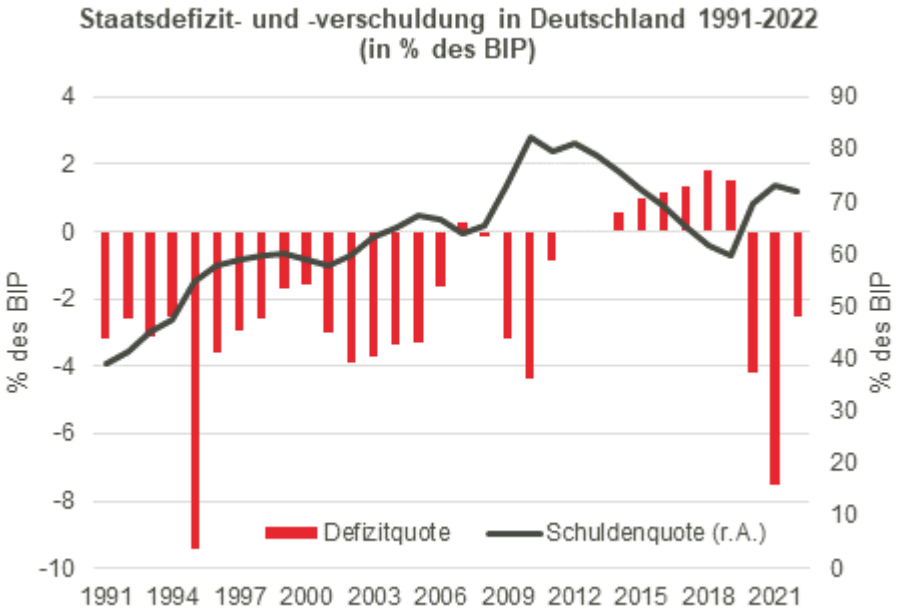
10. September 2021

STAATSVERSCHULDUNG JENSEITS VON CORONA

Der im Jahr 2009 neu gefasste Artikel 109 Abs. 3 des Grundgesetzes sieht vor, dass die öffentlichen Haushalte in Deutschland prinzipiell ohne staatliche Kreditaufnahme auskommen. Abhängig vom Auslastungsgrad der Wirtschaft sind für Bund und Länder Abweichungen möglich, die allerdings symmetrisch sein sollen: Überschüsse in guten Zeiten, Defizite in schlechten. Diese „Konjunkturkomponente“ soll eine zyklusverstärkende Wirkung der Finanzpolitik verhindern und insbesondere auch die Funktionsfähigkeit der automatischen Stabilisatoren sicherstellen. In Artikel 115 GG wird dem Bund darüber hinaus ein moderates strukturelles Defizit bis zu einer Höhe von 0,35 Prozent des BIP zugebilligt. Diese „Schuldenbremse“, die den Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt auf nationaler Ebene umsetzt, gilt nach einer Übergangsphase für den Bund seit 2016, für die Länder seit 2020. Sie ist vielleicht nicht der Hauptgrund für die erfolgreiche Rückführung der Staatsschuldenquote in den 2010er Jahren in Deutschland, dafür dürften das günstige Wachstumsumfeld und niedrige Zinskosten entscheidend gewesen sein. Doch die Verschärfung der Fiskalregeln hat mit hoher Wahrscheinlichkeit geholfen, die politischen Begehrlichkeiten in Schach zu halten (siehe Darstellung 1).



