

## »» Schuldentragfähigkeit nach Corona – auf die Zinsen und das Wachstum kommt es an

Nr. 327, 31. März 2021

Autor: Dr. Philipp Scheuermeyer Telefon 069 7431-4017, Phlipp.Scheuermeyer@kfw.de

Infolge der Corona-Krise sind die Staatsschulden enorm gewachsen. Vielerorts sind neue Rekordwerte absehbar. Doch wie tragfähig sind die angehäuften Schulden? In diesem Beitrag werden am Beispiel von Deutschland und Italien die Aussichten für eine Stabilisierung und Rückführung der Staatsschuldenquoten analysiert. Der Fokus liegt dabei auf der längerfristigen Entwicklung ab 2023, wenn sowohl die Rezession als auch die unmittelbare Erholungsphase voraussichtlich abgeschlossen sein werden.

Ein wesentlicher Faktor für die Entwicklung der Staatsschuldenquoten ist das Verhältnis zwischen Zins und Wirtschaftswachstum, das über die zur Konsolidierung notwendigen Primärsalden – dem Saldo aus Staatseinnahmen und Staatsausgaben ohne Zinszahlungen – bestimmt. Da die Zins-Wachstumsdifferenz seit über 20 Jahren nach unten tendiert und in den Jahren vor der Krise sogar in vielen Volkswirtschaften negativ war, sind die Voraussetzungen für einen Abbau der Staatsschuldenquoten überwiegend gut. Wenn sich das Zinsniveau und die Wachstumsrate auf den vor der Krise üblichen Wert einpendeln, dann könnte in fünf der G6 Staaten eine Konsolidierung sogar ohne Primärüberschuss gelingen.

Dies gilt insbesondere für Deutschland. Anhand einer Matrix aus möglichen Zins-Wachstumskombinationen wird gezeigt, dass im günstigen Fall schon bei deutlichen Primärdefiziten ein Abbau der Schuldenquote möglich wäre und auch unter realistischen Annahmen das Primärsaldo lediglich größer als  $-0,7\%$  des BIP ausfallen muss. Erst unter sehr ungünstigen Bedingungen werden moderate Primärüberschüsse notwendig. Angesichts eines Primärüberschusses von durchschnittlich  $2,2\%$  in den Jahren zwischen der Finanzkrise und der Corona-Krise, steht die Tragfähigkeit der deutschen Staatsverschuldung zurecht außer Frage.

Schwieriger ist die Situation in Italien. Als einzige G6 Volkswirtschaft hat das Land seit Langem eine positive Zins-Wachstumsdifferenz, wofür erhöhte Spreads und ein chronisch niedriges Nominalwachstum verantwortlich waren. Trotz fast durchgehender Primärüberschüsse im Lauf der letzten 25 Jahre konnte die Staatsschuldenquote daher nicht reduziert werden. Zuletzt sind aber auch die für die italienische Staatsschuld zu entrichtenden Zinsen deutlich gesunken. Sollte sich der Zins auf das Niveau aus dem Fünfjahreszeitraum vor der Krise und das Wachstum auf

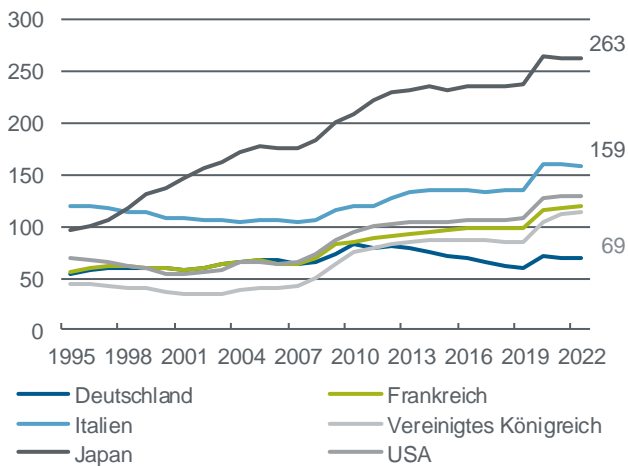
dem längerfristigen Mittelwert einpendeln, dann könnte die Schuldenquote mit einem Primärüberschuss von etwa  $1\%$  des BIP stabilisiert werden. Bei einer Beibehaltung des rekord-niedrigen Zinsniveaus seit der Corona-Krise wäre dafür sogar ein nur ausgeglichener Primärhaushalt ausreichend. Sollte der Zins für die italienische Staatsverschuldung dagegen wieder auf den längerfristigen Mittelwert ansteigen, wäre ein Überschuss von rund  $3\%$  des BIP notwendig, nur um die Schuldenquote zu stabilisieren.

Die Erfahrung der letzten 20–30 Jahren zeigt allerdings, dass Primärüberschüsse von mehr als  $3\%$  des BIP nur selten über mehrere Jahre erreicht werden. Ein angemessenes Nominalwachstum und niedrige Zinsen sind daher wichtig für Länder mit hoher Staatsverschuldung. Da sich der Realzins schon seit mehreren Jahrzehnten in einem globalen Abwärtstrend befindet und sich strukturelle Erklärungsansätze anbieten, ist eine Trendumkehr beim Zins-Wachstumsverhältnis auch nicht absehbar. Eine aufgrund von temporären Faktoren ansteigende Inflation, wie seit dem Jahreswechsel im Euroraum, wird allein keine Strafung der Geldpolitik veranlassen

### Deutlicher Anstieg der Staatsschuldenquoten in der Krise

Infolge der Corona-Krise sind global die Staatsschuldenquoten, also die Staatsverschuldung relativ zum nominalen Bruttoinlandsprodukt, deutlich angestiegen (Grafik 1). Einerseits brechen Steuereinnahmen weg, andererseits steigen die Staatsausgaben infolge der Stützungsmaßnahmen und Konjunkturpakete. Hinzu kommt, dass durch die Rezession 2020 das BIP im Nenner der Schuldenquote deutlich geschrumpft ist, womit selbst bei einer gleich bleibenden Staatsverschuldung die Quote deutlich angestiegen wäre. Mit der Aufholbewegung während des laufenden und voraussichtlich auch des kommenden Jahres kehrt sich dieser Effekt zwar zunächst um. Doch wie sind die längerfristigen Perspektiven für die Zeit nach 2022, wenn die Erholungsphase abgeschlossen sein sollte? Im Folgenden werden die mittelfristigen Aussichten für eine Konsolidierung der Staatsschuldenquoten anhand von Deutschland und Italien analysiert. Die beiden Staaten stehen dabei exemplarisch für die sehr unterschiedlichen Herausforderungen, denen die Industrieländer entgegensehen.

**Grafik 1: Staatsschuldenquoten in den G6 Ländern**



Quelle: Europäische Kommission, Prognosen ab 2020.

**Schuldenquoten: Auf Zins und Wachstum kommt es an**

Die Entwicklung der Staatsschuldenquote lässt sich mit einer einfachen Formel erfassen:

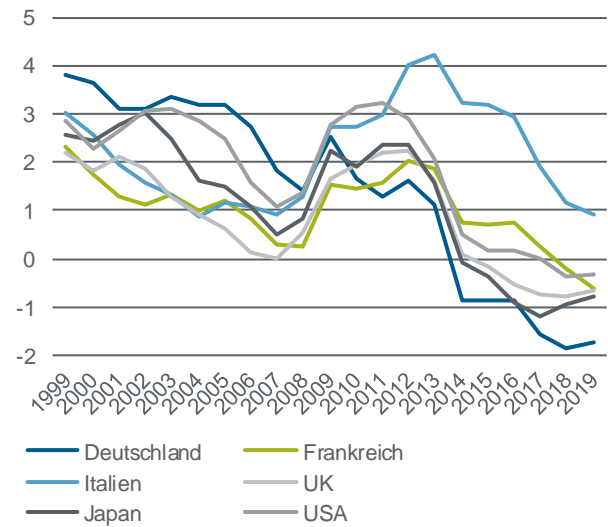
$$\Delta b_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} - p b_t$$

Sie zeigt, dass es neben der Primärsaldoquote ( $pb_t$ ), also dem Saldo aus Staatseinnahmen und Staatsausgaben ohne Zinszahlungen relativ zum BIP, auf den für die Staatsschuld insgesamt zu entrichtende Zins (nominaler effektiver Zins:  $i_t$ ) und das Nominalwachstum (Wachstum des BIP in jeweiligen Preisen:  $g_t$ ) ankommt.<sup>1</sup> Der Schuldenstand in der Ausgangssituation ( $b_{t-1}$ ) verstärkt oder vermindert den Effekt der Zins-Wachstumsdifferenz. Ist die Zins-Wachstumsdifferenz positiv, dann sind Primärüberschüsse erforderlich, um die Schuldenquote konstant zu halten oder abzubauen. Ist die Zins-Wachstumsdifferenz dagegen negativ, kann selbst mit einem Primärdefizit konsolidiert werden.<sup>2</sup>

Für die zukünftige Tragfähigkeit der Staatsverschuldung kommt es also stark darauf an, wie sich Zinsen und Wachstum nach der Krise entwickeln werden. Die Trends bis zum Ausbruch der Corona-Krise können dafür Anhaltspunkte sein.

**Grafik 2: Zins-Wachstumsdifferenz in den G6 Ländern**

Für die Staatsverschuldung fälliger Zins abzüglich nominalen BIP-Wachstum ( $i-g$ ). Gleitender Durchschnitt über 5 Jahre.



Quellen: Europäische Kommission, KfW Research.

Grafik 2 zeigt, dass die Zins-Wachstumsdifferenz seit den 1990er-Jahren zwar deutliche Ausschläge während der Finanzkrise und der Corona-Krise aufweist, im langfristigen Trend aber auf breiter Front gesunken ist. Im Durchschnitt des Fünfjahreszeitraums von 2015–2019 lag  $i-g$  in allen G6 Ländern außer Italien sogar im negativen Bereich. Besonders ausgeprägt war der Rückgang in Deutschland, wo die Differenz seit den 1990er-Jahren (1995–1999) um 5,5 Prozentpunkte auf nur noch -1,7 Prozentpunkte (2015–2019) gefallen ist. In Deutschland und Japan hat dabei auch ein etwas höheres Wachstum geholfen. Meist geht der Rückgang der Zins-Wachstumsdifferenz aber ausschließlich auf ein deutlich geringeres Zinsniveau zurück. Im Durchschnitt der G6 ist der Zins für die Staatsschulden bis zur Krise um 4,2 Prozentpunkte gesunken. Auch in Italien zeigt sich insgesamt eine rückläufige Tendenz, nachdem ein temporärer Anstieg der Zins-Wachstumsdifferenz während der Eurokrise überwunden wurde. Im Vergleich zwischen den Fünfjahreszeiträumen 1995–1999 und 2015–2019 ist der Zins in Italien sogar überdurchschnittlich stark gesunken (-5,3 Prozentpunkte). Allerdings hat auch das Nominalwachstum erheblich nachgelassen (-3,2 Prozentpunkte), weshalb die italienische Zins-Wachstumsdifferenz auch kurz vor der Corona-Krise noch im positiven Bereich lag.

**Tabelle: Für eine Stabilisierung der Schuldenquote erforderliche Primärsalden ab 2023**

Ausgangsniveau sind die von der EU-Kommission für 2022 prognostizierten Schuldenquoten. Deutschland: 69,0 %, Italien: 159,1 %.

		Effektiver Zins für die Staatsverschuldung		
		Niedrig (EU Prognose 2022)	Mittel (Mittelwert 2015–2019)	Hoch (Mittelwert 1999–2019)
<b>Italien</b>				
Nominalwachstum		2,0 %	2,8 %	4,2 %
Hoch (Mittel +0,5*SD)	3,3 %	-2,0 %	-0,8 %	1,4 %
Mittel (1999–2019)	2,2 %	-0,3 %	0,9 %	3,1 %
Niedrig (Mittel -0,5*SD)	1,1 %	1,4 %	2,7 %	4,9 %
<b>Deutschland</b>				
Nominalwachstum		0,8 %	1,6 %	3,5 %
Hoch (Mittel +0,5*SD)	3,6 %	-1,9 %	-1,3 %	-0,1 %
Mittel (1999–2019)	2,6 %	-1,2 %	-0,7 %	0,6 %
Niedrig (Mittel -0,5*SD)	1,7 %	-0,6 %	-0,1 %	1,2 %

Quellen: Europäische Kommission, KfW Research.

**Szenarien für die Konsolidierungsherausforderung**

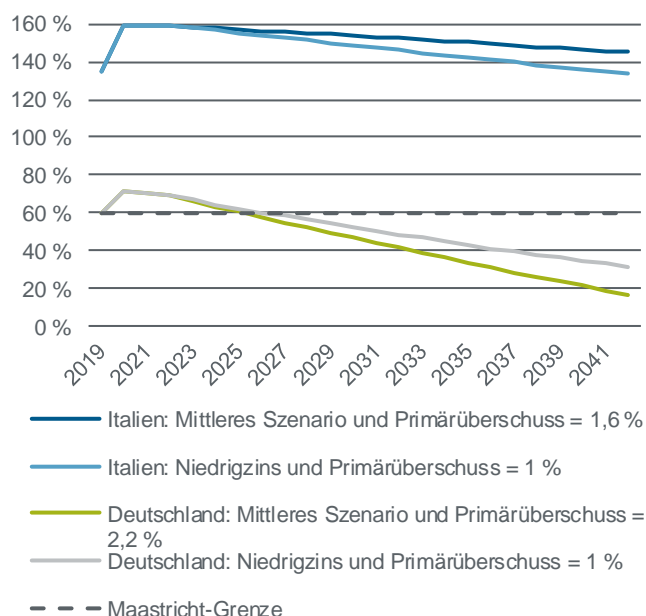
Bleibt das Zins-Wachstumsverhältnis so vorteilhaft wie in den Jahren vor der Krise, dann sind die Aussichten für einen Abbau der Staatsschuldenquoten für die meisten G6 Länder gut. Deutschland und Italien stehen dabei exemplarisch für die Spannweite der Herausforderungen. Die Tabelle stellt Anhand einer Matrix aus möglichen Zins-Wachstumskombinationen dar, welche Primärsalden im jeweiligen Land erforderlich werden können, um die Staatsschuldenquote zu stabilisieren. Der Fokus liegt dabei auf der längerfristigen Entwicklung ab 2023, wobei die von der EU-Kommission prognostizierten Staatsschuldenquoten für das Jahr 2022 der Ausgangspunkt sind. Als mittleres Wachstumsszenario wurde das durchschnittliche Nominalwachstum seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 zugrunde gelegt. Für die Auf- und Abwärtsszenarien jeweils eine halbe Standardabweichung addiert bzw. subtrahiert. Da sich das Zinsniveau in einem deutlichen Abwärtstrend befindet, wurde für das mittlere Zinsszenario nicht der langfristige Durchschnitt, sondern der Fünfjahreszeitraum vor dem Ausbruch der Corona-Krise (2015–2019) angesetzt. Als Niedrigzinsszenario dient die Prognose der EU-Kommission für den Zins im Jahr 2022. Im Hochzinsszenario wird dagegen der langfristige Durchschnittszins von 1999–2019 verwendet.

Für Deutschland ist bei allen berechneten Kombinationen höchstens ein moderater Primärüberschuss notwendig, um die Schuldenquote zu stabilisieren. Im mittleren Szenario (mittlerer Wachstumspfad, mittleres Zinsszenario) könnte die Schuldenquote schon mit einem Primärdefizit von -0,7 % konstant gehalten werden. Im Szenario mit durchschnittlichem Wachstum aber weiterhin niedrigen Zinsen würden dafür sogar -1,2 % ausreichen. Anhand der beträchtlichen Spanne zwischen den aus den Szenarien resultierenden Primärsalden (-1,9 % bis +1,2 %) wird aber auch klar, wie entscheidend die Zins-Wachstumsdifferenz für die Konsolidierungsherausforderung in Deutschland ist.

Angesichts eines Primärüberschusses von durchschnittlich 2,2 % des BIP in den Jahren zwischen der Finanzkrise und

der Corona-Krise (2011–2019) sowie einer absehbar günstigen Zins-Wachstumskonstellation, steht die Tragfähigkeit der deutschen Staatsverschuldung aber letztendlich außer Frage. Sollte sich die Schuldenquote beispielsweise bis 2022 gemäß der Kommissionsprognose entwickeln und anschließend zeitgleich zum mittleren Zins-Wachstumsszenario ein durchschnittlicher Primärüberschuss von 2,2 % des BIP erreicht werden, würde die Maastricht-Grenze von 60 % des BIP schon im Jahr 2026 wieder unterschritten. Bei einem lediglich ausgeglichenen Primärhaushalt würde es unter ansonsten gleichen Bedingungen bis 2038 dauern. Mit einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld, durchschnittlichen Nominalwachstum und einem moderaten Primärüberschuss von 1 % des BIP könnte das Maastricht-Ziel aber auch schon 2027 wieder unterschritten werden.

**Grafik 3: Szenarien für den Abbau der Schuldenquoten**



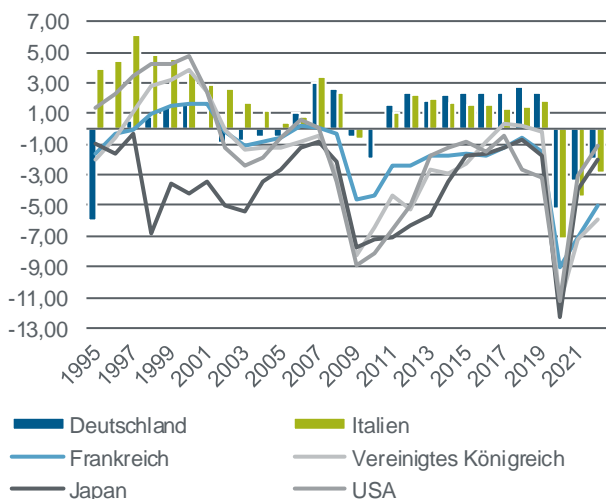
Quellen: Europäische Kommission, KfW Research.

Noch entscheidender als für Deutschland ist das niedrige Zinsniveau für die Tragfähigkeit der italienischen Staatsschulden. Wenn der Zins auf dem von der EU-Kommission für 2022 prognostizierten Niveau verharren sollte und das Nominalwachstum den langfristigen Mittelwert erreicht, könnte Italien die Schuldenquote schon mit einem kleinen Primärdefizit (-0,3 %) stabil halten.

Im mittleren Szenario, mit einem Zinsniveau wie in den Jahren vor der Krise, wäre dagegen ein Überschuss von 0,9 % des BIP erforderlich. Sollte das Wachstum sehr niedrig ausfallen oder der Zins wieder auf den langfristigen Durchschnitt ansteigen, müssten Primärüberschüsse von rund 3 % erzielt werden, um die Schuldenquote zu stabilisieren. Im ungünstigsten Fall müsste sich der Primärüberschuss sogar auf 4,9 % belaufen. Zwar stellt letzteres eher ein Extremszenario dar. Konstellationen mit einem unterdurchschnittlichen Wachstum sind allerdings nicht unwahrscheinlich, da in den fünf Jahren vor der Krise das italienische Nominalwachstum im Mittel bei lediglich 1,9% lag.

Es muss jedoch anerkannt werden, dass Italien für sehr lange Zeit kontinuierlich Primärüberschüsse erzielt hat. Um seine hohe Schuldenquote unter relativ ungünstigen Bedingungen zu stabilisieren, wurde in 24 der 25 Jahre bis einschließlich 2019 ein Primärüberschuss erzielt. Besonders hohe Überschüsse (durchschnittlich 4,8 % des BIP) sind in den Jahren vor der Einführung des Euro 1999 angefallen (Grafik 4). Nach der Finanzkrise haben Italien und Deutschland außerdem als einzige der G6 Staaten sehr schnell den Staatshaushalt konsolidiert. Von 2011 bis 2019 betrug der italienische Primärüberschuss durchschnittlich 1,6 % des BIP. Damit wäre es im mittleren Zins-Wachstumsszenario möglich die Schuldenquote sehr langsam zurückzufahren. Sollte das Niedrigzinsumfeld anhalten, das Wachstum durchschnittlich ausfallen und gleichzeitig ein Primärüberschuss in Höhe von 1 % des BIP erreichbar sein, würde die Schuldenquote im Jahr 2042 wieder das Vorkrisenniveau unterschreiten.

**Grafik 4: Deutschland und Italien sind die einzigen G6 Staaten mit langfristigen Primärüberschüssen**



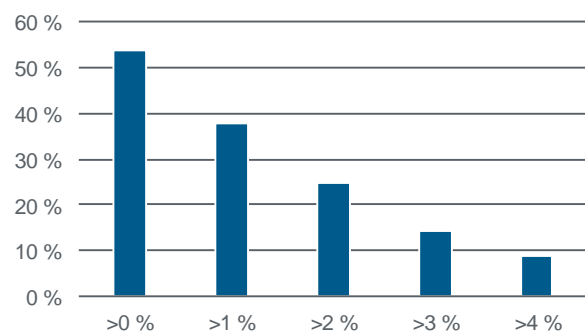
Quelle: Europäische Kommission.

