure geraten und schneller als nicht tragfähig eingestuft werden. Zweifel an der Schuldentragfähigkeit können wiederum die Zinsen nach oben treiben und damit eine Spirale aus steigenden Zinsen und negativen Erwartungen in Gang setzen (vgl. den folgenden Abschnitt 3b.). Unser Ausblick für die Weltkonjunktur bleibt vorerst positiv. Der globale Konjunkturaufschwung dürfte noch ein bis zwei Jahre weiterlaufen.

Wir erwarten für die Weltwirtschaft in den Jahren 2019 und 2020 noch Wachstumsraten von jeweils knapp 3 %. Wenn sich dieser positive Ausblick als zutreffend erweist, ist eine Schuldenkrise in den nächsten beiden Jahren unwahrscheinlich.

Schuldenkrisen treten mit einer höheren Wahrscheinlichkeit in Konjunkturabschwüngen auf, weil die Verbindlichkeiten wieder in den Fokus der Marktakteure geraten und schneller als nicht tragfähig eingestuft werden.



3b. Zinsanstieg

Mit der strafferen Geldpolitik steigen auch die Kapitalmarktzinsen. Damit verteuern sich die Finanzierungskosten der Staaten, und die Schuldenlast beginnt wieder etwas stärker zu drücken. Allerdings sprechen strukturelle Gründe dafür, dass die Zinsen auch bei einer strafferen Geldpolitik nur moderat und nicht sprunghaft steigen. Zudem wirken sich höhere Zinsen nur sukzessive und somit zeitverzögert aus, weil ein großer Teil der Schulden zu niedrigen Zinsen mit längeren Laufzeiten finanziert ist. Ein unmittelbares Risiko stellen steigende Zinsen also noch nicht dar.

Das Ausfallrisiko einer Anleihe ist eng verbunden mit der Höhe der Zinsen. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld sind hohe Schuldenstände für Staaten, Unternehmen und Privathaushalte vergleichsweise leicht tragbar. Ein höheres Zinsniveau wäre hingegen ein Belastungsfaktor. Die Marktakteure beobachten die weitere Entwicklung der Marktzinsen deshalb mit großem Interesse und zuweilen auch mit großer Sorge. Mit der seit langem erwarteten Zinswende könnten Schulden nach und nach wieder zu einem drückenden Problem werden. In den vergangenen Jahren ist es wegen der Diskussion über die (vermeintlich) bevorstehende Zinswende bereits mehrfach zu kleineren und größeren Korrekturen an den Märkten gekommen.

Höhere Zinsen wirken über verschiedene Kanäle:

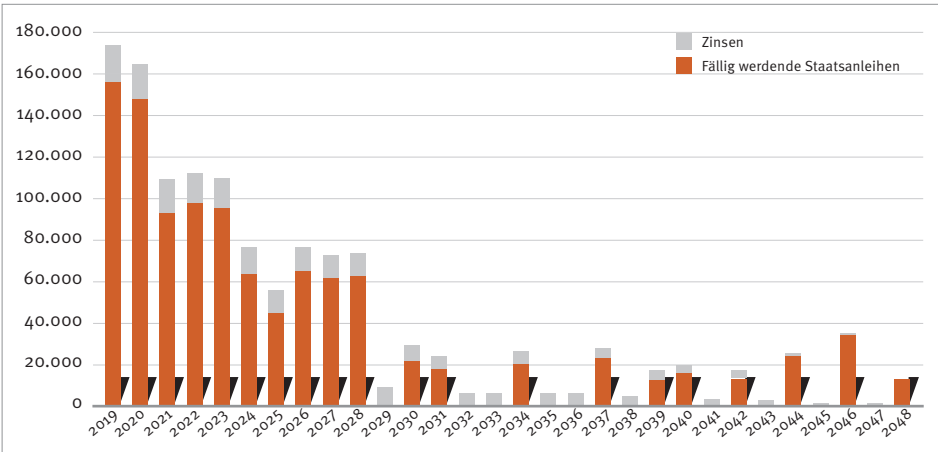
1. Schuldner müssen bei auslaufenden Kreditverträgen – sofern sie den Kredit nicht vollständig tilgen – die Anschlussfinanzierung zu höheren Zinsen abschließen.

- 2. Steigen in einem Land die Zinsen, werden Anlagegelder umgeschichtet. Aktuell haben die USA bei der Zinswende die Führungsrolle inne. Dadurch werden sie als Anlagestandort attraktiver. Kapital wird aus anderen Ländern abgezogen, um es in den USA anzulegen. Insbesondere für Schwellenländer kann dies wegen der Kapitalabflüsse und fallenden Wechselkurse zum Problem werden (s. dazu Abschnitt 3e.).
- 3. Steigende Zinsen führen auch zur Umschichtung zwischen den Anlageklassen. In den vergangenen Jahren herrschte wegen des Nullzins-Umfelds »Anlage-Notstand«. Auf der Suche nach Rendite ist viel Anlagegeld in andere Marktsegmente wie Immobilien oder Aktien geflossen. Bei höheren Zinsen würden Teile des Geldes wieder abfließen und in den Rentenmarkt zurückkehren. Geschieht dies abrupt, können die Preise insbesondere am Aktienmarkt schärfer korrigieren. Wenn eine solche Korrektur markant ausfällt, kann dies über den sogenannten Vermögenseffekt negative Folgen für die Konjunktur haben, weil die Menschen weniger konsumieren, wenn ihr Vermögen z.B. aufgrund von Aktienkursverlusten geschrumpft ist (s. dazu Abschnitt 3a.).

Direkte Folgen ergeben sich offenkundig für die Anschlussfinanzierung von auslaufenden Krediten und für die Neuverschuldung. Die weit verbreitete Sorge vor einer unmittelbaren Anspannung bei einem Zinsanstieg ist jedoch für die meisten Staaten übertrieben. Höhere Zinsen schlagen immer nur auf den Teil der Schulden durch, der fällig wird und zur Refinanzierung ansteht.

Fälligkeiten deutscher Staatsanleihen

in Mrd. Euro



Es handelt sich hierbei lediglich um die Anleihen, die heute bereits im Umlauf sind. Die Anschlussfinanzierungen und Neukredite werden die Fälligkeitsstruktur um die neu abgeschlossenen Laufzeiten nach hinten verschieben.

Abb. 6

Quelle: Bloomberg.

Da ein größerer Teil der Staatsschulden jedoch noch eine längere Laufzeit mit fester Zinsbindung hat, bleibt für diesen Teil der Schulden die Zinslast auch bei steigenden Zinsen vorerst stabil. Selbst wenn die Zinsen moderat steigen sollten, würde die Anschlussfinanzierung eine Zeit lang sogar noch zur Entlastung der Staatshaushalte beitragen, weil die auslaufenden Anleihen oft deutlich höher verzinst waren.

Etwas anders sieht dies jedoch im Falle Italiens aus. Hier beobachten Analysten, aber auch die EU-Vertreter, die jüngsten finanzpolitischen Entwicklungen mit zunehmender Sorge. Denn die Ankündigungen der italienischen Regierung, statt eines Haushaltsdefizits von 0,8% nun 2,4% zulassen zu wollen, – und das zudem unter sehr optimistischen Wachstumsannahmen – hat die Zinsen für italienische Staatsanleihen weiter ansteigen lassen. Falls sich die Italiener nicht von ihrem Kurs der Mehrausgaben abbringen lassen, könnte sich dieser Trend in den kommenden Jahren noch beschleunigen.

Das Kieler Institut für Weltwirtschaft hat dazu einige Szenarien durchgerechnet, wonach sich die Zinsbelastung Italiens in den kommenden 15 Jahren dramatisch erhöhen könnte, falls die Regierung an den geplanten Maßnahmen festhalten würde.⁵ Dabei werden die Folgen durchgespielt, die

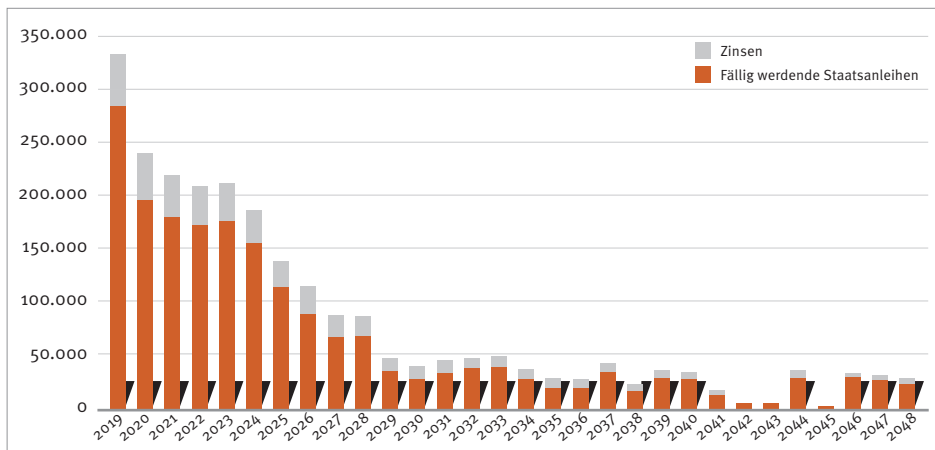
Die Ankündigungen der italienischen Regierung, statt eines Haushaltsdefizits von 0,8% nun 2,4% zulassen zu wollen, hat die Zinsen für italienische Staatsanleihen weiter ansteigen lassen.



⁵ Vgl. Stolzenburg (2018).

Fälligkeiten italienischer Staatsanleihen

in Mrd. Euro



Es handelt sich hierbei lediglich um die Anleihen, die heute bereits im Umlauf sind. Die Anschlussfinanzierungen und Neukredite werden die Fälligkeitsstruktur um die neu abgeschlossenen Laufzeiten nach hinten verschieben.

