

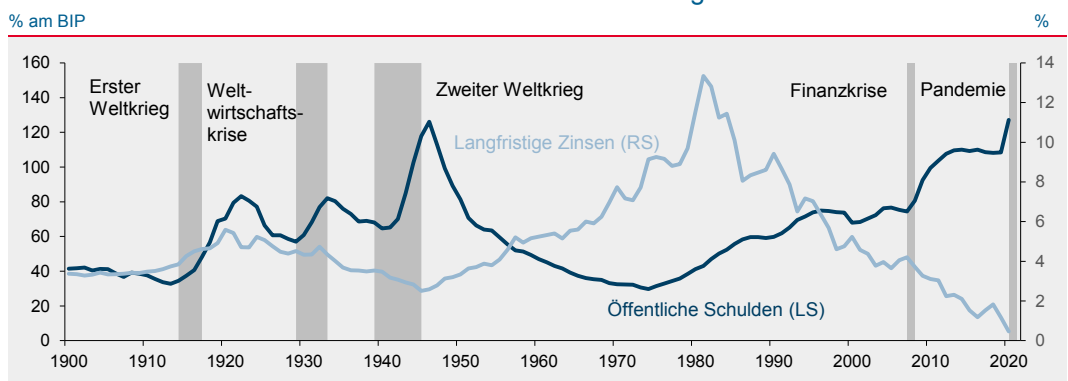
## Wie der Schuldenpandemie begegnen?

- In der Pandemie haben die schon vorher weltweit hohen öffentlichen Schulden noch mal einen Sprung nach oben gemacht.
- Die Notenbanken in den Industrieländern sichern zunächst die Tragfähigkeit dieser Schulden. Die Risiken und Nebenwirkungen des Schuldenmachens nehmen aber zu.
- Während die großen Schwellenländer mit IWF-Hilfe über die Runden kommen sollten, sind bei kleineren überschuldeten Entwicklungsländern Schuldenerlässe zu erwarten.

Die Covid-19-Pandemie hat praktisch überall zu einer spürbaren Ausweitung der staatlichen Haushaltsdefizite und einem kräftigen Anstieg der Schulden geführt. Dabei traf die jüngste Krise viele Länder in einer alles andere als soliden budgetären Ausgangslage. Bereits in den Jahren zuvor hatten die öffentlichen Schulden gemessen am Bruttoinlandsprodukt vielerorts den höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg erreicht.

Die öffentlichen Schulden steigen seit Jahrzehnten, nicht nur in wenig aussagekräftigen absoluten Zahlen, sondern auch in der entscheidenden Dimension: relativ zur Größe der Wirtschaft. In den Industrieländern lag das Tief in den 1970er Jahren, bevor Ölkrise und Rezession den ersten nachhaltigen Anstieg seit dem Ende des Weltkriegs verursachten. Seitdem ging es im Trend immer weiter nach oben, unterbrochen nur von vorübergehenden Phasen einer Stabilisierung. Zu nennenswerten Rückführungen der Schuldenquoten kam es international nicht. Entsprechende Erfolge in manchen kleinen Ländern wie Irland oder Schweden wurden durch den entgegengesetzten Trend in den Schwergewichten – allen voran USA, Japan, die Eurozone und China – mehr als kompensiert. In den Schwellen- und Entwicklungsländern setzte der Trend hin zu steigender Staatsverschuldung erst nach der globalen Finanzkrise ab etwa 2010 wieder ein. Zuvor war durch IWF-Programme und Reformen nach der Asienkrise in den Schwellenländern und internationale Entschuldungsinitiativen für Entwicklungsländer in beiden Ländersegmenten relativ zur Wirtschaftsleistung eine rückläufige Staatsverschuldung zu beobachten.

### Industrieländer: Fallende Zinsen machen Schuldenlast tragbar



Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dabei fiel das weltweite Zinsniveau über einen guten Teil dieses inzwischen fast fünf Jahrzehnte langen Zeitraums deutlich. Seit Anfang der 1980er Jahre befinden sich die weltweiten Anleihezinsen im Abwärtstrend. Die daraus resultierenden Ersparnisse für die öffentliche Hand bei den Zinsausgaben wurden aber offensichtlich nicht zum Schuldenabbau verwendet. Stattdessen dominierte klar

AUTOREN  
Patrick Franke  
Patrick Heinisch  
Dr. Stefan Mütze  
research@helaba.de

REDAKTION  
Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER  
Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba  
Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

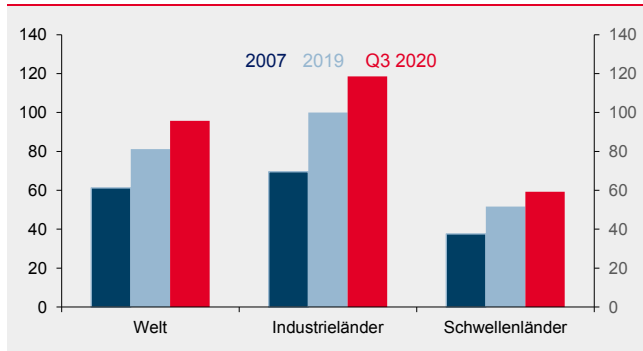
der Anreizeffekt der niedrigeren Zinsen, zusätzliche Schulden für immer neue staatliche Aufgaben aufzunehmen. Nach dem neuerlichen Sprung der Schuldenquoten in der Pandemie stellt sich die Frage noch akuter als bisher: Kann/wird das so weitergehen?

### Schuldenpandemie: Was tun?

In diesem Jahrhundert ist die Covid-19-Pandemie bereits die zweite Krise, die weltweit zu einem massiven Anstieg der öffentlichen Schuldenquoten geführt hat. Den ersten Schub gab es vor rund zwölf Jahren im Zusammenhang mit der Finanzkrise. In der Folge kam es nicht zu einem Schuldenabbau. Im Gegenteil, zwischen 2007 und 2019 legte die Quote sogar weltweit im Schnitt um weitere rund 20 Prozentpunkte zu. Hierbei war der Anstieg in den Industrieländern größer als in den Schwellenländern, u.a. weil erstere von der Finanzkrise stärker betroffen waren und weil sie vielfach leichteren Zugang zum Kapitalmarkt hatten. Auch unter den Industrieländern gab es unterschiedliche Entwicklungen. Eine Folge der europäischen Schuldenkrise war, dass der Anstieg der Schulden zwischen 2007 und 2019 in der Eurozone merklich geringer ausfiel als in den USA oder in Japan.

#### Ungebrochener Aufwärtstrend

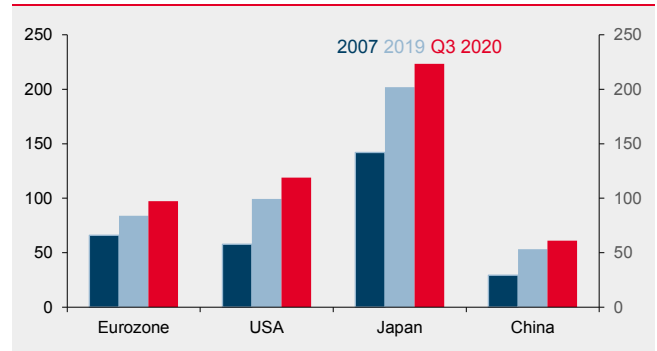
Öffentliche Schulden, % am BIP



Quellen: BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Gleiche Richtung, unterschiedliches Tempo

Öffentliche Schulden, % am BIP



Quellen: BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

Neuer Sprung  
in der Pandemie

In der Pandemie legen die Regierungen nun aber noch mal richtig nach. In weniger als einem Jahr sprangen die Schuldenquoten global um 15 Prozentpunkte nach oben. Dies ist teilweise eine Folge der schrumpfenden wirtschaftlichen Aktivität, aber primär reflektiert es die umfangreichen konjunkturellen Stützungsprogramme, die vielerorts zweistellige Prozentsätze am Bruttoinlandsprodukt ausmachen. Auch in dieser Krise weiten die Industrieländer ihre Verbindlichkeiten stärker aus als die Schwellenländer.

