



Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Ausgewählte Zahlen zur Einleitung

Die europäische Statistikbehörde (Eurostat) hat jüngst die finalen Staatsschuldenquoten der Euro-Mitgliedsländer für das Jahr 2018 veröffentlicht. Es gab keine großen Überraschungen: Die Staatsschuldenquoten zeigen in den letzten Jahren eher eine sich verbessernde als eine sich verschlechternde Tendenz. Das Niveau bleibt aber in vielen Staaten hoch. Die Euro-Zone insgesamt weist eine Schuldenquote von knapp über 85 % des BIP aus. Der Höchststand lag im Jahr 2014 bei 92 %. In den letzten fünf Jahren konnte somit eine Senkung von sieben Prozentpunkten erreicht werden. Im vergangenen Jahr haben sich nur die Schuldenquoten von drei Euro-Ländern verschlechtert: Zypern, Italien und Griechenland.

Nominales BIP-Wachstum, die effektive Zinslast des Staates sowie die Primärbilanz sind die entscheidenden Treiber der Schuldenquote. Sie bestimmen die Schuldentragfähigkeit, bzw. ob eine Senkung der Quote möglich ist. Zwischen 2014 und 2018 sind die Volkswirtschaften der Euro-Zone im Schnitt um 1,9 % gewachsen – insgesamt eine Zunahme um 8,5 % real. Gleichzeitig hat sich die effektive Zinslast dank der EZB-Zinspolitik und der Aufkaufprogramme deutlich reduziert. Demnach war von einer grundsätzlichen Senkung der Schuldenquoten auszugehen, auch wenn die Länder oftmals keine ambitionierten fiskalischen Sparmaßnahmen umgesetzt haben. Deshalb wäre aufgrund der konjunkturellen Rahmenbedingungen sogar mit einem deutlich größeren Rückgang zu rechnen gewesen. Denn nominal sind das Euro-BIP und damit der Nenner der Schuldenquote über diesen Zeitraum um fast 14 % angestiegen. Alleine durch diese Erhöhung hätte die Schuldenquote der Euro-Zone um 12 Prozentpunkte von 92 % auf 80 % sinken müssen, allerdings nur, wenn die Staaten über Jahre kein Haushaltsdefizit und damit keine Neuverschuldung generiert hätten.

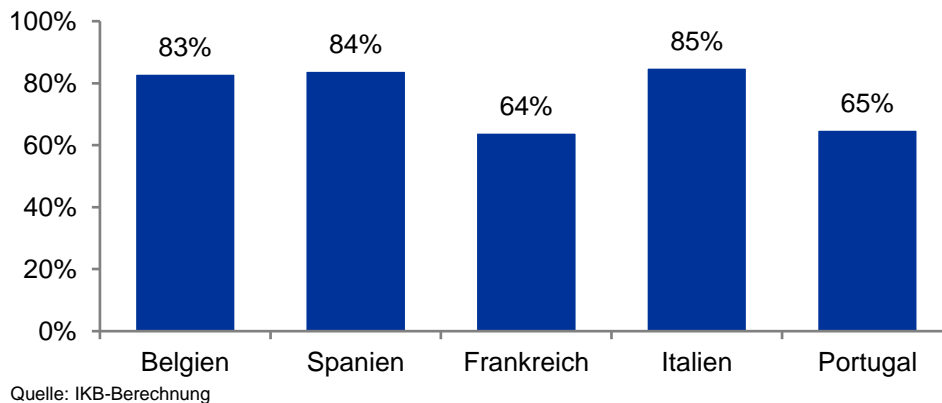
Wer oder was treibt die Schuldenquoten: Brüssel, Frankfurt oder die allgemeine Konjunktur?

Grundsätzlich zeigen die Schuldenquoten der EU und der Euro-Länder einen hohen Gleichlauf. Dies sollte nicht überraschen: Schließlich haben alle EU-Länder fiskalpolitisch ein gemeinsames Fundament. Sie sind zudem durch eine gemeinsame Geldpolitik gekennzeichnet. Die Integration der Volkswirtschaften und die gegenseitige konjunkturelle Beeinflussung sind weitere Gründe, warum sich die Schuldendynamik der Staaten ähneln sollte. Doch wieviel des Gleichlaufs ist auf Konjunktur und Geldpolitik, und wieviel auf EU-Richtlinien zurückzuführen? Für die nach Griechenland höchst verschuldeten Euro-Länder (Belgien, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal) ist die Antwort eindeutig: **Der gemeinsame Treiber ihrer Schuldenquoten kann vollständig durch die EZB-Zinspolitik und die Konjunktur der Euro-Zone bestimmt werden. Jeglicher relevante Rückgang der Schuldenquoten dieser Staaten ist damit primär auf externe Faktoren zurückzuführen.**

Wo steht Griechenland? Mit über 180 % Staatsschulden zum BIP hat Griechenland sicherlich den Punkt überschritten, an dem die Fiskalpolitik noch eine nennenswerte Reduzierung der Schuldenquote erreichen kann. In der Literatur wird in diesem Zusammenhang oft auf ein kritisches Niveau der Schuldenquoten vermutet, über welches hinaus der Staat keine Anstrengungen mehr unternimmt, Schuldenquoten zu reduzieren. Unsicherheit besteht über die konkrete Höhe dieses Niveaus, das sicherlich auch durch den Wohlstand eines Landes bestimmt wird. Es scheint jedoch unbestritten, dass das Niveau bei 180 % Staatsschulden überschritten ist. Dabei ist es nur die niedrige Zinslast, die den Zeitpunkt des unausweichlichen Schulden-schnitts hinauszögert.