Abb. 7

Quelle: Bloomberg.

zum einen eine Erhöhung der Risikoaufschläge am Markt und zum anderen eine Zinswende der EZB auf die Zinslast der vier größten Volkswirtschaften der Eurozone hätten. Demnach würden die Zinsen Italiens selbst im günstigsten Fall – in dem es weder zu erhöhten Risikoaufschlägen am Markt noch zur Zinswende kommt – in 15 Jahren mehr als 5 % erreichen, was jährliche Mehrausgaben von über 5 Milliarden Euro zur Folge hätte. Im schlechtesten Szenario müsste Italien fast 10 % Zinsen zahlen, was eine tiefe Staatsschuldenkrise auslösen könnte. Dies würde den italienischen Fiskus dann jährlich mehr als 15 Milliarden Euro kosten. Alleine um das Haushaltsdefizit stabil zu halten, wären dann Kürzungen nötig, die die italienische Wirtschaft in eine sichere Rezession führen würden. Ob Italien in solch einem Fall überhaupt noch zahlungsfähig wäre, ist zweifelhaft. Und falls sich die Regierung dann wirtschaftspolitisch weiterhin unnachgiebig zeigen würde, wäre auch eine Rettung durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) nicht möglich, da dieser nur unter der Auflage wirtschaftspolitischer Reformen helfen würde.

Ein solcher Zahlungsausfall wäre jedoch nicht nur für Italien und dessen Wirtschafts- und Finanzsystem, sondern auch für den Rest der Eurozone höchst schmerzhaft. Deshalb ist es vonnöten, dass sich die EU und Italien auf eine nachhaltigere Fiskalpolitik einigen. Allein ein Abrüsten in der Rhetorik könnte dabei schon helfen, die Märkte zu beruhigen.

Obwohl die Zinswende in den USA bereits läuft und auch für Europa viel von der Zinswende gesprochen wird, ist das Niveau der Zinsen immer noch

Realzinsen in Deutschland

Angaben in Prozent. Realzins = Nominalzins abzüglich Inflationsrate



Abb. 8

Quelle: Bloomberg.

sehr moderat. Wir erwarten, dass die Marktzinsen zwar steigen, aber immer noch für längere Zeit niedrig bleiben werden, selbst wenn die Zentralbanken die Geldpolitik straffen. Neben der expansiven Geldpolitik sind es nämlich vor allem strukturelle Gründe, die den Zins seit mehreren Jahrzehnten im Trend haben sinken lassen (s. Abb. 8). So hat der Druck, wegen der demografischen Entwicklung private Ersparnisse zu bilden, zu einem hohen Kapitalangebot geführt, was wiederum auf das Zinsniveau drückt. Die Digitalisierung sorgt zudem für weniger Kapitalnachfrage, weil das Wachstum der digitalen Wirtschaft weniger Kapital erfordert.⁶

3c. Vertrauensverlust (Multiple Gleichgewichte)

Auch wenn von den aktuell niedrigen Zinsen das Signal ausgeht, die hohen Schuldenstände seien unproblematisch, ist grundsätzliche Wachsamkeit geboten. Die Stimmung kann ohne lange Vorwarnzeit kippen und die Zinsen in die Höhe treiben.

In einer idealen Lehrbuch-Welt kommen Finanz- oder Schuldenkrisen nicht über Nacht. Vielmehr kündigen sie sich allmählich an, weil die absehbaren Risiken durch entsprechende Käufe und Verkäufe der Marktakteure nach und nach in die Kurse eingepreist werden. Besteht ein substanzielles Risiko, dass der Emittent eines festverzinslichen Wertpapiers den Kredit am Ende der Laufzeit nicht zurückzahlen kann, muss der Emittent einen höheren Zins zahlen, als wenn er über jeden Zweifel erhaben ist. Die Kapitalgeber verlangen eine Prämie für das von ihnen eingegangene Risiko. Unsolides Wirtschaften wird also von den Finanzmärkten mit höheren Zinsen bestraft. Die Märkte haben damit eine wichtige Disziplinierungsfunktion. Gleichzeitig sind die steigenden Zinsen ein Spiegelbild der steigenden Risiken, sie kündigen eine mögliche Krise an.

Die Kapitalgeber verlangen eine Prämie für das von ihnen eingegangene Risiko. Unsolides Wirtschaften wird also von den Finanzmärkten mit höheren Zinsen bestraft. Die Märkte haben damit eine wichtige Disziplinierungsfunktion.



Im Anleihesegment gelten Staatsanleihen als besonders sicher, weil Regierungen über Steuern und Abgaben die Einnahmen einziehen können, die sie zur Tilgung der aufgenommenen Kredite benötigen. Hinter den Staatsanleihen steht die Wirtschaftskraft eines ganzen Landes als Sicherheit. Die Risikoaufschläge für Staatsanleihen sind deshalb im Regelfall gering. Es gibt jedoch Ausnahmen: Wenn ein Land so unsolide wirtschaftet, dass es berechnete Zweifel an der dauerhaften Tragfähigkeit der Haushaltspolitik des Landes gibt, können die Finanzmarktakteure auch für die Anleihen des

⁶ Vgl. dazu ausführlich Mayer/Pflüger/Quitau (2017), Zinswende – ein Stück Normalität, Berenberg Makro vom 27. Januar 2017.

Italien beunruhigt die Märkte

Angaben in Prozentpunkten

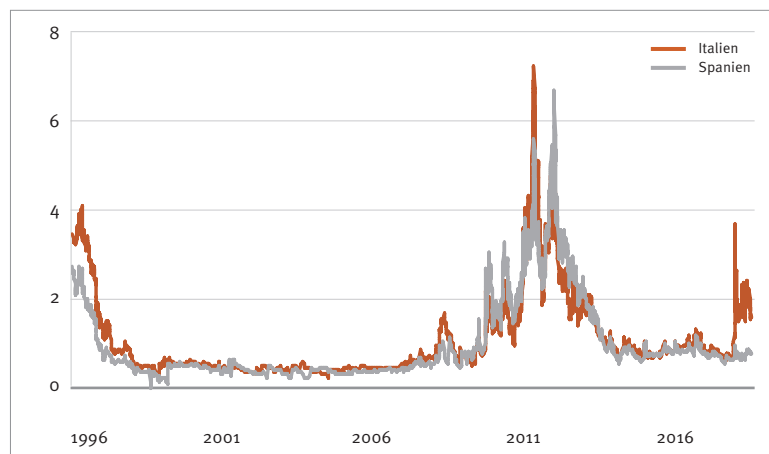


Abb. 9

Quelle: Bloomberg. Zinsdifferenz zweijähriger Anleihen gegenüber zweijährigen Bundesanleihen.

betreffenden Staates Risikoaufschläge verlangen. Diese Risikoaufschläge werden sichtbar in den Zinsdifferenzen gegenüber Ländern, deren Anleihen als absolut sicher gelten. Zu den sichersten Anleihen der Welt zählen neben amerikanischen und Schweizer Staatsanleihen auch die deutschen Bundesanleihen.

Abbildung 9 zeigt die Zinsdifferenz zwischen Bundesanleihen mit zweijähriger Laufzeit und entsprechenden Staatsanleihen aus Italien und Spanien. Schon auf den ersten Blick fällt ins Auge, dass nach der Einführung der europäischen Gemeinschaftswährung bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise praktisch keine Zinsaufschläge für italienische und spanische Staatsanleihen zu zahlen waren. Im Umkehrschluss heißt das, dass die Staatsanleihen der drei Länder in dieser Zeit von den Marktteilnehmern als gleichermaßen sicher eingestuft wurden. Diese Risikoeinschätzung ist erstaunlich, weil Spanien und Deutschland nur moderat verschuldet waren, während sich Italien schon damals mit mehr als 100% des BIP auf einem bedenklich hohen Schuldenniveau befand. Die Käufer der italienischen Staatsanleihen hatten zu dieser Zeit aber offensichtlich alle Risiken ausgeblendet, obwohl die Regeln der Währungsunion den Bailout eines in finanzielle Schwierigkeiten geratenen Landes durch die anderen Mitgliedsländer der Eurozone ausdrücklich verboten haben.⁷

⁷ Manche Beobachter interpretieren die fehlenden Risikoaufschläge in jener Phase rückblickend dahingehend, dass die Marktakteure das Bailout-Verbot nie für glaubwürdig gehalten haben. Vielmehr hätten sie erwartet, dass im Ernstfall die anderen Euro-Teilnehmerländer einem Land in der Krise unter die Arme greifen würden. Mit dieser Einschätzung lässt sich dann allerdings nicht erklären, dass die Risikozuschläge ausgerechnet zu dem Zeitpunkt in die Höhe schossen, als das Bailout-Verbot tatsächlich gekippt und damit die – angebliche – Erwartung der Marktakteure bestätigt wurde.

Die Abbildung legt nahe, dass an den Finanzmärkten für einen bestimmten Schuldenstand und ein bestimmtes Ausfallrisiko unterschiedliche Zinssätze möglich sind. Wenn die Marktteakteure entspannt sind, weil sie dem Schuldenstand keine besondere Bedeutung beimessen, verlangen sie trotz erkennbarer Risiken keine oder nur sehr geringe Risikozuschläge. Sind die Marktteilnehmer bei gleichem Schuldenstand hingegen verunsichert und nervös, liegen die Zinsen auf einem weitaus höheren Niveau. Je nach Stimmungslage kommt es also zu sehr unterschiedlichen Zinssätzen. Ökonomen sprechen dann von sogenannten multiplen Gleichgewichten. Entscheidend ist dabei, dass die Existenz multipler Gleichgewichte die Frühwarnfunktion des Finanzmarktes ein Stück weit außer Kraft setzt. Regierungen erhalten in diesem Fall nicht unbedingt rechtzeitig ein warnendes Feedback von den Finanzmärkten, sondern erst dann, wenn kaum noch Zeit für ein Umsteuern in der Finanzpolitik bleibt.

Viele Marktbeobachter glauben noch an die alte Börsenweisheit: »Der Markt hat immer Recht.«



Obwohl hinlänglich bekannt ist, dass Märkte immer wieder übertreiben und Risiken zeitweilig nicht richtig eingepreist werden, glauben viele Marktbeobachter noch immer an die alte Börsenweisheit: »Der Markt hat immer Recht.« Niedrige Zinsen gelten dann als verlässliches Indiz für die Abwesenheit von Risiken. Doch das kann ein gefährlicher Fehlschluss sein. So hatten vor der Eurokrise die Märkte eine Sicherheit vorgespiegelt, die es tatsächlich nicht gab. Die Märkte hatten die bestehenden Gefahren offenkundig nicht richtig bewertet. Aus niedrigen Risikoaufschlägen auf die Abwesenheit von Risiken zu schließen, kann also ein schwerwiegender Fehler sein.