Kaum jemand argumentiert jedoch, dass die aktuellen, sehr hohen Defizite und die daraus resultierenden, Jahr für Jahr noch hinzukommenden Schulden über das Ende der unmittelbaren Krise hinaus tragbar sind. Welche theoretischen Optionen gibt es also, um die Schuldenquote zu senken oder zumindest zu stabilisieren? Hier bieten sich grundsätzlich drei Wege an, die auch kombinierbar sind.

- Zunächst kann die öffentliche Hand durch höhere Einnahmen oder niedrigere Ausgaben das Defizit senken bzw. sogar Überschüsse erwirtschaften, wie das in Deutschland vor der Pandemie der Fall war.
- Die zweite Alternative ist, die Schuldenquote durch nominales Wachstum zu senken. Dies hat zwei Komponenten: reales Wachstum und Inflation. Beide wirken in derselben Richtung auf die Schuldenquote, haben allerdings ansonsten sehr unterschiedliche Effekte. Weder einen nachhaltigen Anstieg des realen Bruttoinlandsproduktes noch der Teuerungsrate kann die Regierung aber direkt herbeiführen.
- Schließlich bleibt als dritte Option die Umschuldung oder der Schuldenschnitt, wo die öffentlichen Schulden zum Teil oder vollständig gestrichen werden und die Gläubiger entsprechende Verluste verbuchen müssen.

Welchen Weg können und werden die Regierungen in den kommenden Jahren gehen, um mit der Schuldenlast fertig zu werden? Die Antwort darauf ist wie so oft: Das kommt darauf an!

### Industrieländer: Die Pandemie geht, die Schulden bleiben

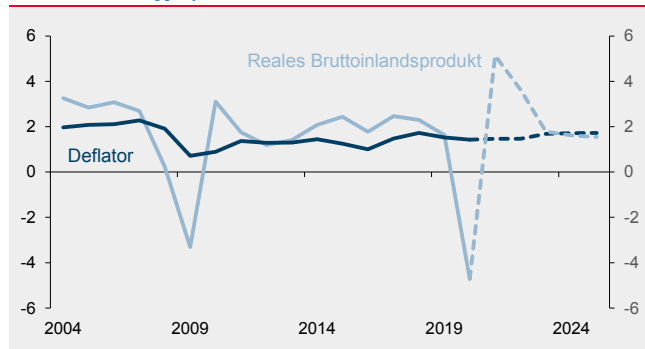
Der entscheidende Faktor ist letztlich die Währung, in der ein Staat verschuldet ist. Die Schulden der Industrieländer und mancher Schwellenländer wie China sind fast ausschließlich in ihrer eigenen Währung denominiert. Jene Staaten, die primär in Auslandswährung verschuldet sind – wie die meisten Schwellenländer – haben hingegen mit zusätzlichen Restriktionen zu kämpfen, insbesondere hinsichtlich des Wechselkurses. Die Länder in Mittel- und Osteuropa nehmen hier eine Zwischenposition ein: In Ungarn und Polen liegt der Anteil der Fremdwährungsschulden beispielsweise bei 20 % bis 25 %.

Kein Appetit für eine Sparpolitik

„Konsolidierung“ in der Form niedrigerer Defizite wird in den Industrieländern automatisch eine gewisse Rolle spielen, wenn sich Aktivität und Steuereinnahmen nach der Krise erholen und die unmittelbaren fiskalischen Stützungsmaßnahmen entfallen. Allein dies wird einen erheblichen Beitrag zur Defizitreduktion leisten. Es wird aber nicht ausreichen, um den Schuldenanstieg zu stoppen oder gar rückgängig zu machen. Für eine darüber hinausgehende Austeritätspolitik gibt es derzeit in den Hauptstädten augenscheinlich sehr wenig Appetit. Zwar kann sich dies nach dem Ende der Krise ändern, das ist aber wohl nicht das wahrscheinlichste Szenario. Im Gegenteil, im Zusammenhang mit der Klimawende werden vielfach sogar deutlich höhere staatliche Ausgaben gefordert. Eine spürbar niedrigere Staatsquote zeichnet sich nicht ab.

### Wachstumssprung nur vorübergehend

Industrieländer, % gg. Vj.



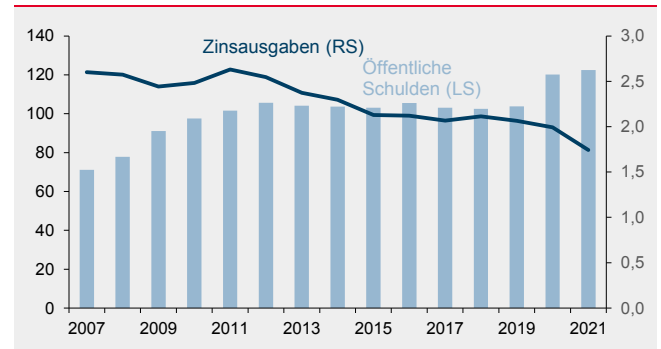
2021 bis 2025 IWF-Prognosen.

Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Geringere Zinsausgaben trotz steigender Schulden

Industrieländer, % am BIP

% am BIP



2021 IWF-Schätzung

Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nominales Wachstum kann und wird ebenfalls einen Beitrag zur Stabilisierung der Schulden leisten. In den Jahren 2021 und 2022 werden die Industrieländer wegen eines Rückpralleffektes nach der scharfen Kontraktion 2020 real deutlich stärker wachsen als es dem langfristigen Trend entspricht. Auf diesen Horizont wird auch die Teuerung anziehen. Mittelfristig ist eine etwas höhere Inflation realistisch. Dem stehen diverse negative Effekte auf das reale Trendwachstum gegenüber: Die demografische Entwicklung bringt vielerorts eine sinkende Zahl von Arbeitskräften bei gleichzeitig steigenden (oft öffentlich getragenen) Gesundheits- und Rentenkosten. Hinzu kommt der relativ neue Faktor der Klimawende. Sie bringt einen zunehmenden Fokus auf CO<sub>2</sub>-Reduktion statt auf Wachstumsmaximierung. Auch wenn mit kompensierenden technologischen Impulsen, z.B. durch verstärkte Digitalisierung, zu rechnen ist, bewegen sich die Trendwachstumsraten in den Industrieländern tendenziell weiter nach unten. Selbst mit einer etwas höheren Teuerung in den kommenden fünf Jahren dämpfen diese trüben Aussichten für den realen Wachstumstrend die Hoffnungen auf eine spürbare Schuldenreduktion über die Wachstumsschiene.

Die Schuldenquote kann über nominales Wachstum nur abgebaut werden, wenn die Zinsen nicht in einem Maße steigen, welches den positiven Effekt über eine höhere Zinsbelastung konterkariert.

Nun ist das Zinsniveau grundsätzlich korreliert mit dem nominalen Wachstum. Um einen unerwünschten Zinsanstieg zu vermeiden, haben die Regierungen diverse Hebel. Kapitalverkehrskontrollen sind in Industriestaaten aus der Mode gekommen. Aber der Staat kann beispielsweise die Kapitalsammelstellen und Kreditinstitute regulatorisch zwingen, Staatsanleihen zu halten.

Notenbanken ermöglichen  
das Schuldenmachen

Vor allem aber liegt es in der Hand der Notenbanken, über niedrigere Geldmarktzinsen die Kapitalmarktrenditen nach unten zu ziehen. Eine solche Niedrigzinspolitik hat in vielen Ländern seit der Finanzkrise zu einem spürbaren Zinsrückgang am langen Ende beigetragen. Zunehmend beschränken sich die Zentralbanken aber nicht darauf, den Kurzfristzins auf null oder in den negativen Bereich zu senken. Sie kaufen auch in vorher unbekanntem Umfang Staatsanleihen, was direkten Abwärtsdruck auf den langfristigen Zins erzeugt. Eine Notenbank, die zum Durchsetzen ihrer Ziele bereit ist, im Zweifelsfall unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, wird somit zum „buyer of last resort“ der öffentlichen Schuldtitel. Dies ist für Länder, die Anleihen in der eigenen Währung emittieren, eine vierte Option für den Umgang mit Schulden: „Geld drucken“. Effektiv schöpfen die Notenbanken mit ihren Anleihekäufen frisches Geld. Selbst wenn die Transaktion am Sekundärmarkt erfolgt, senkt jeder Anleihekauf durch die Zentralbank den Bedarf, ein entsprechendes Volumen an Schuldtiteln bei privaten Anlegern zu platzieren. Je mehr Anleihen die Notenbank hält, umso weniger relevant für den Regierungshaushalt wird wiederum das Zinsniveau – Zinszahlungen an die Zentralbank wird diese als Teil ihres Jahresüberschusses an den Finanzminister zurücküberweisen.

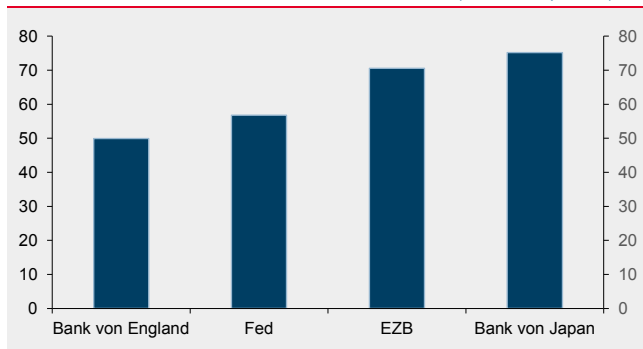
Die Industrieländer als Gruppe dürften in den kommenden Jahren auf eine Kombination der genannten Stabilisierungsinstrumente setzen. Sparanstrengungen in größerem Umfang erwarten wir nicht, denn wegen der Geldpolitik müssen die Politiker nicht auf unpopuläre Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen zurückgreifen. Eine in der Summe weitgehend neutrale Verschiebung im Mix Inflation/Wachstum wird per saldo kein „Herauswachsen“ aus den Schulden ermöglichen, wenn nicht gleichzeitig das Zinsniveau künstlich niedrig gehalten wird. Dies ist der Weg, den die meisten Industrieländer in den nächsten Jahren einschlagen dürften. Ein Schuldenschnitt ist wegen des Vertrauensschadens eine ultima ratio. Er ist in den Industrieländern auch nicht nötig, wenn man sich im Zweifelsfall auf die Notenbank verlassen kann.

### USA: Fiskal- und geldpolitischer Overkill

Am bequemsten haben es unter den reichen Ländern die Vereinigten Staaten: Wohlgermerkt nicht, weil sie eine perfekte Haushaltspolitik verfolgen würden. Tatsächlich hat man in Washington in den vergangenen Jahren immer wieder die Geduld der Anleger auf die Probe gestellt. Politischer Streit über den Haushalt und die Schuldenobergrenze führten wiederholt zu „government shutdowns“ und sogar zu Diskussionen über einen möglichen Zahlungsausfall. Vielmehr können sich die USA als Monopolanbieter der Weltreservewährung US-Dollar stets einer soliden Nachfrage nach ihren Anleihen sicher sein.

### Notenbanken absorbieren neue Schulden

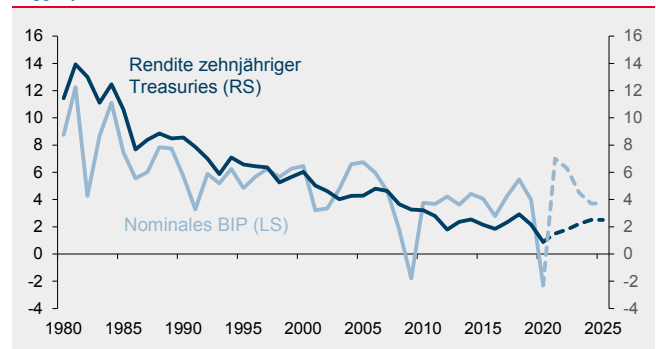
Staatsanleihekäufe der Notenbank, % der Neuemissionen (Feb. bis Sep. 2020)



Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

### USA: Zinsen bis 2025 deutlich unter dem Wachstum

% gg. Vj.



Ab 2021 Helaba-Prognosen

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

In der Finanzkrise legte die Schuldenquote in den USA von knapp 60 % am BIP 2007 auf rund 80 % 2010 zu. Trotz einer teilweise unfreiwilligen, durch politische Blockade herbeigeführten, Defizitreduktion und eines sehr niedrigen Leitzinsniveaus stiegen die Schulden im Trend auch im Zeitraum 2010 bis 2019 auf fast 100 % am BIP. Selbst dies führte aber nicht zu nennenswerten Risikoauflagen und höheren Anleihezinsen.

Seit Beginn der Pandemie feuert die US-Fiskalpolitik aus allen Rohren. Auf Basis der aktuellen IWF-Zahlen sprang das Defizit 2020 auf knapp 16 % am BIP und dürfte sich 2021 nur leicht verringern. Die Staatsschuld schoss im Laufe des vergangenen Jahres um rund 20 Prozentpunkte am BIP nach oben – und steigt weiter. Die Fed senkte den Leitzins 2020 wieder praktisch auf null und legte ein umfangreiches Anleihekaufprogramm auf, das zunächst der Stabilisierung des Finanzmarktes diente und nun auf Konjunkturstimulierung abzielt. Der wahre Test, wie lange sie diese Notfallmaßnahmen nach dem Ende der Pandemie fortsetzen wird, nur um der Treasury einen Gefallen zu tun, steht noch aus.

Schuldentragfähigkeit  
wohl kein Thema

Wir rechnen damit, dass das konjunkturelle Umfeld und die Inflationsentwicklung erst 2023 zu einer ersten Zinserhöhung führen werden und der folgende Zinserhöhungsprozess extrem langsam ausfällt. Entsprechend graduell dürfte sich der Anstieg der Kapitalmarktzinsen darstellen. Im Zeitraum bis 2025 sollte das Zinsniveau – gemessen an der Rendite zehnjähriger Treasuries (Durchschnitt 2020 bis 2025: 1,9 %) – deutlich unter der nominalen Wachstumsrate (3,8 %) bleiben. Die Tragfähigkeit der US-Staatsschuld wird unter diesen Umständen wohl kein Thema werden.

## Heterogene Eurozone

Die Staatsverschuldung der Eurozone war von 2014 bis 2019 um fast 10 Prozentpunkte auf 84 % des BIP gesunken. Corona hat diesen Trend beendet. 2020 lag die Quote bei gut 98 %. Die pandemiebedingt schwierige Situation lässt für dieses Jahr einen Wert von deutlich über 100 % erwarten. Aufgrund der Heterogenität der Eurozone ist eine Analyse des gesamten Währungsraums wenig zielführend. Sinnvoller ist es, exemplarisch wichtige Mitgliedstaaten zu betrachten.

Die deutsche Verschuldungsquote ist 2020 um rund 10 Prozentpunkte auf knapp 70 % gestiegen. Das Defizit, das in diesem Jahr mindestens 3,5 % erreichen dürfte, führt 2021 zu einer nochmals höheren Staatsverschuldung. Eine Reduzierung in den nächsten Jahren kann nur durch eine negative Zins-Wachstumsdifferenz und/oder einen positiven Primärsaldo gelingen. Und hierfür gibt es gute Chancen. Bis 2025 dürfte das deutsche nominale Wachstum bei schätzungsweise 4 % p.a. liegen. Dies ist deutlich höher als die nominalen Zinsen für 10-jährige Anleihen, die von aktuell -0,3 % bis Ende 2025 nur leicht in den positiven Bereich steigen dürften. Der Primärsaldo war in der Zeit zwischen der Finanzkrise und der Corona-Pandemie durchgehend positiv. Seit 2016 wurden Werte über 2 % des BIP erreicht.

Spielraum der deutschen  
Finanzpolitik enger als  
nach 2009

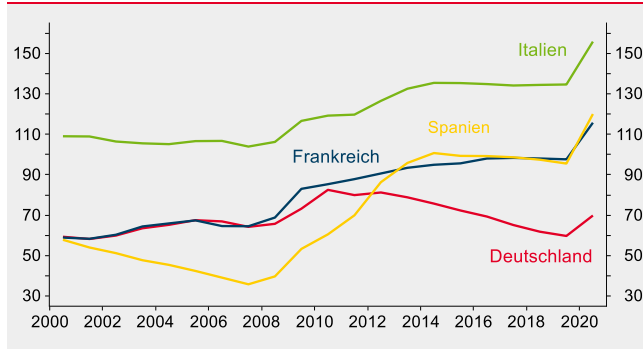
In den nächsten Jahren wird das Potenzialwachstum aufgrund demografischer Faktoren sinken. So geht die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter zurück. Die Haushaltspolitik der im September neu gewählten Bundesregierung ist deswegen herausgefordert. Selbst wenn umfangreiche öffentliche Investitionen zur Wachstumsstimulierung angestrebt werden, sollte ein leicht positiver Primärsaldo erreicht werden. So wäre es möglich, die durch die Pandemie bedingten hohen Sozialleistungen auf ein „normales“ Niveau zurückzuführen. Ein Teil dieser Mittel könnte investiv verwendet werden. In der Summe sollte es wie nach der Finanzkrise gelingen, den Schuldenstand wieder in Richtung der Maastricht-Grenze von 60 % des BIP zurückzuführen. Dies wäre eine wichtige Voraussetzung, eine mögliche weitere Krise in den nächsten Jahren bekämpfen zu können.

Deutlich ungünstiger ist die Lage in Italien. Die Verschuldung liegt hier aktuell bei 156 % des BIP und dürfte nach der Krise die 160-Prozentmarke überschreiten. Das Land leidet an einem chronisch schwachen Wachstum. Dies betrug zwischen 2010 und 2019 nominal nur 1,2 % p.a., ein Drittel des Wertes für Deutschland. Ursache für die Wachstumsschwäche sind strukturelle Defizite z.B. im Bildungs- und Forschungsbereich, in der öffentlichen Verwaltung und im Justizsystem. Wie für

Deutschland muss mit einem Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter gerechnet werden. Für den Prognosezeitraum bis 2025 erwarten wir nur aufgrund des Aufholprozesses nach der Krise ein nominales Wachstum von rund 3 % p.a. Das eigentliche Wachstumspotenzial liegt auch in laufenden Preisen unter 1 %. Die Kapitalmarktzinsen dürften mittelfristig von derzeit 0,7 % auf mehr als 1 % steigen. Dies zeigt schon, dass Italien einen positiven Primärsaldo benötigt, um allein den Verschuldungsstand zu stabilisieren. Vor der Krise ist dies gelungen. Allerdings ist zu befürchten, dass eine mögliche weitere Krise zu einem erneuten Anstieg der Verschuldungsquote führt, ohne dass vorher ein Abbau erreicht wurde.

## Deutschland und Spanien mit Erfolgen vor Corona

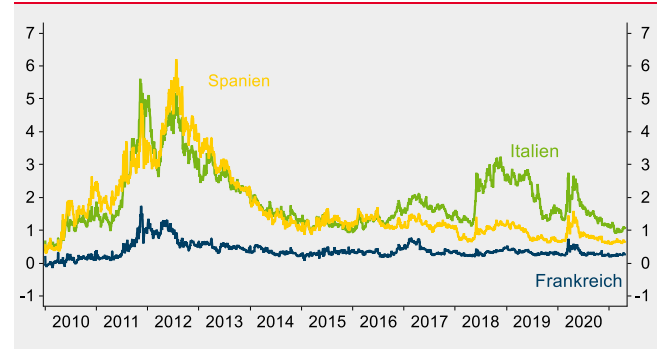
Staatsverschuldung, % des BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## EZB hält Spreads niedrig

Spreads 10-jähriger Staatsanleihen gegenüber Deutschland, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ein Ausweg aus diesem Dilemma bieten nur Strukturreformen, die aber politisch schwer umzusetzen sind. Die Hoffnungen hierauf sind mit der neuen Expertenregierung unter Mario Draghi etwas gestiegen. Auch die Mittel des EU-Aufbauplans („Next Generation“) werden das Verschuldungsproblem nicht lösen. Zwar könnte Italien bis zu 192 Mrd. Euro bekommen, davon 69 Mrd. Euro als Transfers. Der weitaus größere Teil als zinsgünstige Kredite wird allerdings die Verschuldung erhöhen. Transfers werden nur genehmigt, wenn umsetzungsfähige Projekte z.B. in den Bereichen Digitalisierung und Nachhaltigkeit präsentiert werden. Die Verschuldung wird hierdurch nicht zurückgeführt, bestenfalls tragen die Projekte zu einem höheren Potenzialwachstum bei.

Bei Frankreich zeigt der Zinsspread, dass das Vertrauen der Kapitalmärkte hoch ist. Ein Ausfall von Schulden wird hier als sehr unwahrscheinlich angesehen. Trotzdem hat auch dieses Land strukturelle Probleme, deren Lösung durch die Corona-Pandemie in den Hintergrund getreten sind. Hier ist es nicht gelungen, die nach der Finanzkrise höheren Schuldenquoten zu reduzieren. Ob die französische Regierung nach Corona einen Konsolidierungskurs einschlagen wird, ist fraglich. Dies gilt auch für Spanien, das besonders unter dem zurzeit ausfallenden Tourismus leidet. Die Lage am Arbeitsmarkt dürfte nur mittelfristig entschärft werden können. Ein Konsolidierungskurs ist damit politisch nur schwer vermittelbar.

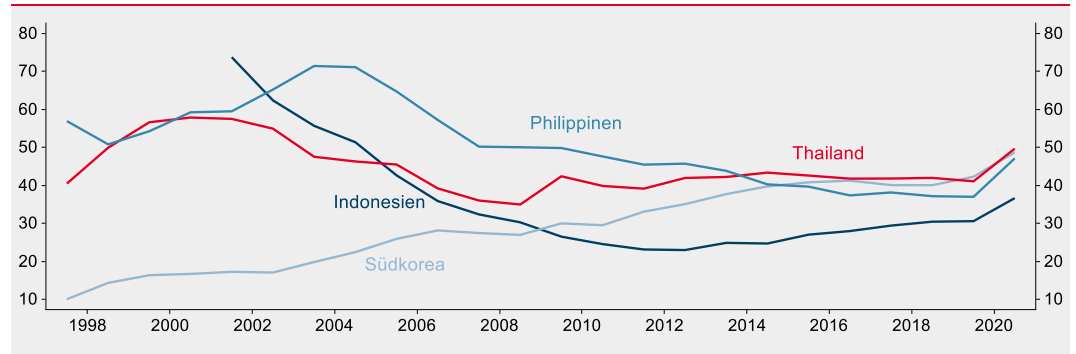
## Schwellen- und Entwicklungsländer: Nichts gelernt?

Viele Schwellen- und Entwicklungsländer kämpfen nicht zum ersten Mal mit Überschuldungsproblemen. Die letzte große Schwellenländerkrise wurde durch einen Kreditboom in den 90er Jahren ausgelöst und gipfelte 1997/1998 in der sogenannten „Asienkrise“. Die Auslandsverschuldung überstieg die Währungsreserven und provozierte spekulative Attacken gegen die Landeswährungen. Am stärksten betroffen waren Indonesien, Südkorea, Thailand und die Philippinen. Indonesien, Korea und Thailand mussten den IWF um Unterstützung bitten, der Hilfen im Umfang von 35 Mrd. US-Dollar gewährte. Parallel dazu stellten andere multilaterale und bilaterale Gläubiger 85 Mrd. an Hilfskrediten bereit. Außerdem wurde die Geldpolitik restriktiver und die Länder mussten fiskalpolitisch auf einen strikten Konsolidierungskurs einschwenken. Dies führte dazu, dass mit Ausnahme von Südkorea in allen Krisenstaaten zunächst die Verschuldung stabilisiert werden konnte, bevor sie in den Folgejahren allmählich sank.



## Mit IWF-Unterstützung Asienkrise gemeistert

Staatsverschuldung, % des BIP

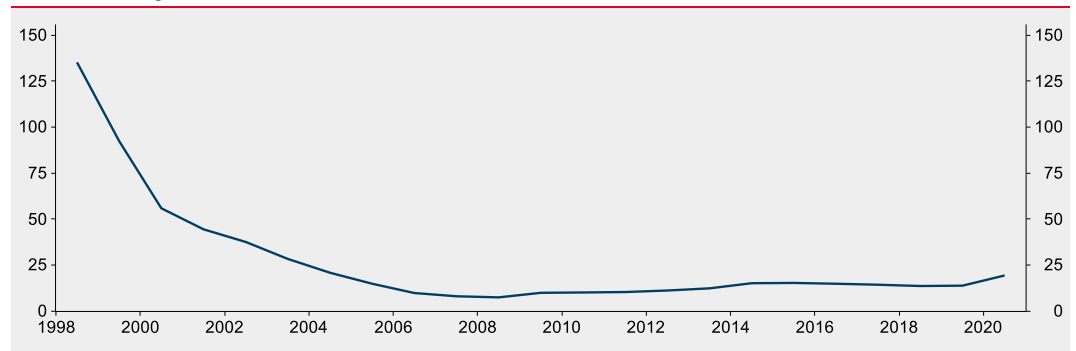


Quellen: Macrobond, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Asienkrise griff schnell auf andere Länder über. Im Sommer 1998 musste Russland ebenfalls beim IWF ein Hilfsprogramm beantragen. Auch hier waren Auslandsverschuldung und sinkende Staatseinnahmen wegen des Ölpreistrückgangs zum Problem geworden. Russland reagierte auf die Krise mit einer Freigabe des Wechselkurses und durch Zahlungsausfall auf die inländische Staatsverschuldung. Zusammen mit weiteren Reformen im Rahmen des IWF-Programms gelang dadurch binnen zwei Jahren eine massive Reduzierung der Staatsverschuldung von 135 % des BIP im Jahr 1998 auf 56 %. In den folgenden Jahren konnte die Schuldenlast weiter reduziert werden, wobei auch der stark gestiegene Ölpreis half. Seit 2005 liegt die Staatsverschuldung unter 20 % des BIP.

## Russland schaffte eine nachhaltige Reduzierung der Staatsverschuldung

Staatsverschuldung, % des BIP



Quellen: Macrobond, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

## HIPC und MDRI – die ersten großen Schuldenerlasse

Anders als bei den Schwellenländern ging die internationale Hilfe für viele Entwicklungsländer über die IWF-Programme hinaus. 1996 wurde ein spezielles Entschuldungsprogramm, die sogenannte „Heavily Indebted Poor Countries“-Initiative (HIPC) für 39 ganz oder teilweise teilnahmeberechtigte Niedrigeinkommensländer (davon 33 in Afrika, 5 in Lateinamerika und 1 in Asien) aufgelegt, die neben einer hohen Verschuldung auch unter weit verbreiteter Armut litten. Die Initiative unter Führung von IWF und Weltbank hat das Ziel sicherzustellen, dass kein armes Land zusätzlich durch zu hohe und nicht tragfähige Schulden belastet wird.

Für eine Teilnahme an der Initiative muss ein Land im ersten Schritt („Decision Point“) eine Strategie zur Armutsreduzierung entwickeln und im Rahmen von IWF- und Weltbankprogrammen seine Reformbereitschaft unter Beweis stellen. Im zweiten Schritt („Completion Point“) sind Reformen notwendig sowie eine erfolgreiche Umsetzung der Strategie für mindestens ein Jahr. Bisher haben 36 Länder einen vollständigen Schuldenerlass vom IWF und anderen Gläubigern erhalten. Die Initiative läuft immer noch. Im März 2020 erreichte Somalia den „Decision Point“ und vor wenigen Wochen wurde bestätigt, dass der Sudan teilnehmen darf. Das Land wird voraussichtlich Ende 2021 den Decision Point erreichen. Daneben zählt nur noch Eritrea zu den „Pre-Decision-Point Countries“.

Private und Nicht-Pariser-Club Gläubiger bei Schuldenerlass zurückhaltend

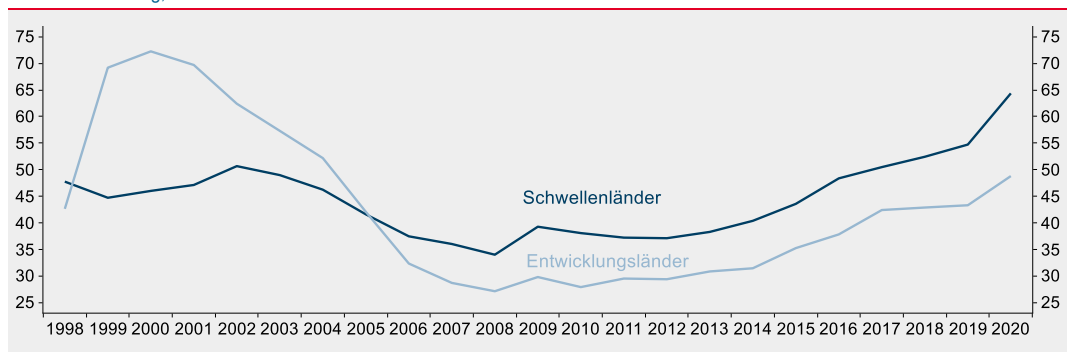
Insgesamt war die HIPC-Initiative ein Erfolg. Dennoch gab es Probleme. Zwar haben mit Weltbank, Afrikanischer Entwicklungsbank, Inter-Amerikanischer Entwicklungsbank und allen Pariser-Club-Gläubigerstaaten die größten Gläubiger ihren vollen Anteil an dem zugewiesenen Schuldenerlass geleistet. Kleinere multinationale Institutionen, öffentliche Nicht-Pariser-Club Gläubigerstaaten und kommerzielle Gläubiger haben dagegen nur wenig zur Initiative beigetragen. Die Kosten für HIPC-Schuldenerlasse der 36 Länder, die bereits einen vollständigen Schuldenerlass erhalten haben, belaufen sich auf rund 77 Mrd. US-Dollar.

Die HIPC-Initiative war ein wichtiger Beitrag zur Reduzierung der Verschuldung der Entwicklungsländer von 50 % des BIP 2002 auf etwas über 40 % im Jahr 2005. Angesichts der geringen Einnahmehbasis vieler Entwicklungsländer bringt aber selbst eine Verschuldung von 40 % hohe Belastungen mit sich, die für die Armutsbekämpfung fehlen. Daher forderte die Gruppe der G8 im Juni 2005 von IWF, der Internationalen Entwicklungsorganisation der Weltbank (IDA) und dem Afrikanischen Entwicklungsfonds (AfDF), auf 100 % ihrer Forderungen gegenüber HIPC-Ländern zu verzichten. Daraufhin wurde vom IWF im November die „Multilateral Debt Relief Initiative“ (MDRI) entworfen. Sie erlaubt es allen Entwicklungsländern mit einem Pro-Kopf-Einkommen von weniger als 380 US-Dollar pro Jahr einen Schuldenerlass vom IWF zu erhalten, unabhängig davon, ob sie an HIPC teilgenommen haben oder nicht. HIPC-Länder mit einem Pro-Kopf-Einkommen oberhalb dieser Grenze konnten Schuldenerlasse aus einem bestehenden Pool an Geldern erhalten, der vom IWF verwaltet, aber von einzelnen Ländern bereitgestellt wurde. Alle HIPC-Teilnehmerländer haben an MDRI teilgenommen. Die Kosten für MDRI-Schuldenerlasse belaufen sich auf 42,4 Mrd. US-Dollar.

Die Beispiele Asienkrise, HIPC und MDRI zeigen, dass für viele Schwellen- und Entwicklungsländer das Thema Überschuldung nicht neu ist. Durch IWF-Programme und Entschuldungsinitiativen ist es gelungen, die Staatsverschuldung insgesamt für beide Ländersegmente bis zum Beginn der globalen Finanzkrise 2008 zu reduzieren. Seitdem hat sich der Trend aber umgekehrt. Anders als um die Jahrtausendwende sind es diesmal die Schwellenländer, die höhere Schuldenniveaus aufweisen als die Entwicklungsländer. Für beide Gruppen zeichnete sich schon vor der Pandemie ab, dass es so auf Dauer nicht weitergehen kann. Allerdings hat die Pandemie diese Entwicklung beschleunigt. So stieg die Staatsverschuldung in den Schwellenländern im vergangenen Jahr um zehn Prozentpunkte auf 64 % des BIP und in den Entwicklungsländern um sechs Prozentpunkte auf 49 % des BIP.

### Bereits vor Corona Trend zu steigender Staatsverschuldung

Staatsverschuldung, % des BIP



Quellen: Macrobond, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

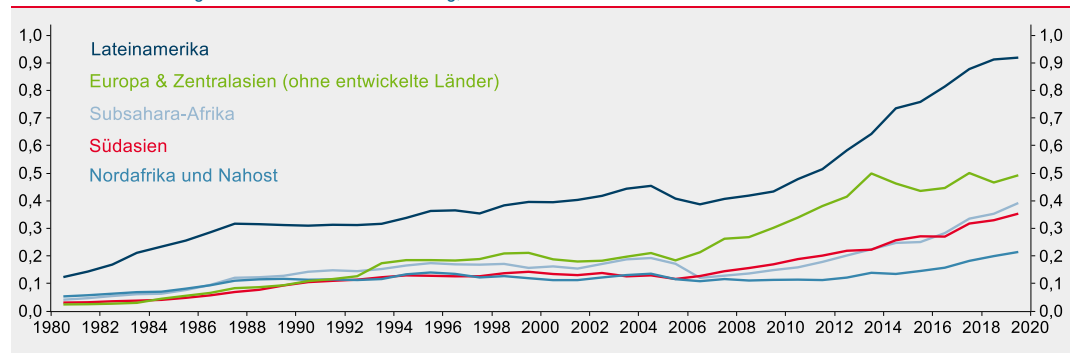
Achillesferse  
Auslandsverschuldung

Zum Problem ist insbesondere der starke Anstieg der Auslandsverschuldung geworden. Um von den niedrigen Zinsen in den Industrieländern und der Suche von Investoren nach Rendite zu profitieren, haben auch ärmere Länder seit etwa zehn Jahren verstärkt Kredite in Fremdwährung aufgenommen.



## Hauptproblem steigende Auslandsverschuldung

Staatliche und staatlich garantierte Auslandsverschuldung, Billionen US-Dollar



Quellen: Macrobond, Weltbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Pandemie legt Schuldenproblematik schonungslos offen

So lange ausreichend Währungsreserven vorhanden waren, war die Auslandsverschuldung kein Problem. Doch schon in den letzten Jahren warnten IWF und Weltbank vor einer weiteren Zunahme der Verschuldung und steigenden Risiken für die Schuldentragfähigkeit. Ausgelöst durch die Corona-Pandemie sind im vergangenen Jahr auch zahlreiche Schwellen- und Entwicklungsländer in eine Rezession gerutscht. Steuereinnahmen und Exporterlöse brachen weg und machen es für viele der ärmsten Länder unmöglich, ihren Schuldendienst aufrechtzuerhalten. Im Mai des vergangenen Jahres haben deshalb die G20-Staaten die „Debt Service Suspension Initiative“ aufgelegt, um Niedrigeinkommensländer, deren Staatsfinanzen durch Corona in Schieflage geraten sind, bis Ende 2020 vom Schuldendienst zu befreien.

Diese Initiative wurde zunächst bis Mitte 2021 und dann bis zum 15. Oktober 2021 verlängert. Im Herbst hatte Weltbankpräsident David Malpass signalisiert, dass dies nicht ausreichend sei und Schuldenerleichterungen ins Spiel gebracht. Daraufhin haben die G20 ein Rahmenwerk für Schuldenerleichterungen definiert, das von IWF und Weltbank gebilligt wurde. Auf dieser Grundlage haben mittlerweile Tschad, Äthiopien und Sambia um Schuldenerlass gebeten. Über 70 Länder sind zur Teilnahme berechtigt, von denen einige sehr wahrscheinlich ebenfalls um Schuldenerleichterung bitten werden. Zuletzt waren von den 69 ärmsten Ländern 7 bereits im Zahlungsausfall. 29 weitere vom IWF als „at high risk of debt distress“ klassifiziert, 23 „at moderate risk“ und nur 10 „at low risk“. Dies zeigt, dass die Bewertung der Schuldentragfähigkeit eine länderspezifische Herangehensweise erfordert. Maßnahmen wie Umschuldungen, IWF-Programme und Reformen müssen vor allem in den Ländern ergriffen werden, in denen der Schuldendienst besonders hoch ist.

## Zweiteilung Schwellenländer – Entwicklungsländer

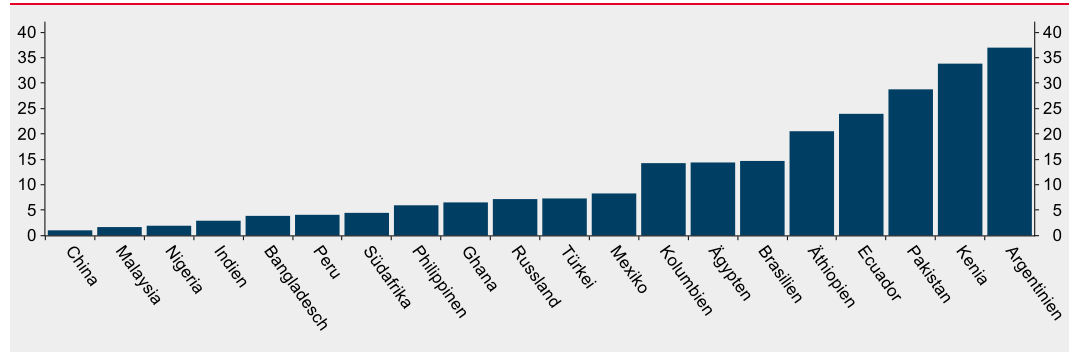
In den großen Schwellenländern Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika ist der Schuldendienst in Fremdwährung beherrschbar. Die höchste Quote weist hier Brasilien mit fast 15 % auf. Neben Argentinien sind es vor allem die ärmsten Länder wie Kenia, Pakistan, Ecuador und Äthiopien in denen schon vor der Pandemie mindestens 20 % der Exporterlöse für den Schuldendienst des Staates aufgewendet werden mussten. Der Corona-Schock hat in den meisten Ländern zu rückläufigen Exporteinnahmen geführt und somit den Aufwand für den Schuldendienst weiter erhöht.

Während gefährdete Schwellenländer auf IWF-Programme zurückgreifen, werden für die Entwicklungsländer auf der diesjährigen IWF-Frühjahrstagung Schuldenschnitte diskutiert. Damit stellt sich die Frage, wer an einer solchen Restrukturierung beteiligt werden soll. Die meisten der für einen solchen Schuldenschnitt in Frage kommenden Länder befinden sich in Subsahara-Afrika. Eine genauere Analyse zeigt, dass die Länder dieser Region ihre Kredite zumeist bei offiziellen Gläubigern (IWF, Weltbank, Staaten) aufgenommen haben. Um eine wirksame Reduzierung der Schuldenlast und damit des Schuldendienstes zu erreichen, müsste diese Gruppe wahrscheinlich die Hauptlast stemmen. Kredite von Weltbank und IWF haben aber ohnehin nur eine geringe Verzinsung. Deshalb

fordert das von der G20 vorgeschlagene Rahmenwerk zur Schuldenreduzierung eine „faire Lastenverteilung aller Gläubiger“. Einige private Gläubiger dürften sich der Initiative anschließen. Die Beteiligung von Anleihegläubigern ist allerdings ungewiss, da die Länder negative Konsequenzen auf ihre Kreditratings befürchten.

### Vor allem die ärmsten Länder ächzen unter dem Schuldendienst

Staatlich und staatlich garantierter Schuldendienst, % der Exporte, 2019



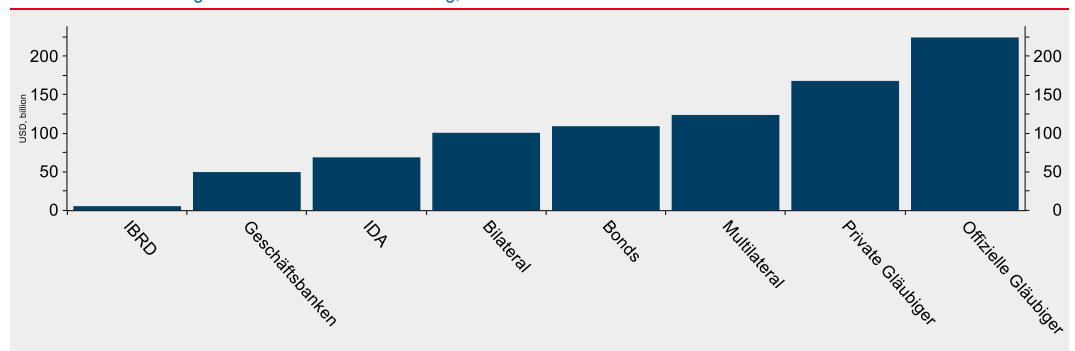
Quellen: Macrobond, Weltbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

Umschuldung mit  
Auswirkungen auf  
Kreditwürdigkeit

Unmittelbar nach der Ankündigung Äthiopiens, einen Schuldenerlass im Rahmen der G20-Initiative verhandeln zu wollen, haben Ratingagenturen die Kreditwürdigkeit des Landes unter Verweis auf eine mögliche Beteiligung von Anleihegläubigern herabgestuft. Auch wenn Äthiopien wegen der geringen Bedeutung seiner Anleihe (eine Milliarde US-Dollar, entspricht ca. 4 % der äthiopischen Auslandsverschuldung) eine Beteiligung der Kapitalmärkte sehr wahrscheinlich vermeiden kann, hat dies andere Länder abgeschreckt. So hat Kenia angekündigt, nicht vom G20-Rahmenwerk Gebrauch machen zu wollen und stattdessen beim IWF ein Programm beantragt. Die Tatsache, dass mit Äthiopien, Tschad und Sambia bereits drei Länder auf den G20-Umschuldungsvorschlag zurückgegriffen haben zeigt, dass die Initiative trotz der Angst vor negativen Auswirkungen an den Märkten genutzt wird. Die Teilnahme weiterer Länder ist daher durchaus möglich.

### Die meisten Kredite wurden Subsahara-Afrika von offiziellen Gläubigern gewährt

Staatliche und staatlich garantierte Auslandsverschuldung, Billionen US-Dollar



Quellen: Macrobond, Weltbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

IWF will Schuldenerlass  
mit Nachhaltigkeit  
verbinden

Auf der Jahrestagung von IWF und Weltbank Anfang April nahm die Schuldenerleichterung für Subsahara-Afrika daher einen wichtigen Platz ein. Ein neuer Ansatz soll Schuldenerleichterungen mit Nachhaltigkeit verbinden. Beide Institutionen planen eine Plattform, um arme Länder bei der Finanzierung von Klima- und Naturschutzaktivität zu beraten. Im Gegenzug für ein klares Bekenntnis zum Klimaschutz sollen bedeutende Schuldenerleichterungen gewährt werden. Im Prinzip funktioniert das wie bei HIPC und MDRI, deren Ziel es war, durch Schuldenerlasse Ressourcen für die Armutsbekämpfung zu mobilisieren. Jetzt sollen die freigesetzten Ressourcen dem Kampf gegen den Klimawandel gewidmet werden.

Unabhängig davon, ob die Länder auf IWF-Programme zurückgreifen, nur am G20-Programm zur Aussetzung des Schuldendienstes teilnehmen oder einen Schuldenschnitt erhalten, dürften die Auswirkungen auf die Finanzmärkte begrenzt sein. Mit Ghana (5 Mrd. US-Dollar-Anleihen 2021) und Kenia (12,4 Mrd. US-Dollar-Anleihen bis Juni 2022) planen die ersten Entwicklungsländer ihre Rückkehr an den internationalen Kapitalmarkt. Das Beispiel Argentinien zeigt, dass Kapitalmärkte manchmal ein eher kurzes Gedächtnis haben: 2016 gelang eine Übereinkunft mit Hedge-Fonds über ausstehende Schulden, die seit 2001 nicht bedient wurden. Noch im gleichen Jahr gelang dem Land mit der Platzierung von Anleihen über 16,5 Mrd. US-Dollar eine spektakuläre Rückkehr an den internationalen Kapitalmarkt.

## Fazit

Die sehr heterogene Lage von Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländern bedeutet, dass es den einen Königsweg für den Umgang mit der hohen Staatsschuld nicht gibt. Klar ist, dass uns das Problem auf absehbare Zeit beschäftigen wird – Schulden sind leicht gemacht, aber schwer wieder loszuwerden.

In den Industrieländern werden die neuen, erheblich höheren, Schuldenstände wohl zu einem guten Teil „neue Normalität“ werden. Die Frage nach einer kritischen Grenze bei der Staatsschuld wird dabei nicht erst seit den Arbeiten von Ken Rogoff und Carmen Reinhart kontrovers diskutiert. Das Beispiel Japan mit einem Schuldenstand von aktuell rund 260 % am BIP zeigt aber, dass länderspezifische Faktoren eine erhebliche Rolle spielen und eine simple Aussage wie „Ab x % wird es zu einem Problem, vorher ist alles in Ordnung!“ zu kurz greift.

Unsere Schlussfolgerung, dass die Tragfähigkeit der Schulden in den Industrieländern in den kommenden Jahren wegen des Einsatzes der Notenbanken und des Niedrigzinsumfelds wohl grundsätzlich gegeben sein wird, darf nicht über die potenziellen Gefahren hinwegtäuschen. Ein weiter steigender öffentlicher Schuldenstand und zunehmende Interventionen der Notenbanken bringen immer größere Risiken und Nebenwirkungen. Selbst wenn nur der Status quo für einen längeren Zeitraum zementiert wird, wäre dies nicht unproblematisch: Das Negativ-/Niedrigzinsumfeld schädigt das traditionelle Bankgeschäft und die Liquiditätsflut fördert mögliche Blasen an den Finanz- oder Immobilienmärkten. „Garantiert“ niedrige Zinsen stützen „Zombie-Unternehmen“ und führen zu Sorglosigkeit. Der Anreiz für die Anleger wächst, auf der Suche nach Rendite ins Risiko zu gehen, auch wenn sie dies im Detail nicht immer überschauen.

Neben diesen konkreten Gefahren für die Finanzstabilität nehmen auch die Inflationsrisiken zu. Wenn sich die Geldpolitiker aus Rücksicht auf die Lage der öffentlichen Finanzen veranlasst sehen, merklich steigende Teuerungsraten zu ignorieren, könnten ihnen diese „davonlaufen“, wie in den 1960er und 1970er Jahren. Dies würde unter anderem spürbare und potenziell unerwünschte Verteilungseffekte mit sich bringen. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass ein einmal ins Laufen gekommener Inflationsprozess nur unter sehr hohen Kosten wieder gestoppt werden kann.

Schließlich ist die Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden zwar aus heutiger Sicht wahrscheinlich, aber keineswegs gesichert. Bleibt eine nennenswerte Rückführung des Schuldenstands aus, dann wird ein neuerlicher Sprung nach oben in der – unvermeidbaren – nächsten Krise bereits von einem Rekordniveau ausgehen. Gleichzeitig häufen die Regierungen zusätzlich erhebliche und nicht in den offiziellen Schuldenzahlen verbuchte Pensionsverbindlichkeiten an.

Ökonomen streiten über die Ursachen des Niedrigzinsumfelds. Wenn wir aber nicht wirklich wissen, warum die Zinsen aktuell so niedrig sind, dann ist die Unsicherheit darüber, wie lange es so bleibt, naturgemäß erheblich. Jetzt einfach nach der Devise „Es kostet ja nichts!“ immer mehr Schulden zu machen, wäre daher grob fahrlässig. Ein – zum Beispiel im Zusammenhang mit höherer Inflation oder aus demografischen Gründen einsetzender – spürbarer Anstieg des Zinsniveaus würde in vielen Industrieländern zu erheblichen Problemen führen. Wenn eine komplette oder weitgehende Monetisierung der Staatsschulden nicht als gangbare Alternative gesehen wird, blieben dann nur noch

die Auswege einer äußerst schmerzhaften Konsolidierung oder einer Umschuldung. Bei der Aufnahme neuer Schulden gilt es daher heute mehr denn je, auf die wachstumsfördernde Wirkung ihres Verwendungszwecks zu achten.

Anders als Industrieländer können Schwellen- und Entwicklungsländer wegen der hohen Auslandsverschuldung, das allermeiste davon in Fremdwährung, nicht einfach ihre Notenbanken um Unterstützung bitten. Vom IWF begleitete Reformen werden für überschuldete Schwellenländer die erste Wahl sein. Die ärmsten Länder werden Schuldenerlasse erhalten. Ist damit in Zukunft eine neue Überschuldungswelle ausgeschlossen? Der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass das nicht unbedingt der Fall sein muss. Während viele große Schwellenländer tatsächlich ihre Lehren gezogen haben und jetzt besser aufgestellt sind als zu Zeiten der großen Asienkrise vor über 20 Jahren, sind die Entwicklungsländer im letzten Jahrzehnt erneut in die Schuldenfalle getappt. Ähnliches ist auch in Zukunft denkbar. Zu verlockend scheinen die Kreditangebote, die sich gerade auch aufgrund der Suche von Investoren nach Rendite im allgemein vorherrschenden Niedrigzinsumfeld in Industrieländern wieder ergeben werden. Gut denkbar, dass auf Schuldenerlasse in den kommenden Jahren eine erneute Schuldenrally folgen wird. Mechanismen, das internationale Finanzsystem so auszurichten, dass dies effektiv verhindert werden kann, wurden auf der IWF-Frühjahrestagung nicht besprochen. ■