



MACROECONOMIC *view*

12. April 2024



Bruno Cavalier
Chefökonom - ODDO BHF

Die Wahrheitsstunde der Staatsschulden



KEY HIGHLIGHTS:

- Die Ära der ultraniedrigen Zinssätze ist vorbei und die Refinanzierung der Schulden ist wieder sehr kostspielig
- Die durchschnittliche Staatsverschuldung der fortgeschrittenen Volkswirtschaften liegt inzwischen bei über 110% des BIP
- Dies bedeutet, dass die Finanzpolitik unverzüglich neu ausgerichtet werden muss, um die Defizite zu verringern
- Je länger solche Anpassungen aufgeschoben werden, desto größer ist das Risiko negativer Marktreaktionen
- In Frankreich, Italien und den Vereinigten Staaten besteht mittelfristig ein erhebliches Risiko, dass die Verschuldung abrutscht.

Wirtschaftskrisen hinterlassen ein Erbe von hoher Staatsverschuldung. Expansionsphasen sollten von den Regierungen als Chance genutzt werden, um ihre Schulden abzubauen und wieder etwas Spielraum in ihren öffentlichen Finanzen zu schaffen. Das ist leichter gesagt als getan. Schauen wir uns an, was nach den Letzten beiden großen Krisen geschehen ist.

Nach der globalen Finanzkrise von 2008-2009 stieg die öffentliche Schuldenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften um 26 Prozentpunkte des BIP auf durchschnittlich fast 100%. In den folgenden zehn Jahren ging sie nicht mehr zurück, mit einigen wenigen Ausnahmen wie Deutschland. In den Jahren nach dem Schock blieb das Wirtschaftswachstum schleppend. Dies gefährdete jedoch nicht die Tragfähigkeit der Schulden, da die Zinssätze von den Zentralbanken niedrig gehalten wurden.

Im Jahr 2020 mussten die Volkswirtschaften wegen der Pandemie stillgelegt werden. Die daraus resultierenden Einkommensverluste im privaten Sektor wurden mit öffentlichen Geldern ausgeglichen. Die Staatsschuldenquote stieg erneut um 19 Punkte an. Glücklicherweise war die Erholung dieses Mal stark und schnell, vielleicht zu schnell, denn sie löste einen Inflationsschub aus. Für die

Regierung ist die Inflation wie eine Steuer - angeblich weniger schmerzhaft als die direkte Besteuerung -, die es leichter macht, Ausgabensteigerungen zu bewältigen. Sie ist jedoch keine langfristige 'Lösung'.

Insgesamt hat der Aufschwung die Hälfte des Anstiegs der Schulden ausgeglichen. Die Schuldenquote wurde von 123% auf ihrem Höchststand im Jahr 2020 auf 112% im Jahr 2023 gesenkt. Sie bleibt damit höher als nach der globalen Finanzkrise. Um dem Inflationsschock entgegenzuwirken, wurde zudem die Geldpolitik gestrafft, was die Zinsen in die Höhe trieb. Es ist an der Zeit, Bilanz zu ziehen.

Wie sehen die wirtschaftlichen Bedingungen für 2024 aus?

Insgesamt hat sich das Wachstumstempo normalisiert. Die Inflation hat sich von ihren Spitzenwerten entfernt und ist, zumindest in Europa, nicht mehr sehr weit vom 2%-Ziel entfernt. Die Geldpolitik wird wahrscheinlich weniger restriktiv sein, aber eine Rückkehr zu extrem niedrigen Zinsen ist nicht in Sicht. **Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich die Faktoren, die für die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung ausschlaggebend sind, im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie verändert haben.**



Erstens hat sich die Haushaltslage der fortgeschrittenen Volkswirtschaften verschlechtert, da die europäischen Regierungen nach der Reaktion auf die Pandemie auch versucht haben, die Energiekrise im Jahr 2022 zu entschärfen. Da wir eine alternde Gesellschaft sind, wird der Wohlfahrtsstaat teurer, und das Potenzial für wirtschaftliche Aktivitäten nimmt ab. Außerdem leben wir in einer Welt, die von geopolitischen Spannungen geprägt ist, die eine Erhöhung der Verteidigungsausgaben erforderlich machen. Nach Angaben des IWF hat sich das Haushaltsdefizit der fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf ein Rekordniveau von 10 % des BIP im Jahr 2020 ausgeweitet. Im Jahr 2023 wird es im Durchschnitt immer noch über 5% liegen, doppelt so hoch wie vor der Pandemie.

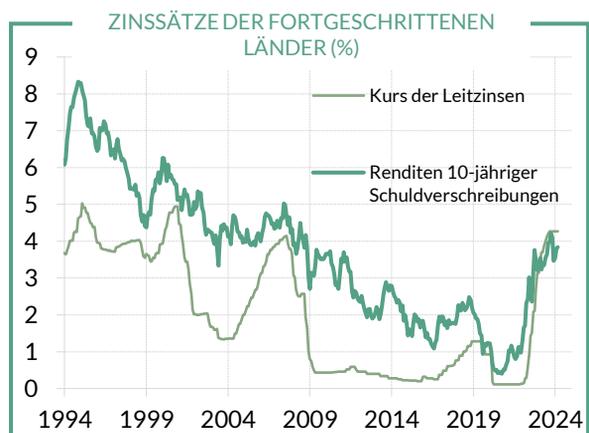
Zweitens muss bei der Planung künftiger Haushalte der Anstieg der staatlichen Kreditzinsen berücksichtigt werden, die so hoch sind wie seit mehr als einem Jahrzehnt nicht mehr (Grafik). Kurzfristig werden die Auswirkungen auf den Schuldendienst bescheiden sein, da die Staatsschulden eine durchschnittliche Laufzeit von etwa sieben Jahren haben, aber die Kosten werden im Laufe der Zeit steigen. Mit dem Anstieg des Schuldendienstes werden öffentliche Mittel von der produktiven Verwendung abgezogen, was dem künftigen Wachstum schadet.

Das Hauptrisiko für das Schuldenmanagement besteht darin, dass die Zinssätze langfristig höher sind als das Wirtschaftswachstum, da dies zu einem Schneeballeffekt führen könnte. In einem solchen Szenario steigen die Steuereinnahmen weniger schnell als die Zinslasten auf die bestehenden Schulden. Dies ist in den europäischen Ländern bei weitem nicht der Fall, aber es ist ein Risiko, das man in Betracht ziehen sollte.

Wenn der Zinssatz und die Wachstumsrate gleich wären, bestünde der Weg zur Stabilisierung der Schuldenquote darin, dass die Regierungen ihre Haushalte so ausgleichen, dass die Ausgaben ohne Zinslasten durch Steuern gedeckt sind. Während es bei Privatpersonen üblich ist, ihren Haushalt im Laufe der Zeit auszugleichen, ist dies bei Regierungen, die an einen leichten Zugang zu Schulden gewöhnt sind, weniger üblich. Für entwickelte Länder würde eine solche Anstrengung mehrere Punkte des BIP ausmachen. Je länger diese Anpassung hinausgezögert wird, desto größer und weniger glaubwürdig wird sie.

Unter diesen Bedingungen wird sich die Kontrolle durch Aufsichtsbehörden, Rating-Agenturen und Finanzmärkte verschärfen. Im Jahr 2022 sah sich das Vereinigte Königreich mit einer Mini-Haushaltskrise konfrontiert, weil seine Finanzpolitik als zu riskant angesehen wurde. Letztes Jahr wurde die Kreditwürdigkeit Frankreichs herabgestuft, und die jüngsten Enthüllungen über das Abrutschen des Defizits im Jahr 2023 haben Befürchtungen über eine entsprechende Sanktion in naher Zukunft aufkommen lassen. In diesem Jahr setzt die EU ihre Haushaltsregeln wieder in Kraft, und ein Dutzend Länder, darunter Frankreich und Italien, müssen sich dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (EDP) stellen. In den Vereinigten Staaten hat der Direktor des Congressional Budget Office (CBO), des parteiübergreifenden Gremiums, das für mittelfristige Haushaltsprognosen zuständig ist, die Entwicklung der Bundesverschuldung als beispiellos bezeichnet. Doch keiner der beiden Präsidentschaftskandidaten scheint sich darüber Gedanken zu machen.

Die Regierungen können entweder den Status quo beibehalten und riskieren, von den Märkten hart angegriffen zu werden, oder einen mehrjährigen Konsolidierungsplan aufstellen. Die Schwierigkeit besteht darin, die richtige Balance zu finden, damit diese Anpassung das Wachstum kurzfristig nicht zu stark belastet und gleichzeitig glaubwürdig bleibt. In jedem Fall müssen wir darauf vorbereitet sein, mit einem sehr engen Haushaltsrahmen zu leben.



Quelle : Thomson Reuters, ODDO BHF



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge und unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der ODDO BHF SE nur zu Informationszwecken erstellt. Darin enthaltene Äußerungen basieren auf den Markteinschätzungen und Meinungen der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Diese können sich abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Weder dieses Dokument noch eine in Verbindung damit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Etwaig dargestellte Einzelwerte dienen nur der Illustration. Einzelne Aussagen sind weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung durch hierfür qualifizierte Personen zu ersetzen. Bevor in eine Anlageklasse investiert wird, wird dringend empfohlen, sich eingehend über die Risiken zu erkundigen, denen diese Anlageklassen ausgesetzt sind, insbesondere über das Risiko von Kapitalverlusten.

ODDO BHF SE - Gallusanlage 8 · 60323 Frankfurt am Main · Postanschrift: 60302 Frankfurt am Main · www.oddo-bhf.com Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) · Grégoire Charbit · Joachim Häger · Christophe Tadié · Benoit Claveranne · Monika Vicandi · Vorsitzender des Aufsichtsrats: Werner Taiber · Sitz: Frankfurt am Main. Registergericht und Handelsregister Nummer: Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 73636 USt-IdNr. DE 814 165 346 · BIC/SWIFT BHFDEFF500 - www.oddo-bhf.com