Italien: Staatsschulden vs. Zinsdifferenz gegenüber zweijährigen Bundesanleihen

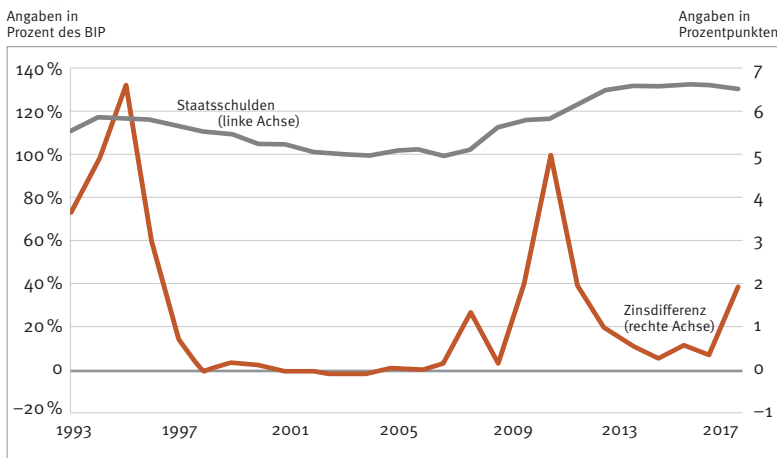


Abb. 10

Quelle: Bloomberg.

3d. Ansteckung

Die Eurozone ist inzwischen weniger anfällig für das Übergreifen einer Krise von einem Land auf andere Länder als zu Zeiten der Eurokrise. Dagegen sind insbesondere Schwellenländer nennenswerten Ansteckungsgefahren ausgesetzt (s. dazu auch Abschnitt 3f.). Die größte Gefahr geht aber von großen Ländern wie Japan und den USA aus. Sollten diese Länder das Vertrauen der Finanzmärkte verlieren, würden andere Länder aufgrund der internationalen Verflechtung mit hoher Wahrscheinlichkeit in den Schuldensog hineingezogen werden.

Schuldenkrisen können entweder nur ein einzelnes Land oder eine ganze Ländergruppe treffen. Eine Gruppe von Ländern ist dann betroffen, wenn sich die Rahmenbedingungen für alle Länder gleichzeitig verschlechtern (zum Beispiel durch steigende Zinsen, einen Konjunkturschock oder einen plötzlichen Vertrauensverlust) oder wenn die Länder wirtschaftlich sehr eng miteinander verflochten sind, sodass die Probleme eines Landes auf andere Länder übergreifen. Es kommt zur Ansteckung. Abbildung 11 zeigt das Ansteckungsphänomen während der Eurokrise sehr deutlich. Obwohl Italien und Spanien mit sehr unterschiedlichen gesamtwirtschaftlichen Voraussetzungen in die Krise geraten sind, schossen die Zinsaufschläge gegenüber den als sicher geltenden deutschen Bundesanleihen beinahe im Gleichschritt in die Höhe. Diese Zinsaufschläge sind die von den Investoren verlangten Risikoprämien. Auch die Preise für Kreditausfallversicherungen, mit denen sich Marktakteure gegen einen Zahlungsausfall absichern können, stiegen rasant.

Italien und Spanien

Angaben in Prozentpunkten

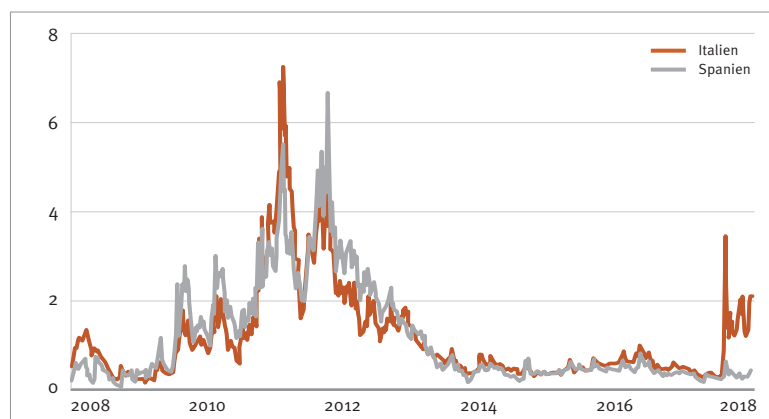


Abb. 11

Quelle: Bloomberg. Zinsdifferenz zweijähriger Anleihen gegenüber zweijährigen Bundesanleihen.

Der Hauptgrund für den dramatischen Anstieg der Risikoprämien war die Sorge, die hoch verschuldeten Länder Südeuropas könnten eines nach dem anderen die öffentlichen Schulden nicht zurückzahlen. Dahinter stand die Annahme der Geldgeber, der Zahlungsausfall eines Landes würde die übrigen Länder finanziell so stark treffen, dass das nächstschwächere Land in den Abwärtsstrudel gezogen und dadurch letztlich zahlungsunfähig werden könnte. Bereits die Sorge vor einem Zahlungsausfall führte zu erheblichem Verkaufsdruck, der die Gefahr einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung barg.⁸ Zudem waren die gestiegenen Zinsen Ausdruck der Sorge vor einem Präzedenzfall: Würde ein Land umgeschuldet, wäre das Tabu gebrochen.

Bemerkenswerterweise hat die aktuelle Italien-Krise bisher zu keiner nennenswerten Ansteckung anderer Länder in der Eurozone geführt. Dies hat einen guten Grund: Im Zuge der Eurokrise wurde die Euro-Architektur weiterentwickelt, sodass mithilfe von ESM und EZB ein Übergreifen der Probleme eines Landes auf die anderen Länder verhindert werden kann. Die aktuell gestiegenen Zinsen italienischer Staatsanleihen und die höheren Preise für Kreditausfallversicherungen sind ein berechtigter Reflex auf die Risiken, die sich aus der italienischen Wirtschaftspolitik ergeben, ohne dass dadurch andere Länder der Währungsunion ebenfalls unter Druck geraten. Offenbar hat die Europäische Währungsunion aus der Krise gelernt und die richtigen Maßnahmen umgesetzt, mit denen die Eurozone als Ganze stabilisiert wird.

Für den Fall, dass die großen Schuldnerländer Japan oder die USA ihre Schulden nicht vollständig zurückzahlen können, hätten die Ansteckungsgefahren verheerende Folgen.

Für den – vorerst unwahrscheinlichen – Fall, dass die großen Schuldnerländer Japan oder die USA ihre Schulden nicht vollständig zurückzahlen können, hätten die Ansteckungsgefahren verheerende Folgen. Das Volumen der Staatsanleihen beider Länder ist zu groß, als dass sich die Folgen eines Zahlungsausfalls von den internationalen Finanzmärkten abschirmen ließen. Japan führt die Liste der hoch verschuldeten Industrieländer mit einem Schuldenstand von über 230 % des BIP an – das sind 11,5 Billionen US-Dollar, von denen die japanische Zentralbank gut 40 % angekauft hat und in ihrer Bilanz hält.⁹ Die USA sind mit über 100 % des BIP verschuldet, was in absoluten Zahlen 21,7 Billionen US-Dollar entspricht. Die amerikanische Notenbank hält US-Staatsanleihen in Höhe von insgesamt 2,8 Billionen US-Dollar, baut diese aber seit Ende 2017 sukzessive ab.¹⁰

⁸ Zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung kommt es, wenn die Furcht der Marktteure vor einem bestimmten Ereignis (z.B. Staatsbankrott) genau das befürchtete Ereignis herbeiführt. Wenn die Marktteilnehmer beispielsweise die Solvenz eines Staates anzweifeln und dem Staat deshalb kein Kapital mehr zur Verfügung stellen, kommt es zunächst zur Illiquidität und letztlich kann es zur Insolvenz des betreffenden Staates kommen. Dabei spielt es keine Rolle, ob die ursprüngliche Furcht fundamental gerechtfertigt war oder nicht.

⁹ Vgl. <https://www.statista.com/statistics/270121/national-debt-of-japan/>

¹⁰ Vgl. <https://www.usgovernmentdebt.us/> und <https://fred.stlouisfed.org/series/FDHBFRBN>

Die Staatsanleihen der weltgrößten Volkswirtschaften gelten traditionell als besonders sicher und werden speziell in risikoreichen Zeiten als sogenannte sichere Anlagehäfen bezeichnet. Sie sind deshalb sowohl für private als auch für institutionelle Investoren eine sehr wichtige Anlageklasse. Sollten Länder wie die USA oder Japan ihre Schulden nicht mehr vollständig zurückzahlen können, wäre dies gleichbedeutend mit dem Verlust großer Vermögenswerte bei den Gläubigern. Eine Abwärtsspirale aus sinkenden Vermögenswerten und konjunkturellen Rückschlägen wäre die wahrscheinliche Folge.



**Wechselwirkungen zwischen
Schulden-, Banken- und Währungskrisen.**

In der nachfolgenden Grafik sind schematisch wesentliche Übertragungswege von einer Schuldenkrise auf die Realwirtschaft dargestellt. Interessanterweise gibt es starke Wechselwirkungen zwischen Schulden-, Banken- und Währungskrisen. So folgten historisch auf (Staats-)Schuldenkrisen nicht selten Inflationsprozesse und Währungsreformen, um damit gewissermaßen alles auf »null« zu stellen. Zwischen der Verschuldungssituation eines Landes, der Stabilität des Bankensektors sowie der Entwicklung des Wechselkurses besteht ein enger Zusammenhang. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Kapitalmärkte in hohem Maße liberalisiert sowie die Wechselkurse der Krisen-

Schematische Darstellung der Schuldenkrise

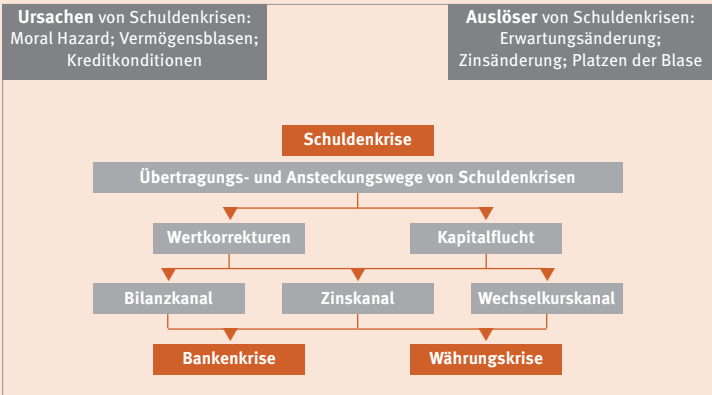


Abb. 12



länder gegenüber einer anderen (oder mehreren) Währung(en) fixiert sind und somit keine geldpolitische Autonomie des Krisenlandes gegeben ist.¹¹ Inwieweit sich Verschuldungs-, Banken- und Währungskrisen bedingen bzw. sogar gegenseitig verstärken, soll im Folgenden kurz erläutert werden.