Für hochverschuldete Euro-Länder wie Griechenland besteht die Gefahr, in den Sog einer nicht mehr eigenständig beeinflussbaren Schuldenquote zu rutschen. Zwar mag die EZB kurzfristig durch niedrige Zinsen gegenwirken. Doch das Risiko besteht, dass die Schuldenquoten bei einer weniger unterstützenden Konjunkturentwicklung ihren kritischen Wert in den kommenden Jahren überschreiten werden und die Gesellschaft und der Staat nicht mehr in der Lage bzw. bereit sind, eigene Anstrengung umzusetzen. Das Konjunkturmilieu der letzten Jahre hat diese Gefahr noch nicht gebannt, politische Entwicklungen in Italien bestätigen diese Erfahrung. Empirische Ergebnisse zeigen, dass einige der hochverschuldeten Euro-Staaten einen nur geringen Einfluss auf ihre Schuldenquote haben. **Denn die gemeinsamen Treiber dieser Quoten – Konjunktur und Geldpolitik – bestimmen bereits aktuell die Entwicklung der länderspezifischen Schuldenquoten.**

Abb. 1: Erklärungsbeitrag des größten gemeinsamen Treibers (Konjunktur und Geldpolitik) für die Staatsschuldenquote



Für hochverschuldete Länder sind der Gleichlauf ihrer Schuldenquoten sowie die Konjunkturabhängigkeit nicht überraschend. **Hohe Schuldenquoten können nur durch Wirtschaftswachstum nachhaltig gesenkt werden, weil die betroffenen Länder sich nicht „gesund“ sparen können.** Zum Vergleich: Weniger hohe Schuldenquoten (insbesondere bei Ländern wie Deutschland, Niederlande, Finnland und Slowenien) werden deutlich weniger von Konjunktur und EZB-Politik beeinflusst. Hier sind andere Faktoren wie die Fiskalpolitik entscheidend für den Gleichlauf. **Diese Gruppe von Staaten kann daher deutlich selbstbestimmter agieren als die besonders hoch verschuldeten Länder.**

Wieviel Wachstum braucht die Euro-Zone?

Wieviel Wachstum braucht die Euro-Zone, damit die Schuldendynamik kritischer Länder gesichert ist bzw. sich perspektivisch verbessert? Ohne Reformen zur Steigerung des Potenzialwachstums braucht es sicherlich eine deutliche und anhaltende konjunkturelle Erholung der Euro-Zone, damit auch Länder wie Italien ein höheres und stabiles Wachstum erreichen können. Anders sieht die Situation in Spanien aus, das eine hohe Wirtschaftsdynamik aufweist. Allerdings ist auch diese eng mit der Erholung in der gesamten Euro-Zone verbunden. **Schätzungen deuten darauf hin, dass die Schuldenquoten aller hochverschuldeten Länder eine relativ hohe Sensitivität zum BIP-Wachstum der gesamten Euro-Zone zeigen. Eine bereits moderate allgemeine Wachstumsverlangsamung in der Euro-Zone würde sich also negativ auf ihre Schuldenquote auswirken.**

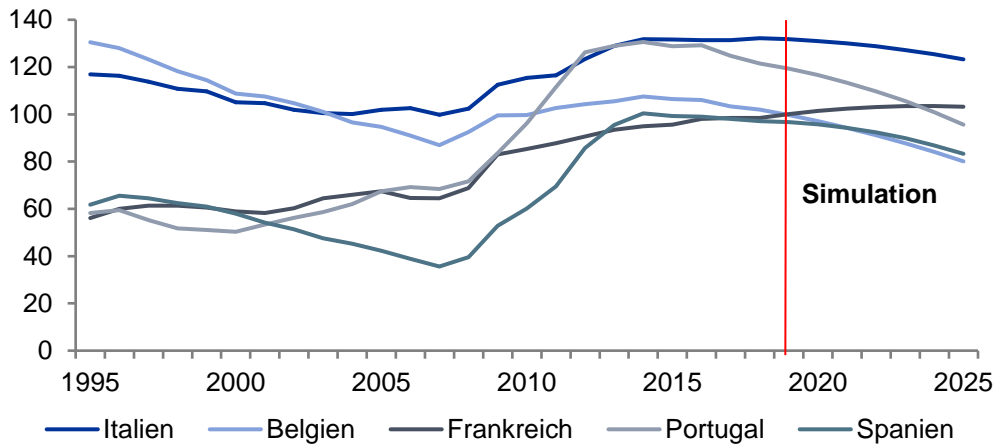
Im Folgenden wird ein nominales jährliches BIP-Wachstum für die Euro-Zone von 3 % angenommen, was dem durchschnittlichen Wachstum der Periode 1996 - 2018 bzw. 2014 - 2018 gleichkommt. Auch bleibt die Geldpolitik im gewählten Simulationszeitraum 2019 - 2025 so expansiv wie aktuell. Mit diesen Annahmen ergibt sich dennoch für manche Länder eine nur graduelle Rückführung der Schuldenquote. Im Jahr 2025 wäre die Entwicklung einiger Staaten, insbesondere Italien, aber auch Frankreich, immer noch als kritisch anzusehen.