**Welche Überschüsse sind machbar?**

Unter günstigen Bedingungen ist eine Stabilisierung der italienischen Staatsschuldenquote also ohne eine harte Austeritätspolitik machbar. Was aber, wenn in Italien beim Wachstum oder den Zinsen ein ungünstigeres Szenario eintritt, sodass Primärüberschüsse von etwa 3 % des BIP notwendig werden, um die Schuldenquote zu stabilisieren? Die in Grafik 5 dargestellte Erfahrung der EU-Länder von 1995 bis 2019 zeigt, dass hohe Primärüberschüsse kurzfristig zwar nicht ganz ungewöhnlich sind. Immerhin 14 % der 700 Beobachtungen im Zeitraum von 1995–2019 sind Überschüsse von mehr als 3 % des BIP. Über längere Zeiträume hinweg werden so hohe Überschüsse aber nur selten erreicht. Seit 1995 gab es in den 28 beobachteten Ländern nur 8 Perioden in denen Primärüberschüsse von mehr als 3 % des BIP über mindestens fünf Jahre erzielt wurden. Nach der Finanzkrise wurden mehrjährige Primärüberschüsse in dieser Höhe lediglich in Griechenland (2016–2019) erreicht, nachdem zuvor eine sehr harte Austeritätspolitik und eine schwere mehrjährige Rezession stattgefunden hatte. Zu den Erfolgsbeispielen aus den 1990er- und 2000er-Jahren gehören neben Italien insbesondere Belgien, Irland und Finnland. Die Bedingungen unter denen solch hohe Primärüberschüsse zu Stande gekommen sind wurden von Eichengreen und Panizza (2014) empirisch untersucht.<sup>3</sup> Übertragen auf die aktuelle Situation ergeben sich daraus gemischte Aussichten für die Wahrscheinlichkeit eines anhaltend hohen Haushaltsüberschusses in Italien: Die hohe Schuldenquote in der Ausgangssituation erhöht einerseits die Erfolgswahrscheinlichkeit, weil so der Konsolidierungsdruck steigt. Außerdem dürfte der Überschuss in der italienischen Leistungsbilanz (laut IWF Prognose  $\geq 3\%$  bis 2025) als Ausdruck einer hohen gesamtwirtschaftlichen Sparquote zuträglich sein. Andererseits ist das niedrige Potentialwachstum eine klare Hürde für den Konsolidierungserfolg. Uneindeutig ist die Bewertung der politischen Voraussetzungen: Ein hoher Fiskalüberschuss war in der Vergangenheit wahrscheinlicher, wenn eine eher linksgerichtete Regierung an der Macht war. Außerdem ist das überwiegend vorherrschende Verhältniswahlrecht tendenziell zuträglich. Allerdings kann nicht von stabilen Mehrheiten ausgegangen werden, was erfahrungsgemäß das Erreichen von hohen Überschüssen erschwert.

**Grafik 5: Hohe Primärüberschüsse sind selten**

Anteil der jeweiligen Primärüberschüsse an den 700 Beobachtungen aus den EU-Staaten zwischen 1995–2019. Lesebeispiel: Ein Überschuss von mehr als 3 % des BIP wurde bei 14 % der Beobachtungen erreicht.



Quelle: Europäische Kommission, KfW Research

### Anstieg der Zinsen und andere Risiken

Letztendlich sind die Chancen für eine Stabilisierung und langsame Rückführung der Staatschuldenquote auch in Italien gegeben, solange sich das Zins-Wachstumsverhältnis nicht deutlich verschlechtert. Dabei gibt es jedoch Risiken, die im Folgenden kurz skizziert werden:

- Die reale Verzinsung von Staatsanleihen – oder der langfristige Realzins im Allgemeinen – folgt global seit Mitte der 1980er-Jahre einem deutlichen Abwärtstrend. Zwar ist es unzweifelhaft, dass die Geldpolitik das Zinsniveau mit Maßnahmen wie den Ankauf von Staatsanleihen direkt beeinflusst. Da es trotz des schon lange sinkenden Zinsniveaus aber überwiegend nicht zu volkswirtschaftlichen Überhitzungen gekommen ist, dürfte auch der natürliche Zins gesunken sein, der die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und das Angebot, bzw. die private Sparneigung mit den Investitionsplänen, ins Gleichgewicht bringt. Daher bieten sich strukturelle Erklärungsansätze an, die gerade in den letzten Jahren unter Ökonomen populär wurden:<sup>4</sup> Ursächlich für eine gewachsene Sparneigung könnten eine steigende Lebenserwartung mit längere Rentenzeiten, die zunehmende Ungleichheit von Einkommen und Vermögen sowie eine steigende Unsicherheit sein. Der Investitionsbedarf könnte indes durch ein langsames Wachstum der Erwerbsbevölkerung, eine größere Effizienz bei der Nutzung von Kapital und dem Rückgang der relativen Preise für Investitionsgüter gesunken sein. Allerdings ist auch bei diesen strukturellen Ursachen eine Trendumkehr nicht ausgeschlossen: Mit dem Eintritt der geburtenstarken Babyboomer-Jahrgänge in das Rentenalter könnte beispielsweise die Sparneigung zugunsten des Konsums zurückgehen. Gleichzeitig ergibt sich für die Transformation zur Klimaneutralität ein hoher Investitionsbedarf.
- Der Spielraum für die sehr expansive Geldpolitik im Euroraum entsteht vor allem durch die persistent niedrigen Inflationsraten seit der Finanzkrise. Auch aktuell liegen die mittelfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum am Kapitalmarkt deutlich unter 2 %. Allerdings gibt es auch für die Inflation Aufwärtsrisiken: Rückschritte bei der Globalisierung gehören zu den strukturellen Faktoren, die für einen beschleunigten Preisauftrieb sorgen könnten. Krisenbedingt ist außerdem ein erhöhter Preisdruck möglich, wenn die hohen Ersparnisse der Haushalte in den Konsum fließen aber gleichzeitig das Angebot aufgrund von überraschend vielen Unternehmensinsolvenzen zurückgeht. Ferner zeichnet sich im laufenden Jahr ein Anstieg der Inflation aufgrund von Faktoren wie höheren Energiepreisen und der Mehrwertsteueranhebung in Deutschland ab. Da es sich hierbei aber um temporäre Effekte handelt, würde selbst ein Überschießen der Inflation über die 2 %-Marke hinaus die EZB nicht zu einer Straffung der Geldpolitik zwingen. Kritisch wäre erst, wenn die bisher stabil verankerten Inflationserwartungen deutlich ansteigen würden.
- Bisher war der rückläufige Trend bei den Realzinsen in den meisten Ländern sehr ausgeprägt, während das Trendwachstum weniger stark zurückging. Strukturelle Faktoren wie die demografische Entwicklung beeinflussen jedoch nicht nur das Zinsniveau, sondern werden gerade in Deutschland und Italien im Verlauf der 2020er-Jahre das Wachstumspotential negativ beeinflussen.
- Die Entwicklung der Schuldenquote hängt arithmetisch von der Höhe des Wirtschaftswachstums ab. Es gibt aber auch empirische Studien, die darauf hinweisen, dass auch umgekehrt eine hohe Staatsverschuldung das Wirtschaftswachstum belastet, womit das Herauswachsen aus hohen Schuldenquoten umso schwieriger wird. Baum, Checherita-Westphal und Rother (2013) kommen beispielsweise für die Eurozone zu dem Ergebnis, dass ab einem Schuldenstand von mehr als 95 % des BIP das Wachstum signifikant belastet wird.<sup>5</sup> Die Existenz eines einheitlichen Schwellenwertes für die Staatsverschuldung sowie die Kausalität des Effekts ist allerdings in der Literatur umstritten.<sup>6</sup>
- Der Abwärtstrend bei der Zins-Wachstumsdifferenz sollte nicht verdecken, dass letztere keine stabile Größe ist, sondern in Konjunkturkrisen meist deutlich zunimmt. Insbesondere gilt das für Länder, bei denen die Staatsverschuldung ohnehin schon hoch ist.<sup>7</sup> Es droht dann ein Teufelskreis aus steigenden Zinsen, negativem Wachstum und hohen Primärdefiziten, wobei der Abbau von Letzteren wiederum das Wachstum belastet. Beispielsweise kam während der Eurokrise für Länder wie Italien ein deutlicher Anstieg der Zinsen aufgrund von Risikoprämien zum negativen Wirtschaftswachstum hinzu. Durch die entschlossene Reaktion der EZB und eine hohe Solidarität zwischen den EU-Staaten konnte eine solche Entwicklung diesmal verhindert werden. Grundsätzlich ist ein rapider Vertrauensverlust der Anleger bei bestimmten Ereignissen aber auch noch in Zukunft möglich, da die Funktion der Notenbank als „Kreditgeber letzter Instanz“ im Euroraum nicht selbstverständlich ist.

### Fazit: Auf Zins und Wachstum kommt es an

Für Deutschland sind die Voraussetzungen für eine Stabilisierung und Rückführung der Staatsschuldenquoten im Laufe der 2020er-Jahre sehr gut. Bei hoch verschuldeten Ländern wie Italien kommt es dagegen noch stärker auf die Beibehaltung des Niedrigzinsumfelds an. Zwar sind bei einer hohen Inflation im Euroraum und einem gleichzeitig niedrigen Nominalwachstum in Italien daher grundsätzlich geldpolitische Konflikte möglich. Die Wahrscheinlichkeit für eine Umkehr des Zinsumfelds bis zu einem der ungünstigen Szenarien ist auf absehbare Zeit aber eher gering. Insbesondere veranlasst die im laufenden Jahr aufgrund von temporären Faktoren steigende Inflationsrate keine Straffung der Geldpolitik. Die Zinsänderungsrisiken können aber noch weiter minimiert werden, indem das aktuell äußerst günstige Zinsumfeld

für die Emission von möglichst lang laufenden Staatsanleihen genutzt wird. Gleichzeitig ist es entscheidend das Wachstumspotential anzuheben, was der EU-Recovery Fund mit signifikanten Summen unterstützt.<sup>8</sup> Wichtig ist es außerdem auch in Zukunft die Fehler aus den Jahren nach der Finanzkrise zu vermeiden. Dazu gehört es die Konsolidierung der Staatsfinanzen mit Augenmaß anzugehen, bis sich der Aufschwung gefestigt hat.

Folgen Sie KfW Research auf  
**Twitter.**

Oder abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter, und Sie verpassen keine Publikation.

**Zur Anmeldung**

<sup>1</sup> Zur Vereinfachung wird im Folgenden meist nur von Zins und Wachstum gesprochen. Gemeint sind, wenn nicht explizit anders benannt, der nominale Effektivzins für die ausstehenden Staatsschulden und das nominale Wirtschaftswachstum. Die Zins-Wachstumsdifferenz kann aber grundsätzlich auch anhand der Differenz aus dem effektiven Realzins und dem realen Wirtschaftswachstum berechnet werden. Der Effektivzins ist der für die Staatsverschuldung insgesamt zu entrichtende Zins, der je nach Finanzierungsstruktur von der Verzinsung von neu emittierten Staatsanleihen abweicht. Bei sinkenden Zinsen liegt er über dem aktuellen Marktzins.

<sup>2</sup> Außerordentliche Gründe für eine Änderung der Staatsschuldenquote wie bspw. Bewertungseffekte werden als deficit-debt-adjustment (dda) zusammengefasst und ggf. noch hinzuaddiert.

<sup>3</sup> Vgl. Eichengreen B. und U. Panizza (2016), "A surplus of ambition: can Europe rely on large primary surpluses to solve its debt problem?," Economic Policy, vol. 31(85), pages 5-49, und <https://voxeu.org/article/can-large-primary-surpluses-solve-europe-s-debt-problem>

<sup>4</sup> Vgl. Blanchard O. (2019), "Public Debt and Low Interest Rates." American Economic Review 109(4): 1197-1229; und Furman J., Summers, L. (2020), A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates, Discussion Draft, November 30, 2020.

<sup>5</sup> Vgl. Baum A., Checherita-Westphal C. und P. Rother (2013), Debt and growth: New evidence for the euro area, Journal of International Money and Finance, Volume 32, 2013.

<sup>6</sup> Vgl. Eberhardt M. und A. F. Presbitero (2015), Public debt and growth: Heterogeneity and non-linearity, Journal of International Economics, Volume 97, Issue 1; und Panizza, U. und A. F. Presbitero., (2013) Public debt and economic growth in advanced economies: A survey. Swiss J Economics Statistics 149.

<sup>7</sup> Vgl. Checherita-Westphal C. (2019), Interest rate-growth differential and government debt dynamics, ECB Economic Bulletin, Issue 2/2019.

<sup>8</sup> Eine Modellrechnung zeigt, dass mit den Mitteln aus dem EU Recovery Fund unter konservativen Annahmen auch eine allmähliche und verzögerte "Normalisierung" der Zinssätze die Tragfähigkeit der Schulden nicht untergraben würde: Vgl. Codogno L., Corsetti G. (2020), Post-pandemic debt sustainability in the EU/euro area: This time may (and should) be different, <https://voxeu.org/article/post-pandemic-debt-sustainability-eueuro-area>.