Das gleichzeitige bzw. aufeinanderfolgende Auftreten von Banken- und Währungskrisen ist kein neues Phänomen. Nach der Asienkrise von 1997 hat in der Literatur jedoch eine eingehende Diskussion über die Wechselwirkungen zwischen Banken- und Währungskrisen begonnen. Erwähnenswert ist in diesem Kontext insbesondere die 1999 erschienene Publikation von Kaminsky und Reinhart,¹² die sowohl den Begriff »Twin Crises«¹³ prägte als auch auf Basis einer breit angelegten empirischen Analyse Erkenntnisse über das Zusammenspiel von Banken- und Währungskrisen liefert: Grundsätzlich gilt, dass das gemeinsame Auftreten von Banken- und Währungskrisen bei liberalisierten Kapitalmärkten und damit häufig einhergehenden massiven Kapitalimporten wahrscheinlicher ist als bei stark regulierten Kapitalflüssen. Weiterhin gehen einer Währungskrise in der Regel Probleme im Bankensektor voraus, die mit Beginn der Währungskrise weiter verstärkt werden und zu einer Vertiefung der Bankenkrise führen. Der schwache Bankensektor gilt jedoch nicht als alleinige Ursache der Währungskrise. Vielmehr treten häufig externe Schocks im Vorfeld der Krisen auf – wie z.B. beginnende Rezessionen, Verschlechterung der »Terms of Trade«, Zinserhöhungen und damit steigende Kreditkosten und/oder eine Verringerung des Exportwertes; der verwundbare Bankensektor ist dann lediglich ein beschleunigender Faktor in Richtung Krise.¹⁴ Die Fälle, bei denen die makroökonomischen Fundamentalvariablen im Vorfeld von Zwillingskrisen positive Entwicklungen aufwiesen, sind demnach eher rar gesät. Ist eine Zwillingskrise erst einmal aufgetreten, sind die volkswirtschaftlichen Schäden in der Regel sehr viel höher gewesen als bei isolierten Banken- oder Währungskrisen.

Der Wirkungszusammenhang zwischen Banken- und Währungskrisen ist grafisch in Abbildung 13 dargestellt und lässt sich wie folgt zusammenfassen: Kommt es aufgrund eines abnehmenden Vertrauens in die Schuldentrückzahlungsfähigkeit eines späteren Krisenlandes zu verstärkten Kapitalabzügen, können zum einen die Banken selbst direkt insolvent werden. Zum anderen aber können sie indirekt über Unternehmensinsolvenzen – ebenfalls bedingt durch Kapitalabzüge – in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Dies gilt natürlich insbesondere dann, wenn die

11 Dieser Zusammenhang basiert auf dem wirtschaftspolitischen Phänomen der »Impossible Trinity«, der Tatsache nämlich, dass die drei Ziele geldpolitische Autonomie, freier Kapitalverkehr und feste bzw. stabile Wechselkurse nicht gleichzeitig und vollständig zu erreichen sind, vgl. Frenkel/Menkoff (2000).

12 Vgl. Kaminsky/Reinhart (1999).

13 Der Begriff »Twin Crises« wird von Kaminsky & Reinhart, a.a.O., wie folgt definiert: Folgt dem Beginn einer Bankenkrise innerhalb von 48 Monaten eine Währungskrise, wird von einer Zwillingskrise gesprochen.

14 Vgl. Kaminsky/Reinhart (1999).



von den Banken an die Unternehmen vergebenen Kredite im Vergleich zu den Einlagen von langfristigerer Laufzeit sind (mangelnde Fristenkongruenz) bzw. die Unternehmen sich durch die Emission kurzfristig handelbarer Wertpapiere finanzieren. In Verbindung mit einer Abwertung der heimischen Währung gegenüber der Währung der Gläubigerländer steigt die in der Regel in ausländischer Währung nominierte Schuldenlast zusätzlich an, was weitere, nun panikartige Kapitalabzüge zur Folge hat. Der sich selbst verstärkende Mechanismus besteht darin, dass anfängliche Kapitalabzüge aufgrund eines leichten Abwertungsdruckes der heimischen Währung einzelne Unternehmensinsolvenzen hervorrufen. Diese können zu Bankenzusammenbrüchen führen, was wiederum eine Panik unter den Anlegern auslösen kann und weitere Kapitalabzüge mit der Konsequenz eines erhöhten Abwertungsdruckes zur Folge hat. Wertet die Währung erst einmal ab, d.h. kommt es zur Währungskrise, treten in der Regel verstärkt Unternehmensinsolvenzen mit der Gefahr einer massiven Bankenkrise auf.

Das größte Risiko für ein Land, von einer Banken- bzw. Währungskrise erfasst zu werden, besteht demnach in kurzfristig einsetzenden Kapitalabzügen. Das auslösende Moment kann dabei durchaus unterschiedlich sein. Was jedoch grundsätzlich in Krisen der Vergangenheit der Fall gewesen zu sein scheint, waren Zweifel der ausländischen Anleger hinsichtlich der Schuldenrückzahlungsfähigkeit bzw. Schuldentragfähigkeit des Schuldnerlandes. Der Banken- respektive Währungskrise geht also eine Verschuldungskrise voraus. Oder anders herum: Die Verschuldungskrise birgt enorme Risiken, dass aus ihr eine Banken- oder Währungskrise oder im schlimmsten Fall sogar beides entsteht.

Bankenkrise – Währungskrise



Abb. 13

Quelle: Eigene Erstellung.

3e. Auslandsschulden und Wechselkursverfall

Schwellenländer, die sich in hohem Maße in ausländischer Währung verschuldet haben, unterliegen einem zusätzlichen Wechselkursrisiko. Immer wieder führt ein steigender Dollarkurs zu der Sorge, Schwellenländer könnten die in Dollar finanzierten Schulden nicht zurückzahlen. Zuletzt haben die Türkei und Argentinien die Märkte in Atem gehalten. Kommt es zu einem Zahlungsausfall, werden Vermögenswerte vernichtet und an den Börsen fallen die Kurse. Das Übergreifen einer Staatsschuldenkrise in den Schwellenländern auf die Industrienationen ist aber unwahrscheinlich, dafür müssten sich diese selbst bereits in einer fragilen Situation befinden.

Ein zusätzliches Risiko ergibt sich für die Schuldner, wenn die Schulden in Fremdwährung aufgenommen werden. Der Wechselkurs wird dadurch zu einem weiteren Unsicherheitsfaktor. Denn fällt der Wert der eigenen Währung gegenüber der Währung des Landes, in der die Schulden aufgenommen wurden, erhöht sich der reale Wert der Schulden. Die Wechselkurschwäche der eigenen Währung bedeutet also eine Zusatzlast. Besonders betroffen sind davon Schwellenländer.

Schwellenländer nehmen Schulden aus unterschiedlichen Gründen in ausländischer Währung auf. Ein wichtiger Grund ist es, wenn die Geldpolitik des Landes wenig glaubwürdig ist. Ein Staat kann seine in Fremdwährung denominierten

Schulden dann nämlich nicht durch eine expansive Geldpolitik und eine damit verbundene Inflation vermindern.¹⁵ Dies ist ein Vorteil für potenzielle Investoren.

Kommt es nun aufgrund mangelnden Vertrauens der Anleger in die Liquidität und Solvenz der Schuldner zur Aufkündigung von Krediten und zu Kapitalabzügen, kann es zu einem Teufelskreis kommen. Kapitalabzüge, etwa durch den Verkauf von Anleihen oder durch Aktienverkäufe ausländischer Investoren, können über die damit verbundene Abwertung des Wechselkurses direkt zu einer Währungskrise führen. Die Folge wäre eine Zunahme der realen Verschuldung, die ihrerseits weitere Kapitalabzüge auslösen könnte. Dieser Teufelskreis könnte mit einer Erklärung der Zahlungsunfähigkeit des betroffenen Landes enden. Die Höhe der Auslandsverschuldung allein muss nicht unbedingt ein guter Indikator für die Krisenanfälligkeit eines Landes sein.¹⁶ Wesentlich entscheidender für die Stabilität des Bankensektors scheint die Struktur der Auslandsverschuldung zu

Schwellenländer nehmen Schulden aus unterschiedlichen Gründen in ausländischer Währung auf. Ein wichtiger Grund ist es, wenn die Geldpolitik des Landes wenig glaubwürdig ist.



¹⁵ Vgl. Jeanne (2003).

¹⁶ Vgl. Sachs/Tornell/Velasco (1995).

sein: Ein hoher Anteil kurzfristiger Schulden an der Gesamtverschuldung sowie variabel verzinsten Kredite an den vom Bankensektor insgesamt vergebenen Krediten erhöht die Gefahr einer aus einer Verschuldungskrise entwichenen Bankenkrise wesentlich.

Grundsätzlich hat sich die wirtschaftliche Dynamik in den meisten Schwellenländern in den letzten Jahren abgeschwächt. Hierbei machen sich aufgrund der Dollarstärke die negativen Handelsbilanzen in Kombination mit beträchtlichen Haushaltsdefiziten zunehmend bemerkbar. In einigen



Grundsätzlich hat sich die wirtschaftliche Dynamik in den meisten Schwellenländern in den letzten Jahren abgeschwächt.

Staaten ist es zu regelrechten Krisen gekommen. So erleben wir in Argentinien und – trotz bisher bemerkenswertem Wirtschaftswachstum – in der Türkei einen dramatischen Wertverfall der jeweiligen Währungen. Beide

Länder haben sich in der Vergangenheit im Ausland hoch verschuldet, um ihre Staatsausgaben zu finanzieren. Nun verlieren die Märkte das Vertrauen, da notwendige Strukturreformen für mehr Wachstum und Defizitabbau ausbleiben. Währenddessen wachsen andere Schwellenländer wie China und Indien weiter kräftig, wenn auch mit leicht rückläufiger Dynamik.