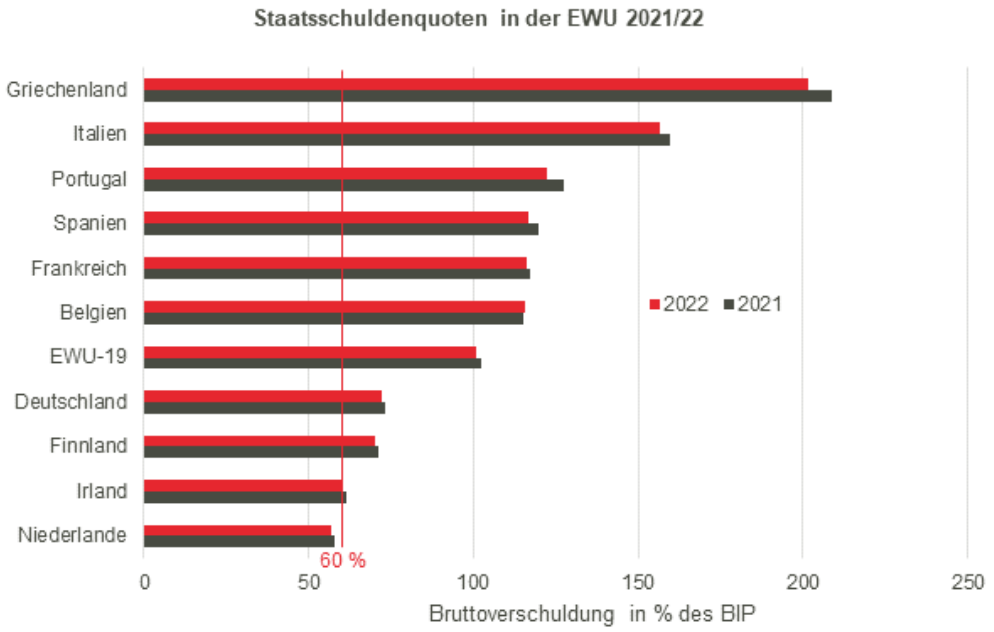
Darstellung 1: Staatsdefizit und -verschuldung in Deutschland in % des BIP, Quelle: Refinitiv Datastream, Prognosen: EU-Kommission

Als Reaktion auf die Corona-Krise und den Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität im Frühjahr 2020 wurde die Schuldenbremse ausgesetzt, um finanzpolitischen Spielraum für die Begrenzung der Schäden und die Bewältigung der Krise zu erhalten. Die budgetären Folgen sind allerdings enorm: Einnahmeausfälle und Mehrausgaben dürften nach Schätzungen der EU-Kommission dafür sorgen, dass die Verschuldung des deutschen Staates innerhalb von zwei Jahren um rund ein halbe Billion Euro auf fast 2,6 Billionen Euro oder 73 Prozent des Bruttoinlandsprodukts anschwellen wird. Die Masse der zusätzlichen Verschuldung, etwa 400 Mrd. Euro, entfällt auf den Bund, dessen Schuldenstand Ende 2021 gut 1.400 Mrd. Euro erreichen dürfte. Allein für 2021 sieht der Bund ein Haushaltsdefizit von rund 240 Mrd. Euro vor – fast 200 Mrd. Euro höher als die „regelgerechte“ Kreditobergrenze.

Für das Haushaltsjahr 2022 plant die schwarz-rote Bundesregierung eine Nettokreditaufnahme von knapp 100 Mrd. Euro. Die Ausnahmeregelung wurde nochmals verlängert. Doch angesichts der fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung dürfte sich die Anwendung der Schuldenbremse nicht noch weiter aufschieben lassen: Ab 2023 schlägt dann die Stunde der Wahrheit, denn mit einer Kreditobergrenze von rund 15 Mrd. Euro (Plan 2023) lassen sich vermutlich keine großen Sprünge machen – und einige Wahlversprechen nur schwer einhalten. Zudem schränkt die Verpflichtung zur Tilgung der Corona-Schulden den Kreditspielraum in den Folgejahren weiter ein - zunächst nur moderat, ab 2026 aber, den Tilgungsplänen zufolge, mit voraussichtlich mehr als 20 Mrd. Euro jährlich.