Auch wenn die IKB-Schätzungen auf historischen Werten basieren, **zeigen sie: Es muss sich strukturell etwas verändern, damit Länder wie Italien und Frankreich ihre kritischen Schuldenquoten nachhaltig abbauen können und ihre Abhängigkeit von Konjunktur und Geldpolitik reduzieren.** Die hohe Wachstumsdynamik von Spanien und Portugal, die nicht zuletzt auf Reformen zurückzuführen ist, sichert diesen Ländern einen deutlich stärkeren jährlichen Schuldenrückgang in diesem Szenario. Allerdings rutscht die Schuldenquote Portugals trotz der positiven Makroannahmen erst 2025 unter die 100 % Marke.

Die Annahme eines nominalen Wachstums von anhaltend 3 % ist selbst bei einer unveränderten Geldpolitik nicht ausreichend, um die Schuldenquoten dahingehend zu senken, dass Länder wie Italien, Frankreich und Portugal ihre Schuldenquoten eigenverantwortlich reduzieren können. **Damit ergibt sich bei anhaltend stabilem Wachstum wenig Raum für die EZB, die Zinsen selbst mittelfristig anzuheben.** Inflationsrate und damit das nominale BIP-Wachstum müssten zuerst deutlich steigen, damit der nötige Spielraum entstehen würde. Aktuell gibt es jedoch keine Indikation dafür, dass dies selbst mittelfristig erwartet werden kann. Draghi mag sich ständig wiederholen, wenn er die Notwendigkeit von Reformen zur Steigerung des Wachstums betont. Doch genau dies bleibt die entscheidende Hürde hin zu einer stabilen und selbstbestimmten Schuldenentwicklung. Denn wird die hohe Abhängigkeit mancher Länder zur Konjunktur der Euro-Zone und zur Geldpolitik nicht durch Reformen reduziert, bleibt das strukturelle Risiko für die Euro-Zone hoch und gibt der EZB wenig Handlungsspielraum.

Würde das nominale Wachstum der Euro-Zone für zwei Jahre auf 2 % fallen (während der Euro-Krise lag es für zwei Jahre unter 1 %), würde die Schuldenquote der Länder deutlich zulegen. Italiens Quote würde um rund 7 Prozentpunkte zulegen und die von Portugal und Spanien um über 10 Prozentpunkte steigen. Vor allem Italien würde mit einer Schuldenquote von dann fast 140 % des BIP jegliche eigene Einflussmöglichkeit auf seine Schuldenquote verlieren. Anders ausgedrückt: **Die Euro-Zone kann sich weiterhin trotz einer allgemein sinkenden Schuldenquote keine Rezession leisten.**

Abb. 2: Staatsschuldenquote in % des BIP



Quelle: EIU; IKB-Simulation

Fazit: Die Schuldenquote in der Euro-Zone ist in den Jahren 2014 bis 2018 von 92 % auf 85 % gesunken. Dennoch weisen Euro-Länder wie Italien, Belgien, Spanien, Frankreich und Portugal weiterhin hohe Schuldenquoten aus. Europa braucht anhaltendes Wachstum, um zu verhindern, dass diese Länder zunächst die Handlungsfähigkeit und dann die Bereitschaft verlieren, ihre Schuldenquote zu stabilisieren – wie es in Griechenland bereits der Fall ist.

Aktuell gilt für hochverschuldete Euro-Länder: Konjunktur und Geldpolitik bestimmen die Entwicklung der Schuldenquoten. Simulationen zeigen, dass es noch Jahre mit guter Konjunktur und unterstützender Geldpolitik braucht, damit die betroffenen Länder eigenständig ihre Schuldenquote reduzieren können. Die EZB ist deshalb gut beraten, jegliches Risiko einer konjunkturellen Abkühlung in Folge einer geldpolitischen Wende zu verhindern. Ob dies langfristig stabile Schuldenquoten garantiert, steht auf einem anderen Blatt.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118]

3. Mai 2019

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz