

## GIBT ES GRENZEN DER STAATSVerschULDUNG?

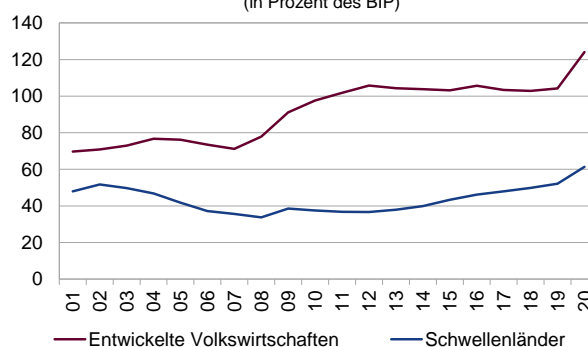
Trotz der bereits hohen globalen Schuldenstände argumentieren einige Ökonomen, dass Staaten nicht nur mehr Schulden aufnehmen können, sondern sogar sollten. Entscheidend dafür ist, dass die Zinsen niedriger als die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate sind, da in dieser Situation die Wirtschaft nicht nur aus ihren Schulden herauswachsen kann, sondern gleichzeitig auch die dynamische Effizienz des Wachstums verbessert wird. Allerdings sollte aus diesen Überlegungen nicht zu rasch der Schluss gezogen werden, dass die Staatsschulden beliebig ausgeweitet werden können. Sowohl in der Theorie als auch in der Praxis gibt es gute Gründe, warum die Staatsverschuldung Grenzen hat.

Die in der Nähe des Times Square in New York tickende Staatsschuldenuhr der USA hat ihre Rekorde gebrochen. Das öffentliche Defizit in den Vereinigten Staaten wird 2020 3,7 Bio. US-Dollar betragen und der gesamte Schuldenstand im Verhältnis zum BIP wird auf über 100 Prozent ansteigen, dem höchsten Wert seit dem Zweiten Weltkrieg. Auch andere Staaten werden in diesem Jahr die 100-Prozentmarke überschreiten. Der globale **öffentliche Schuldenstand** wird um durchschnittlich **20 Prozent des BIP** wachsen.

Vor zehn Jahren haben die Wirtschaftswissenschaftler Reinhart und Rogoff darauf hingewiesen, dass ein staatlicher Schuldenstand von über 90 Prozent des BIP zu **Wachstumseinbußen** führt. Kritiker haben allerdings nicht nur Rechenfehler bei der Ableitung dieses Grenzwerts moniert, sondern auch die Tatsache, dass die Richtung des Zusammenhangs nicht untersucht wurde. In der öffentlichen Diskussion wird meistens argumentiert, dass sich eine hohe Verschuldung negativ auf das Wachstum auswirkt. Richtig ist wohl aber auch, dass ein niedriges Wachstum zu einem hohen Schuldenstand führen kann.

Die **Veränderung des Verschuldungsgrads**, also das Verhältnis der Staatsschulden zum nominalen BIP, hängt vom Wachstum des Zählers und des Nenners ab. Bei einer Nettoneuverschuldung von Null wächst der Schuldenstand mit der durchschnittlichen Verzinsung der Staatsschuld. Dieser Wert muss mit der nominalen Wachstumsrate des BIP verglichen werden. Eine einmalige Erhöhung des Verschuldungsgrads kann allein durch das Wirtschaftswachstum wieder abgebaut werden, wenn das nominale Wachstum größer als die durchschnittliche Verzinsung ist. Nicht nur in den USA, sondern auch in Deutschland war dies in den letzten Jahren der Fall.

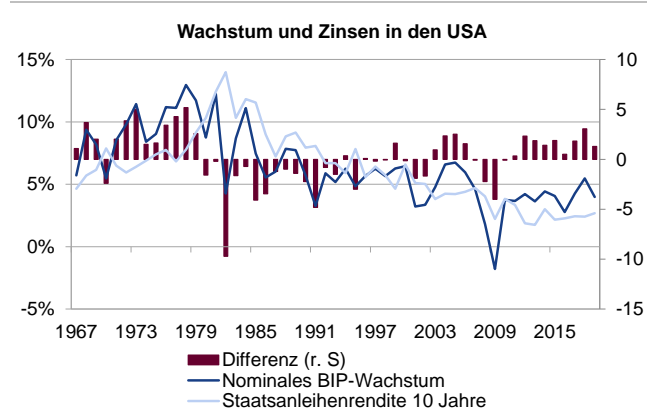
Entwicklung der Staatsverschuldung  
(in Prozent des BIP)



Manche Ökonomen gehen sogar noch weiter. Sie argumentieren, dass **der Staat nicht nur mehr Schulden aufnehmen kann, sondern sogar sollte**, wenn der Zins unterhalb der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate liegt. In einem solchen Szenario erlaubt eine staatliche Neuverschuldung der heutigen und allen zukünftigen Generationen einen höheren Konsum.

Was passiert, wenn der Staat zusätzliche Schulden aufnimmt? Durch das zusätzliche Angebot an Staatsanleihen werden die Zinsen ansteigen, was wiederum die privaten Investitionen sinken lässt. Dieser Verdrängungseffekt ist eine Nebenwirkung der Staatsverschuldung, die üblicherweise negativ beurteilt wird, nicht aber in einer Situation, in der der Zins und somit die Investitionsrendite unterhalb der Wachstumsrate liegen. In diesem Fall ist die Verdrängung wünschenswert, denn es gibt zu viel Sachkapital, und ein permanenter Rückgang der Investitionen steigert den Konsum der heutigen und aller zukünftigen Generationen. Diese Möglichkeit der Überakkumulation des Kapitals wird in der Literatur als **dynamische Ineffizienz** bezeichnet. In einem solchen Fall erzeugt eine staatliche Neuverschuldung mehr Konsum für alle, weil ohne Staatsschulden ein zu großer Teil der gesamtwirtschaftlichen Produktion in die Investitionen fließt – es wird zu viel gespart und zu wenig konsumiert.

In den letzten zehn Jahren lagen die Realzinssätze in vielen fortgeschrittenen Ländern deutlich unter den realen Wachstumsraten der Wirtschaft, was auf eine dynamische Ineffizienz hindeutet. Und solange diese anhält, so die Befürworter dieser Theorie, ist das Schuldenpotenzial grenzenlos. Doch auch hier gibt es keinen Free-Lunch. Die Theorie, dass die Wirtschaft aus ihren **Schulden hinauswächst**, einzig, weil der Zinssatz unter der Wachstumsrate liegt, berücksichtigt nämlich nicht alle Variablen. Der Ökonom Ricardo Reis führt beispielsweise in seinem Modell aus, dass neben dem Zinssatz auch **alternative Anlageklassen** mit der Wachstumsrate verglichen werden müssen. Grund dafür ist, dass Sparern nicht nur Staatsanleihen als Investment zur Verfügung stehen, sondern auch bessere Renditemöglichkeiten in Form von Eigenkapital, zum Beispiel Aktien. Für die Refinanzierung der fortlaufenden Verschuldung ist dann aber nicht sichergestellt, dass der Staat seine Anleihen zu den sehr niedrigen Zinsen platzieren kann. Damit wird nicht ausgeschlossen, dass von einer Ausweitung der Staatsschulden im Falle einer dynamischen Ineffizienz profitiert werden kann. Vielmehr führt die Einbeziehung der Eigenkapitalrendite zu einer **Beschränkung des Spielraums der Finanzpolitik**. Bei einer Differenz zwischen Zins und Wachstum in den USA von derzeit zwei Prozent folgt aus dem Modell auf lange Sicht ein mögliches Defizit von durchschnittlich 4,8 Prozent pro Jahr. Derzeit liegt das Defizit dagegen bei 16 Prozent. Um das langfristig tragbare Defizit im Durchschnitt zu erreichen, müssen die zukünftigen Defizite in den USA also deutlich geringer ausfallen.



Letztlich beruht die theoretische Überlegung auf dem Verhältnis zwischen Zins und Wachstum. Doch selbst wenn die Verzinsung der Staatsanleihen heute unter dem Wirtschaftswachstum liegt, muss das nicht so bleiben. Das **Verhältnis kann sich auch umkehren**. Dass Regierungen sich auf eine Veränderung des globalen Zinsumfelds vorbereiten sollten, zeigen beispielsweise die Prognosen des Congressional Budget Office. Dieses erwartet für die USA ab 2036 eine Umkehr der Relation. Und auch die Wachstumskomponente kann sich verändern. Wenn die zusätzliche Verschuldung nämlich nicht zur Finanzierung ähnlich rentabler Projekte verwendet wird wie private Investitionsfinanzierungen, leidet darunter das Wirtschaftswachstum. Daher muss die Finanzpolitik gewährleisten, dass die **Verschuldung** nicht zu einer abnehmenden Produktivität führt.

Jetzt, da die Regierungen, wenn auch nur aus Mangel an Alternativen, bereit sind mehr Schulden zu machen, ist es umso wichtiger, sich **der Grenzen einer expansiveren Finanzpolitik** bewusst zu werden.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2020

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.