Wiederaufbauprogramm erleichtert Konsolidierung in den hochverschuldeten EWU-Ländern

Was für Deutschland gilt, gilt in verschärfter Form für viele andere Länder der EWU. Die Regeln des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts bleiben 2022 ausgesetzt, werden aber vermutlich – das ist die derzeitige Planung der EU-Kommission – ab 2023 wieder bindend sein. Angesichts der teils sehr hohen, stark gestiegenen Verschuldung könnte den Staaten des Euroraums damit eine lange Phase der Konsolidierung ins Haus stehen. Nach den überarbeiteten Haushaltsregeln von 2011 müssten die EU-Staaten jährlich ein Zwanzigstel der Verschuldung oberhalb der Verschuldungsgrenze von 60 Prozent abbauen. Für ein Land wie Italien, wo die Schuldenquote an 160 Prozent heranreicht, würde das eine Rückführung der Quote um jährlich 5 Prozentpunkte erforderlich machen (siehe Darstellung 2).



Darstellung 2: Staatsschuldenquoten in der EWU; Quelle: Refinitiv Datastream, Prognosen: EU-Kommission

Gemildert werden die Vorgaben allerdings durch den Zufluss von Mitteln aus dem europäischen Wiederaufbauprogramm („NextGeneration EU“). Aus der Wiederaufbau- und Resilienzfazilität werden den EU-Staaten über die nächsten Jahre gut 312 Mrd. Euro an Zuschüssen und bis zu 360 Mrd. Euro an Darlehen zur Verfügung gestellt, die vor allem Strukturreformen und Investitionen (insb. digitale Infrastruktur, Klimawandel) unterstützen sollen. Zielgerecht und effizient eingesetzt können diese Gelder dafür sorgen, dass der Konsolidierungszwang nicht zulasten der öffentlichen Investitionen und damit zulasten des künftigen Wirtschaftswachstums geht.

Überlegungen zur Lockerung der Schuldenbremse

Allerdings gibt es auch Bestrebungen, die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts bzw. der Schuldenbremse zu lockern. Die deutsche Politik, einschließlich des sozialdemokratisch geführten Finanzministeriums, ist keinesfalls frei von Bemühungen, die Schuldenbremsen zu „reformieren“ oder zu umschiffen. In den meisten europäischen Hauptstädten würde eine deutsche Regierung damit vermutlich offene Türen einrennen; in Deutschland wäre eine Lockerung aufgrund der Verfassungsvorgaben vermutlich diffiziler. Im Grund gäbe es drei Ansätze: Erstens lassen sich die Ausführungsbestimmungen modifizieren, beispielsweise hinsichtlich der Messung der Konjunkturkomponente. Diese sind als einfache Gesetze gefasst und durchaus nicht über jede Kritik erhaben. Ein zweiter Ansatz wäre die Ausgliederung von Aktivitäten aus dem Bundeshaushalt, beispielsweise in einen ominösen „Deutschlandfonds“. Allerdings müsste ein solcher Fonds politisch unabhängig sein, um nicht dem Staatssektor zugerechnet zu werden, was die politische Attraktivität vermindert und demokratische Kontrolle beschränkt. Aber selbst CDU-Kanzlerkandidat Laschet hat vor einiger Zeit Sympathien für einen solchen Fonds durchblicken lassen – wenngleich das CDU-Wahlprogramm von einer Aufweichung der Schuldenbremse nichts wissen will. Ein dritter Ansatz setzt auf der europäischen Ebene an, beispielsweise durch Übertragung haushaltspolitischer Kompetenzen an die EU oder in Form eines über den Kapitalmarkt gehebelten EU-Fonds. SPD und Grüne denken recht stark in diese Richtung, die CDU lehnt dies ab.

Demografie wird zunehmend zur Belastung für den Staatshaushalt

Die Politik sollte es sich aber zweimal überlegen, bevor sie an der Schuldenbremse schraubt. Die deutsche Staatsverschuldung mag im internationalen Vergleich moderat erscheinen, doch die Demografie – das Ausscheiden der „Baby-Boomer“ aus dem Arbeitsleben und die mit der Alterung dieser Generation verbundenen Lasten für Kranken- und Pflegeversicherungen – wird den Fiskus in den kommenden Jahren zunehmend belasten. Die Stiftung Marktwirtschaft unter Leitung des Freiburger Sozialversicherungsexperten Bernd Raffelhüschen legt regelmäßig Berechnungen zur „Generationenbilanz“ vor. Diese zeigt nicht nur die explizite öffentliche Verschuldung, sondern rechnet die impliziten Leistungsversprechen des Staates auf Basis demografischer Vorhersagen und bestehender Einnahmen- und Ausgabenstrukturen in eine implizite Verschuldung um. Explizite und implizite Verschuldung zusammen bilden die „Nachhaltigkeitslücke“. Die Berechnungen zeigen über die Corona-Jahre einen massiven Anstieg dieser Nachhaltigkeitslücke um fast 200 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, von 236 Prozent (Szenario 2020 ohne Corona-Krise) auf aktuell 439 Prozent des BIP (Quelle: Stiftung Marktwirtschaft, Update 2021 Generationenbilanz, Pressemitteilung vom 12. August 2021). Neben der verschlechterten Wirtschaftslage haben dazu, so Raffelhüschen, vor allem die zahlreichen Hilfs- und Unterstützungsmaßnahmen beigetragen, die die Haushalte noch lange belasten werden. Raffelhüschen kritisiert aber auch die jüngste Pflegereform und die ungebremst wachsenden Versorgungsansprüche der Beamten, die vor allem in den westlichen Bundesländern in den kommenden Jahren immer stärker zu Buche schlagen werden. Und anders als in den 2010er Jahren dürften sinkende Zinskosten künftig keine wesentliche Entlastung mehr bringen.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF AG wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

MARKTÜBERSICHT
10.09.2021

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	4194,1	-0,2	-0,1	18,1
DAX 30	15677,1	-0,7	-1,0	14,3
CAC 40	6703,6	0,2	0,3	20,8
FTSE 100	7043,5	-1,3	-1,1	9,0
SMI	12143,3	-1,7	-2,2	13,5
S&P 500	4493,3	-0,9	-0,7	19,6
Nasdaq Comp.	15248,3	-0,8	-0,1	18,3
Nikkei 225	30381,8	4,3	8,2	10,7
CSI 300	5013,5	3,5	4,3	-3,8
Hang Seng	26205,9	1,2	1,3	-3,8

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	-0,5	0	0	0
US Federal Funds *)	0,125	0	0	0
SNB Sichteinlagen	-0,75	0	0	0

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	-0,34	0,02	0,04	0,23
US T-Note 10 J.	1,33	0,00	0,02	0,41
Schweiz 10 J.	-0,28	0,05	0,04	0,27

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,1835	-0,4	0,2	-3,1
EUR in GBP	0,8531	0,5	0,6	4,8
EUR in CHF	1,0858	0,0	-0,5	-0,4
US-Dollar Index **)	92,434	0,4	-0,2	2,8

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US$/oz.)	1796,2	-1,7	-1,0	-5,4
Rohöl/Brent (US$/b.) ***)	72,51	-0,1	-0,7	40,0

Letzte Aktualisierung: 10.09.2021 12:18

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % (%) bzw. in Prozentpunkten (Pp); *) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes (± 0,125 Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***) Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

WICHTIGE INFORMATION

Die vorliegende Publikation (nachfolgend: „Publikation“) darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Die Publikation ist nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf insbesondere nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Die Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Die Publikation wurde durch die ODDO BHF erstellt und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Die Publikation wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in der Publikation enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.
Weder die Publikation noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere berücksichtigt die Publikation nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in der Publikation Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Die Publikation enthält Informationen, welche die ODDO BHF für verlässlich hält, für deren Verlässlichkeit die ODDO BHF jedoch keine Gewähr übernehmen kann. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in der Publikation genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in der Publikation nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in der Publikation angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner oder info.frankfurt@oddo-bhf.com.

Alle innerhalb der Publikation genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen der Publikation sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.
Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main. Die ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.