Die Schuldensituation und die damit verbundene Anfälligkeit sind in den einzelnen Schwellenländern verschieden. So befanden sich der Argentinische Peso und die Türkische Lira im Jahr 2018 zeitweilig im Sturzflug und drohten die jeweilige Wirtschaft in eine tiefere Krise zu ziehen. Aber auch die brasilianische und südafrikanische Wirtschaft stagnieren weiterhin, sie sind damit potenziell gefährdet.

Argentinien

An Argentinien zeigt sich, dass der klassische Indikator für überhöhte Staatsschulden, die Staatsschuldenquote, keine zuverlässige Kennzahl sein muss. Denn obwohl sich das Land von Krise zu Krise hangelt, bewegt sich die Staatsschuldenquote auf moderatem Niveau. Momentan liegt sie mit leicht steigender Tendenz bei etwa 50 % und damit deutlich unter der Schuldenquote der meisten etablierten Industrienationen. Problematisch ist für Argentinien die Kombination aus Haushaltsdefizit (5–6 %) und Handelsbilanzdefizit (5 %). Die mangelnde fiskal- und wirtschaftspolitische Nachhaltigkeit, gepaart mit der Abhängigkeit, den eigenen Konsum aus dem Ausland zu finanzieren, führt zu einem enormen Vertrauensverlust auf den Märkten. Dieser wiederum führt zu einer Abwertung der eigenen Währung und zu höherer Inflation. Für Argentinien ist der Effekt markant: Der Argentinische Peso verlor im Jahr 2018 gegenüber dem US-Dollar mehr als

die Hälfte seines Wertes. Dadurch stieg auch die Inflation kräftig an. Insbesondere mit der Inflation hat das Land schon seit fast 20 Jahren zu kämpfen. Dies alles bremst die wirtschaftliche Dynamik. Nach teils kräftigem Wirtschaftswachstum Anfang der 1990er und Mitte der 2000er folgte stets eine heftige, lang anhaltende Krise. Dies scheint sich nun zu wiederholen: So schwankt das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren um den Nullpunkt, mal leicht positiv, mal negativ. Wenn sich Argentinien nicht zu tiefgreifenden Reformen durchringt, kann das Vertrauen in das Land erneut verloren gehen.

Türkei

Im Gegensatz zu Argentinien konnte die Türkei in den letzten 20 Jahren – unterbrochen durch die Finanzkrise – weitgehend stabiles und in vielen Jahren auch kräftiges Wirtschaftswachstum verbuchen. Doch nun zeigen sich ähnliche Symptome wie in Argentinien. So wurde ein großer Teil des eigenen Konsums mit Geld aus dem Ausland finanziert. Zwar ist die Staatsschuldenquote in der Türkei mit unter 30 % niedrig, doch auch hier gibt es die gefährliche Kombination aus Haushalts- und Handelsbilanzdefizit. Schwerwiegend wirken zudem die hohen externen Schulden, gepaart mit höherer Privatverschuldung. Die hohen Budgetdefizite und die Einmischung von Präsident Erdogan in die Geldpolitik führten zum Absturz der Währung: Die Türkische Lira verlor gegenüber dem Jahresbeginn zeitweilig mehr als 40 % ihres Wertes, die Inflation schoss daraufhin in die Höhe. Zwar ist man in der Türkei hohe Inflationsraten gewöhnt, doch bewegt man sich mit bis zu 25 % auf ungewohntem Terrain. Ohne grundlegende Reformen der Wirtschaftspolitik (Wiederherstellung der Unabhängigkeit der Zentralbank) und des Staatsapparates wird das verloren gegangene Vertrauen nicht zurückkehren. Der Türkei könnten dann noch schwierigere Zeiten bevorstehen.

3f. Demografie

Das Durchschnittsalter in vielen westlichen Gesellschaften steigt – mit negativen Folgen für die wirtschaftliche Dynamik und für die öffentlichen Finanzen. Trotzdem dürfte der demografische Wandel kurzfristig kein und mittelfristig nur ein sehr begrenztes Gefahrenpotenzial darstellen. Als Auslöser für die nächste Krise kommt die Demografie kaum infrage.

Die Bevölkerungsstruktur hat Auswirkungen auf die Schuldentragfähigkeit eines Landes. Besondere Herausforderungen gibt es für alternde Gesellschaften. Ältere Menschen sind tendenziell weniger risikofreudig und weniger veränderungsbereit. Dadurch sind Volkswirtschaften mit einer relativ alten

Bevölkerung weniger dynamisch als Länder, deren Bürger ein vergleichsweise niedriges Durchschnittsalter haben. Das Wachstumspotenzial nimmt somit ab.

Zudem wird in einer alternden Gesellschaft die Finanzierung des Sozialstaates erschwert. Die Last der Schulden verteilt sich auf weniger Schultern. In fast allen Industrienationen haben die Regierungen ihren Bürgern Leistungsversprechen gegeben, z.B. für Rente, Gesundheit und Pflege. Mit den bisherigen Steuer- und Abgabesätzen werden die Versprechen nicht in vollem Umfang eingehalten werden können, sobald die geburtenstarken Jahrgänge in den Ruhestand gehen und von der Seite der Beitragszahler auf die Seite der Beitragsempfänger wechseln. Modellrechnungen zeigen, dass in den sozialen Sicherungssystemen vieler Länder verdeckte bzw. implizite Schulden schlummern, denn um die abgegebenen Versprechen erfüllen zu können, müssten die Staaten künftig Schulden machen. In Deutschland sind die impliziten Schulden höher als die offiziell ausgewiesenen expliziten Schulden. Implizite und explizite Schulden summieren sich auf rund 150 %



In Deutschland sind die impliziten Schulden höher als die offiziell ausgewiesenen expliziten Schulden. Implizite und explizite Schulden summieren sich auf rund 150 % des deutschen BIP.

des deutschen BIP. In einigen anderen Ländern belaufen sich die impliziten Schulden sogar auf ein Vielfaches der jährlichen Wirtschaftsleistung (siehe Abb. 14). Die Staatsfinanzen sind somit alles, nur nicht nachhaltig.¹⁷

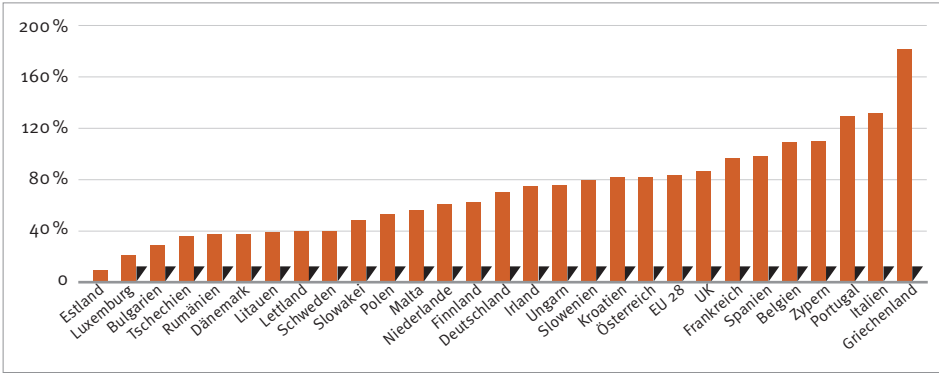
Interessanterweise haben Länder mit hohen expliziten Schulden nicht unbedingt auch hohe verdeckte Schulden. So hat Italien bisher praktisch keine verdeckten Schulden. Das ist vor allem ein Erfolg vergangener Rentenreformen, die zu deutlichen Einsparungen führen werden – sofern sie denn beibehalten werden. Sollte die italienische Regierung ihre neuen Pläne umsetzen, sind die guten Zahlen für Italien Makulatur.

Luxemburg hingegen hat mit einer expliziten Schuldenquote von gut 20 % des BIP einen fast vernachlässigbar niedrigen offiziellen Schuldenstand. Mit einem verdeckten Schuldenberg von sagenhaften 895 % liegt Luxemburg bei

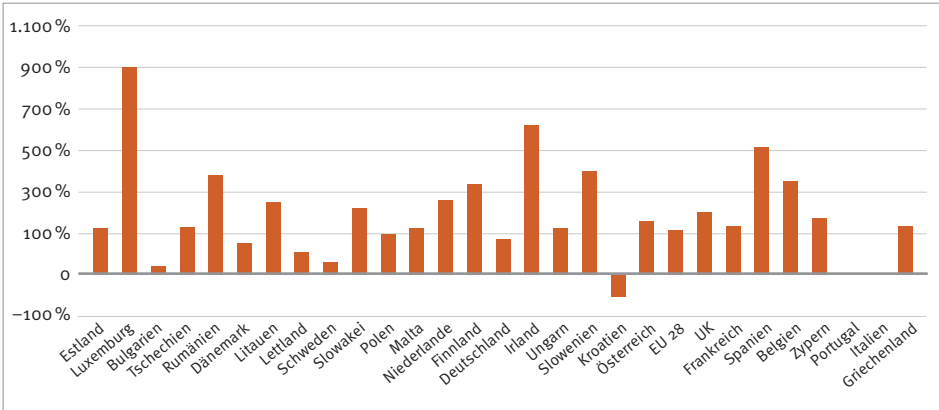
¹⁷ Vgl. Stiftung Marktwirtschaft (2018), Ehrbare Staaten? Update 2017 – Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa. In einer anderen Berechnung kommt das Forschungszentrum Generationenverträge für Deutschland sogar auf einen Gesamtschuldenstand von rund 200 % des BIP (vgl. Forschungszentrum Generationenverträge (2018), Ehrbarer Staat? Die Generationenbilanz, Update 2018). Der Grund für die Differenz von rund 50 Prozentpunkten liegt in unterschiedlichen Wachstumsannahmen. Aus Gründen der Vergleichbarkeit hat die Stiftung Marktwirtschaft für den europäischen Vergleich die Wachstumsprognosen der EU-Kommission zugrunde gelegt. Dagegen hat das Forschungszentrum Generationenverträge für die rein deutsche Betrachtung mit dem langfristigen deutschen Wachstumspotenzial von 1,5 % gerechnet. Da die Wachstumsannahmen der EU-Kommission optimistischer sind, fällt die Nachhaltigkeitslücke eher unter- als überzeichnen. Insgesamt zeigt sich damit aber auch, dass die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in erheblichem Maß davon abhängt, wie die Modellannahmen gesetzt werden. Inzwischen hat die Stiftung Marktwirtschaft „Ehrbare Staaten? Update 2018“ veröffentlicht. Darin kommen einige Staaten bei der impliziten Verschuldung deutlich besser weg als noch im Vorjahr. Der Grund dafür liegt darin, dass die prognostizierte fiskalische Entwicklung der öffentlich altersabhängigen Ausgaben direkt von den Mitgliedsländern zur Verfügung gestellt wird. Die Stiftung Marktwirtschaft äußert selbst den Verdacht, es handle sich dabei verstärkt um „politisches Reporting“, um bessere Ergebnisse vorweisen zu können. Die Aussagekraft des EU-Rankings werde damit massiv eingeschränkt. Wir beziehen uns deshalb auf die Werte des Updates 2017 und weisen aus diesem Grund darauf hin, dass die Werte für die impliziten Schulden ohnehin stark von den zugrunde gelegten Annahmen abhängen.

Verdeckte Schulden oft höher als die offiziellen Staatsschulden

Explizite Staatsschulden in Prozent des BIP



Implizite Staatsschulden in Prozent des BIP



Nachhaltigkeitslücke in Prozent des BIP

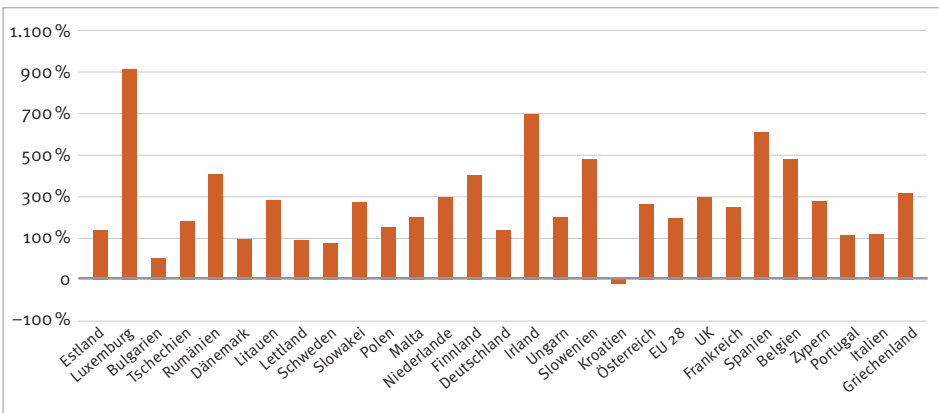


Abb. 14

Quellen: Stiftung Marktwirtschaft/Forschungszentrum Generationenverträge.

den impliziten Schulden mit großem Abstand vorn. Die Finanzpolitik ist also am wenigsten nachhaltig. Schuld daran sind die absehbaren altersabhängigen Ausgaben, insbesondere die stark steigenden Rentenleistungen. Können diese verdeckten Schulden eine neue Krise auslösen? Die etwas überraschende Antwort lautet: vorerst nicht! Und selbst auf längere Sicht haben die impliziten Schulden wohl nicht das Potenzial, eine Staatsschuldenkrise auszulösen. Aus Finanzmarktperspektive ist zu unterscheiden, dass explizite Schulden als Staatsanleihen verbrieft werden und handelbar sind, implizite Schulden hingegen nicht. Wenn die Gläubiger eines Staates – also die Besitzer der Staatsanleihen – den Glauben an dessen Rückzahlungsfähigkeit verlieren, können sie die verbrieften Staatsanleihen verkaufen. Die Kurse fallen und die Zinsen steigen. Im Extremfall kann es zu einer Verkaufswelle oder zu einer Marktpanik und dadurch letztlich zu einer Staatsschuldenkrise kommen.



Bei den expliziten Schulden kann ein Staat in Not geraten, wenn die Gläubiger das Vertrauen verlieren, ihre Staatsanleihen verkaufen und damit die Zinsen in die Höhe treiben. Bei den impliziten Schulden haben die Bürger keine entsprechende Handhabe gegen den Staat.

Ganz anders sieht es bei den impliziten Schulden aus: Während der Besitzer einer Staatsanleihe den Anspruch gegen den Staat verkaufen und somit Kasse machen kann, lassen sich die Ansprüche gegen die Sozialversicherung nicht verkaufen bzw. zu Geld machen. Mit anderen Worten: Zweifelt der Bürger

eines Landes daran, dass er die in Aussicht gestellte Rente in 15 oder 20 Jahren in voller Höhe von der gesetzlichen Rentenversicherung erhalten wird, kann er sich die Rentenansprüche nicht vorsorglich schon heute auszahlen lassen. Bei den expliziten Schulden kann ein Staat jedoch in Not geraten, wenn die Gläubiger das Vertrauen verlieren, ihre Staatsanleihen verkaufen und damit die Zinsen in die Höhe treiben. Bei den impliziten Schulden haben die Bürger keine entsprechende Handhabe gegen den Staat.

Problematisch könnte es erst dann werden, wenn die geburtenstarken Jahrgänge in den Ruhestand gehen und der Staat zur vollständigen Erfüllung seiner Leistungsversprechen tatsächlich weitere Schulden aufnehmen muss. Dann würden nämlich die bisher noch impliziten Schulden in explizite Schulden umgewandelt und der Staat wäre auf die Finanzmärkte angewiesen. Dazu wird es aber voraussichtlich nur in vergleichsweise engen Grenzen kommen. Wahrscheinlich wird sich der Staat vorher noch durch ein Bündel an Maßnahmen von den impliziten Schulden zu einem guten Teil

befreien. So lassen sich die Leistungsansprüche relativ leicht durch die Anhebung des Renteneintrittsalters verringern. Dadurch würden die Arbeitnehmer länger Beiträge in die staatlichen Sicherungssysteme einzahlen und gleichzeitig würde sich die Rentenbezugsdauer reduzieren. Auch durch Leistungskürzungen und moderat höhere Steuern und Abgaben lässt sich die implizite Staatsschuld verringern. Damit ist das Enttäuschungspotenzial für die Bürger hoch, weil ihnen ein Teil der in Aussicht stehenden Ansprüche vorenthalten bleiben könnte. Im Gegenzug würde aber das, was bisher als implizite Verschuldung ausgewiesen wird, pulverisiert.

Zwischenfazit

Vorerst ist eine Neuauflage der internationalen Staatsschuldenkrise wenig wahrscheinlich: Erstens sind die globalen Konjunkturaussichten noch zu robust, zweitens bleiben die Zinsen trotz eines moderaten Anstiegs noch für einige Jahre weiter auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau, drittens sind Ansteckungsgefahren zwar vorhanden, aber wahrscheinlich beherrschbar und viertens lassen sich die demografischen Herausforderungen durch Reformen abfedern.

Das größte Einzelrisiko besteht in einem kräftigeren Konjunkturabschwung bzw. einem Wachstumseinbruch. Auslöser dafür könnte etwa ein normaler zyklischer Abschwung sein, ein nicht vorhersehbares wirtschaftliches Ereignis oder die verfehlte Wirtschaftspolitik eines hoch verschuldeten Landes. Je mehr Länder von einem Wachstumseinbruch betroffen sind, desto stärker kann sich die Situation zuspitzen. Und im schlimmsten Fall kommen mehrere Faktoren zusammen, etwa ein Wachstumseinbruch mit einem Vertrauensverlust an den Anleihemärkten und Ansteckungseffekte zwischen den Ländern – in einer solchen Konstellation wäre eine internationale Staatsschuldenkrise möglich.

Insbesondere die aktuelle Abkühlung der Konjunktur muss im Auge behalten werden. Unsere relativ optimistische Einschätzung der Schuldensituation basiert auf der Annahme, dass die Weltwirtschaft ihr Wachstumspotenzial 2019 und 2020 weiter ausschöpfen kann.

4. Fokus: Italien und USA

Mehrere Länder haben einen zu hohen Schuldenstand und kommen potenziell für eine Staatsschuldenkrise infrage. Wir möchten aber nur die Situation von zwei ausgewählten Ländern genauer beleuchten: Italien und die USA.

Aktuell steht Italien besonders im Fokus der Finanzmärkte, weil die Kombination aus hohen Schulden, schwachem Wachstum und unangemessener, konfrontativer (Wirtschafts-)Politik eine ausgesprochen gefährliche Gemengelage ergibt. Die USA hingegen haben aktuell keine Probleme mit ihrer Kreditwürdigkeit. Allerdings drängt sich angesichts der hohen Haushaltsdefizite während eines Konjunkturbooms die Frage auf, wie stressresistent die Staatsfinanzen im nächsten Abschwung wohl sein werden. Droht der Welt in einigen Jahren aus Richtung Amerika eine neue Krise?

Italien

Die italienische Wirtschaft stagniert seit fast zwei Jahrzehnten. Nach dem schwachen Wirtschaftswachstum am Anfang der 2000er versetzten die Finanzkrise und die danach einsetzenden Wirtschafts- und Staatsschuldenkrisen der ohnehin wackligen Konjunktur einen Schlag nach dem nächsten. Im Ergebnis liegt die Wirtschaftsleistung 2018 immer noch ungefähr auf dem



Die Wirtschaftsleistung liegt 2018 immer noch ungefähr auf dem Niveau des Jahres 2000. Auch die Beschäftigung wurde hart getroffen. Über 10 % der Italiener sind arbeitslos.

Niveau des Jahres 2000. Auch die Beschäftigung wurde hart getroffen. Über 10 % der Italiener sind arbeitslos. Einstige Pfeiler wie das starke verarbeitende Gewerbe und die Baubranche sind erheblich geschrumpft.

Zwar kann Italien seit einigen Jahren wieder eine positive Handelsbilanz vorweisen. Jedoch hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft im internationalen Vergleich erheblich verschlechtert.¹⁸ Während die Arbeiterproduktivität seit 20 Jahren stagniert, hat sich die Effizienz der Wirtschaft insgesamt sogar verschlechtert. Zudem bleiben öffentliche und private Investitionen aus und auch die Binnennachfrage ist schwach. In der gleichen Zeit haben sich die Staatsschulden weiter erhöht. Diese waren zwar in Italien immer schon sehr hoch, jedoch haben die jüngsten Krisen die Gesamtschulden noch einmal kräftig in die Höhe getrieben, sodass sie heute etwa 130 % der Wirtschaftsleistung ausmachen – mehr als doppelt so viel wie von den Maastricht-Kriterien vorgesehen.

Als die vergangenen Regierungen von Monti und Renzi Reformmaßnahmen durchgesetzt hatten, bestand für einige Jahre die Hoffnung, dass sich

¹⁸ Wir haben uns in den vergangenen Jahren im Rahmen unseres EURO PLUS MONITORS immer wieder mit den Reformfortschritten in den Ländern der Eurozone – und somit natürlich auch mit Italien – beschäftigt. Vgl. dazu etwa Schmieding/Hense (2017), The 2017 EURO PLUS MONITOR – INTO A HIGHER GEAR, Berenberg/the Lisbon council. Vgl. auch Gern/Stolzenburg (2016), Italien am Scheideweg: Wachstumsschwäche erfordert weitere Reformen, Kiel Policy Brief Nr. 102, Institut für Weltwirtschaft.

die italienische Lage schrittweise verbessern könnte. Arbeitsmarkt- und Steuerreformen sollten die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit erhöhen, die Produktivität sollte gesteigert, der Staatsapparat entschlackt, die Verwaltung und Justiz effizienter gemacht werden. Eine Rentenreform sollte zudem die Sozialkassen entlasten. Die Reformen wurden weitgehend positiv gesehen: Nach Berechnungen der EU-Kommission sowie der OECD hätte die italienische Wirtschaft bis 2020 erheblich profitieren können – sowohl das Wachstum als auch die Beschäftigung könnten angekurbelt werden.

Jedoch hinterließen die Reformen, gepaart mit der weiterhin schwächelnden Wirtschaft, Spuren in der italienischen Gesellschaft. Anfang 2018 flog die Regierung Gentiloni krachend aus dem Amt. Die Populisten der linken Fünf-Sterne-Bewegung und der rechten Lega bildeten seitdem gemeinsam die Regierung. Hierdurch sehen nicht nur die EU-Kommission, sondern auch die Märkte die bisherigen Erfolge Italiens – das sein Haushaltsdefizit senken, seine Leistungsbilanz verbessern und die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen konnte – in Gefahr. Denn die Regierung möchte beides: die Steuern senken und die Staatsausgaben erhöhen. Hinzu kommen weitere Wahlgeschenke zulasten der Wettbewerbsfähigkeit. So beschloss die Regierung bereits, dass befristete Verträge statt 36 Monate nur noch maximal zwölf Monate dauern dürfen.

Die Reformen wurden weitgehend positiv gesehen: Nach Berechnungen der EU-Kommission sowie der OECD hätte die italienische Wirtschaft bis 2020 erheblich profitieren können.



Ein Potpourri an Maßnahmen ist geplant, um das Wirtschaftswachstum zu stärken und die Lebenssituation der Italiener zu verbessern. So soll auf Wunsch der Fünf-Sterne-Bewegung ein Bürgereinkommen eingeführt werden, eine Grundsicherung in Höhe von 780 Euro für Arbeitslose, Rentner oder prekär Beschäftigte. Die Rentenreform der Vorgängerregierung soll abgeschafft werden. Stattdessen soll die »Quote 100« es 62-Jährigen, die 38 Jahre gearbeitet haben, ermöglichen, sofort in Rente zu gehen. Frauen könnten sogar schon vor ihrem 60. Lebensjahr in Rente gehen. Betroffen wären hiervon über 400.000 Italiener, die Platz für die große Anzahl an jungen Arbeitslosen machen sollen. Auf Wunsch des Lega-Anführers Salvini soll daneben eine Steuerreform Fuß fassen. Demnach soll künftig ein flacher Steuersatz von 15 % für Selbstständige und Handwerker greifen. Zudem soll die zehnte Steueramnestie seit den 80er Jahren im Ausland geparktes Geld zurückholen und die Einnahmen aufbessern. Geplant ist zudem ein Investitionsprogramm in Milliardenhöhe, um die teils marode und veraltete Infrastruktur zu verbessern.

Die Regierung gibt kaum vor, all diese Versprechen auch bezahlen zu können. Zwar sollen Gelder für Flüchtlinge und Migranten gekürzt, hohe Pensionen gedeckelt und Glücksspielsteuern erhöht werden. Jedoch lassen sich damit die Neuausgaben nur zu kleinen Teilen decken. Vielmehr erhofft man sich durch die Reformen höheres Wirtschaftswachstum. Und schließlich mache die Regierung ja Politik für die Bürger, nicht für die Ratingagenturen, so das vorgegebene Kalkül.



Dass diese Wirtschaftspolitik erfolgreich sein wird, ist äußerst fraglich. Die Mehrausgaben dienen kaum der Verbesserung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit.

Doch dass diese Wirtschaftspolitik erfolgreich sein wird, ist äußerst fraglich. Die Mehrausgaben dienen kaum der Verbesserung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit. Stattdessen werden Maßnahmen getätigt, die höchstens den Konsum ankurbeln,

die strukturellen Probleme Italiens aber weiter verschärfen. Die Absenkung des Rentenalters ist auf lange Sicht nicht bezahlbar, insbesondere in einer so rapide alternden Gesellschaft wie der Italiens. Das Kalkül, dadurch Arbeitsplätze schaffen zu wollen, wird auf der anderen Seite dadurch sabotiert, dass man Beschäftigungsanreize durch Bürgereinkommen und Einschränkung von befristeten Verträgen schwächt. Die Steuersenkungen und Investitionsmaßnahmen könnten potenziell helfen, fallen jedoch sehr schwach aus. Es ist fraglich, wie der Staat diese überhaupt bezahlen will.

Wenig begeistert von den Ankündigungen der italienischen Regierung ist dementsprechend auch die EU-Kommission. Seit mehreren Monaten beschwört sie die Italiener eindringlich, von ihren geplanten Reformen Abstand zu nehmen. Doch der jüngste Haushalt steht im Zeichen des eingeschlagenen Konfrontationskurses. So sollen mit dem Defizit von 2,0% im nächsten Jahr deutlich mehr Schulden gemacht werden als die ursprünglich mit der Kommission verabredeten 0,8%.

Es wird sich zeigen, wie der Konflikt ausgeht. Zwar ist die italienische Wirtschaft aufgrund ihrer Größe für Europa höchst bedeutsam, doch das Erpressungspotenzial Italiens ist recht gering. Folglich werden die Italiener wohl schon sehr bald selbst merken, dass der momentane Kurs wenig nachhaltig ist, da die Zinsen auf italienische Staatsanleihen deutlich steigen dürften. Lassen sie sich davon jedoch nicht abschrecken, droht über kurz oder lang der Staatsbankrott. Dass die EU in diesem Falle dann noch helfend einspringen kann, ist höchst fraglich, da die zu tragende Last zu groß für bestehende Rettungsmechanismen wäre.

USA

Wie unterschiedlich Haushaltsdefizite vom Markt bewertet werden, zeigt sich bei der Gegenüberstellung Italiens mit den USA. Denn diese werden von den Märkten erheblich besser eingestuft, obwohl das Defizit 2017 mit 3,5 % und 2018 mit aller Voraussicht nach 3,9 % deutlich höher ausfällt als das Italiens. Grund hierfür ist die wirtschaftliche Situation. Während Italien seit der Wirtschaftskrise kaum Wachstum verzeichnen kann, haben sich die USA unter Obama schrittweise erholt. Nun wurde die Wirtschaft durch die jüngsten Steuerreformen und Deregulierungen im Land zusätzlich befeuert. Die Ertragssteuer für Unternehmen fiel von 35 auf 21 %, im Ausland erzielte Gewinne werden jetzt sogar noch niedriger besteuert – im günstigsten Fall statt 35 nur 8 %. Zudem wurde der Spitzensteuersatz leicht gesenkt und die Steuerfreibeträge verdoppelt. Neben der Steuerreform kommen noch die Abschaffung von Umweltauflagen, die unter Obama eingeführt wurden, die Deregulierung des Bankensektors und die Abschaffung der Netzneutralität, wodurch private Investitionen gefördert wurden, hinzu.

Auch dadurch ergeben sich in den Jahren 2018 und 2019 Wachstumsraten von knapp 3 %, gepaart mit Vollbeschäftigung und wiedererstarakter Industrie. Ob sich dieses Niveau jedoch in Zukunft weiter halten kann, ist fraglich. Denn zum einen

droht die Gefahr der Überhitzung, zum anderen könnten die protektionistischen Maßnahmen noch ausgeweitet werden, was in der Folge zu einer Eskalation der Handelsspannungen mit China führen könnte. Gerade Letzteres kann die Wirtschaft gefährden. Zwar gibt es durchaus berechtigte Kritik an den Handelspraktiken der Chinesen. Doch Trump erlaubt sich mit seinen Zollerhebungen und diplomatischen Fehlritten nicht nur eine kurzfristige Schwächung der Handelsbeziehungen und der Stellung der Vereinigten Staaten in der globalen Ordnung. Langfristig könnten sich die internationalen Wertschöpfungsketten von den USA wegbewegen, während neue Freihandelsabkommen ohne die USA entstehen könnten. Auch die Amerikaner selbst würden auf lange Sicht kaum profitieren. Denn statt die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen, sollen kaum überlebensfähige Industrien am Leben gehalten werden. Dafür aufkommen müssen auch die Verbraucher, die höhere Preise für Konsumgüter bezahlen müssen.

Langfristig könnten sich die internationalen Wertschöpfungsketten von den USA wegbewegen, während neue Freihandelsabkommen ohne die USA entstehen könnten.



Wirtschaftspolitische Reformen im Vergleich: Italien zu den USA	
Italien	USA
Einführung eines Bürgereinkommens: ein Mindesteinkommen in Höhe von 780 Euro für alle, die zu wenig verdienen. Davon könnten bis zu sechs Millionen Italiener profitieren.	Senkung der Ertragssteuer für Unternehmen von 35 auf 21 %, Absenkung des Steuersatzes für im Ausland erzielte Gewinne von 35 % auf 15,5 bzw. 8 %.
Herabsetzung des Rentenalters von 67 auf 62 für Männer mit mindestens 38 Beitragsjahren. Angestellte Frauen dürfen mit 58 Jahren in Rente gehen, wenn sie 35 Jahre Beiträge gezahlt haben, selbstständige Frauen mit 59.	Absenkung des Spitzensteuersatzes von 39,6 auf 37 %, Verdopplung von pauschalen wie auch bzgl. Erbschaftsteuer geltenden Freibeträgen.
Beschränkung von Befristungen bei Arbeitsverträgen: Von nun an dürfen solche Verträge im Regelfall nur maximal zwölf Monate dauern und nur viermal verlängert werden.	Deregulierung: im Bankensektor, bei Umweltauflagen (Kohle, Ölförderung), Abschaffung der Netzneutralität.
Einführung eines flachen Steuersatzes von 15 % für Selbstständige und Handwerker, die weniger als 65.000 Euro pro Jahr verdienen.	USMCA: Vereinbarung des NAFTA-Nachfolgers.
Teilweise Steueramnestie für Steuerhinterzieher. Zudem findet eine von der Vorgängerregierung geplante Erhöhung der Mehrwertsteuer nicht statt.	Erhebung von Zöllen von 10 % auf Stahl und Aluminium.
Investitionsprogramm: In den kommenden drei Jahren sind Mehrinvestitionen in Höhe von 15 Mrd. Euro geplant.	Handelskrieg mit China: Zölle von 10 % auf chinesische Importe im Wert von 250 Mrd. US-Dollar.

Zudem ist der momentane Boom teuer erkaufte und nicht ausreichend gegenfinanziert. Auf den Wegfall von Steuereinnahmen durch die Steuerreform folgte in keiner Weise eine Kürzung der Ausgabenseite. Vielmehr nehmen die Ausgaben eher noch zu und es wird behauptet, die Steuerreform bezahle sich durch das Wachstum am Ende selbst. Diese Behauptung steht allerdings auf tönernen Füßen. Für die einst so fiskalkonservativen Republikaner ist das eine erstaunliche Politik.

Daneben könnte auch die Deregulierung mit Kosten verbunden sein. Die Küste von Florida für Ölbohrungen freizugeben könnte durchaus nach hinten losgehen, denn mit Umweltkatastrophen wie im Falle der »Deep Water Horizon« haben die USA schon genügend Erfahrungen gemacht.

So bleibt die Frage, inwieweit die Märkte die zukünftigen Herausforderungen der USA in ihren Bewertungen einpreisen. Denn wenn die Vereinigten Staaten selbst in Zeiten von brummender Konjunktur und Vollbeschäftigung 780 Milliarden US-Dollar neue Schulden machen, muss man sich fragen, wie hoch diese denn im Falle einer Rezession ausfallen würden.

Insgesamt zeigt sich beim Vergleich von Italien und den Vereinigten Staaten, dass Italien aufgrund der anhaltenden Wachstumsschwäche und der verfehlten, konsumorientierten Wirtschaftspolitik zu Recht im Fokus der Märkte steht. So sehr der Politikstil von Donald Trump und manche Politikmaßnahme kritikwürdig sind, im Vergleich zur Wirtschaftspolitik Italiens liefert Trump zumindest auch Wachstumsimpulse.

5. Ausblick

Die Weltwirtschaft hat sich nach der globalen Finanzkrise und der anschließenden Eurokrise erfreulich gut erholt. Die von vielen Beobachtern befürchteten Worst-Case-Szenarien wie Staatsbankrotte, Inflation und Zusammenbrüche von Währungen sind zum Glück weitestgehend ausgeblieben. Gleichwohl darf die robuste Weltkonjunktur nicht darüber hinwegtäuschen, dass dies ohne entschlossene geld- und finanzpolitische Maßnahmen nicht möglich gewesen wäre. Das jahrelange Nullzinsumfeld hat die Kreditaufnahme erleichtert und das Wirtschaftswachstum angekurbelt. Die Weltwirtschaft befindet sich noch immer nicht in einem Normalzustand. In vielen Ländern sind die Schulden aufgrund der Krise zum Teil deutlich gestiegen. Es ist an der Zeit, die Schulden wieder zurückzuführen. Dafür sind Angebotsreformen nötig, die das Wirtschaftswachstum ankurbeln – denn der globale Aufschwung wird ohne weitere Reformbemühungen nicht ewig anhalten können.

Es wäre blauäugig, allein auf expansive Geldpolitik zu setzen. Zumal viele Notenbanken bei einer neuerlichen Krise kaum Spielraum haben, um mit geldpolitischen Mitteln einer krisenhaften Entwicklung erneut entgegenzuwirken. Und die Finanzpolitik ist in vielen Ländern wegen der hohen Schulden ebenfalls limitiert.

Eine umfassende Schuldenkrise ist trotz der hohen Schulden nach unserer Einschätzung vorerst nicht zu erwarten, wenn die Welt noch ein bis zwei gute Konjunkturjahre erlebt. Für den nächsten Abschwung ist jedoch Vorsicht geboten. Italien könnte das erste Land sein, das in der nächsten Rezession in ernsthafte Schwierigkeiten gerät, sofern die Regierung nicht vorher von ihren wirtschaftspolitischen Plänen abgerückt ist.¹⁹ Mittelfristig müssen auch die USA ihre Staatsfinanzen konsolidieren – was der größten Volkswirtschaft der Welt in der Vergangenheit schon mehrfach gelungen ist. Und langfristig wird Japan zeigen müssen, wie der Schuldenberg bewältigt werden kann. Die Zentralbank allein kann nicht die Lösung sein.

19 Im schlimmsten Fall könnte es zum Ausstieg Italiens aus der Währungsunion kommen, wodurch auch die sogenannten Target-2-Salden zu einem echten Problem würden. Italien hat im Target-2-System Verbindlichkeiten in Höhe von 489,2 Milliarden Euro (Stand September 2018), die im Falle des Euro-Austritts zu begleichen wären. Da Italien diese Verbindlichkeiten nicht (vollständig) begleichen könnte, wäre das gleichbedeutend mit Verlusten für die Länder, die Guthaben im Target-2-System haben – das ist vor allem Deutschland. Vgl. Reinhardt (2018).

6. Literatur und Quellen

- Berenberg/HWWI (2009), Staatsverschuldung, in: Strategie 2030.
- Forschungszentrum Generationenverträge (2018), Ehrbarer Staat? Die Generationenbilanz, Update 2018.
- Frenkel, Michael und Lukas Menkhoff (2000), Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur. Springer-Verlag.
- Gern, Klaus-Jürgen und Ulrich Stolzenburg (2016), Italien am Scheideweg: Wachstumsschwäche erfordert weitere Reformen, Kiel Policy Brief Nr. 102, Institut für Weltwirtschaft.
- IWF (2018), World Economic Outlook – Challenges to Steady Growth, October 2018.
- Jeanne, Olivier (2003), Why do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency? IMF Working Paper No. 03/177 (Washington: International Monetary Fund).
- Kaminsky, Graciela L. and Carmen Reinhart (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, American Economic Review 89, 473–500.
- Mayer, Martin, Pflüger, Wolfgang und Jörn Quitzau (2017), Zinswende – ein Stück Normalität, Berenberg Makro vom 27. Januar 2017.
- Reinhardt, Carmen (2018), Der lange, heiße italienische Sommer, Project Syndicate.
- Reuters (2018), BOJ's government debt holdings hit record in fourth quarter, Link: <https://www.reuters.com/article/us-japan-economy-boj/bojs-government-debt-holdings-hit-record-in-fourth-quarter-idUSKBN1GV06E>
- Sachs, Jeffrey, Tornell, Aaron and Andrés Velasco (1996), Financial crises in emerging markets: The lessons of 1995. Brookings Papers on Economic Activity, Issue no. 1: 147–217. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Schmieding, Holger und Florian Hense (2017), The 2017 EURO PLUS MONITOR – INTO A HIGHER GEAR, Berenberg/the Lisbon council.
- Statista (2018), Japan: National debt from 2012 to 2022 (in billion U.S. dollar), Link: <https://www.statista.com/statistics/270121/national-debt-of-japan/>
- Stiftung Marktwirtschaft (2018), Ehrbare Staaten? Update 2017 – Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa.
- Stolzenburg, Ulrich (2018), Italien an der Belastungsgrenze? Eine Projektion der gesamtstaatlichen Zinslast in den vier größten Volkswirtschaften des Euroraums, Kiel Policy Brief 118, Institut für Weltwirtschaft.
- Trading Economics (2018), China Households Debt To GDP, Link: <https://tradingeconomics.com/china/households-debt-to-gdp>
- U.S. Department of the Treasury. Fiscal Service, Federal Debt Held by Federal Reserve Banks [FDHBFBN], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; Link: <https://fred.stlouisfed.org/series/FDHBFRBN>, November 20, 2018.
- Usgovernmentdebt.us (2018), Link: https://www.usgovernmentdebt.us/chart_wizard.php

In der Reihe

»Strategie 2030 – Vermögen und Leben in der nächsten Generation«

sind bislang folgende Studien erschienen:

- 
- | | |
|---|---|
| 1 Energierohstoffe | 17 Demografie |
| 2 Ernährung und Wasser | 18 Brasilien und die Fußball-WM 2014 |
| 3 Immobilien | 19 Arbeitskräftemobilität |
| 4 Maritime Wirtschaft und Transport-
logistik (Band A und B) | 20 Freihandel |
| 5 Klimawandel | 21 Digitalökonomie |
| 6 Wissen | 22 Sicherheit |
| 7 Sicherheitsindustrie | 23 Europa |
| 8 Staatsverschuldung | 24 Die Zukunft des Geldes |
| 9 Wirtschaftsfaktor Fußball | 25 Schifffahrt in Zeiten des
digitalen Wandels |
| 10 Mobilität | |
| 11 Afrika | |
| 12 Nachhaltigkeit | |
| 13 Indien | |
| 14 Gesundheit | |
| 15 Sachwerte | |
| 16 Fracking | |



Diese Studien stehen Ihnen auf der Website www.berenberg.de
als Download zur Verfügung.

