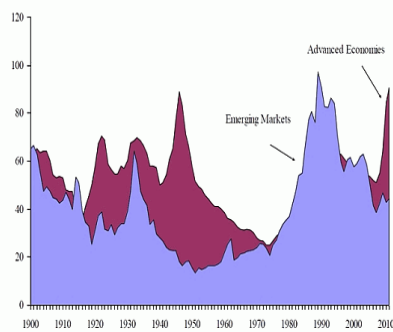


FIGURE 1. Gross Central Government Debt as a Percent of GDP: Advanced and Emerging Market Economies, 1860-2011 (unweighted averages)



## Schuldenüberhang – gestern und heute

### Description

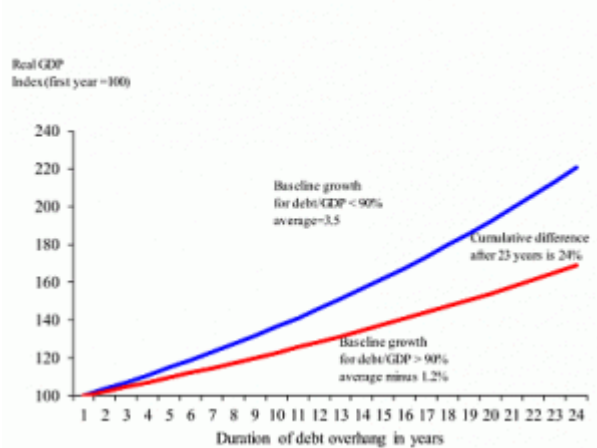
Carmen Reinhart, Vincent Reinhart und Kenneth Rogoff untersuchen in einer neuen Arbeit "[Debt Overhangs: Past and Present](#)", aufbauend auf einer Untersuchung von Carmen Reinhart und Rogoff, Situationen, in denen die Staatsschuldenquote mindestens fünf Jahre lang über 90% lag. Ihre Datenbasis geht dabei bis zu den frühen 1800er Jahren zurück.

Konsistent zu anderen Forschungsergebnissen fanden sie heraus, dass solche Perioden von Schuldenüberhängen mit Wachstumsraten verbunden sind, die über ein Prozent niedriger liegen als gewöhnlich.

Unter den 26 Schulden-Episoden, die sie genauer untersucht haben, dauerten 20 mehr als eine Dekade. Fünf der sechs kürzeren Episoden folgten direkt nach den beiden Weltkriegen. Über alle untersuchten Episoden gemittelt, betrug die gemittelte Dauer ungefähr 23 Jahre. Die lange Dauer täuscht über den Zusammenhang mit Schuldenaufbau in zyklischen Rezessionen hinweg. Sie impliziert weiter, dass der durch den Schuldenüberhang bedingte kumulative Rückgang im Output massiv ausfallen kann.

Wachstumseffekte waren auch dann signifikant, wenn es Schuldnerländern gelang, sich bei relativ niedrigen realen Zinsen kontinuierlich Zugang zu den Kapitalmärkten zu bewahren. Offensichtlich werden also Wachstums-reduzierende Effekte hoher öffentlicher Schulden nicht alleine durch hohe Zinsen transportiert, so die Autoren.

Figure 5. Real GDP and Debt Overhangs: Basic Calculus of Cumulative Effects

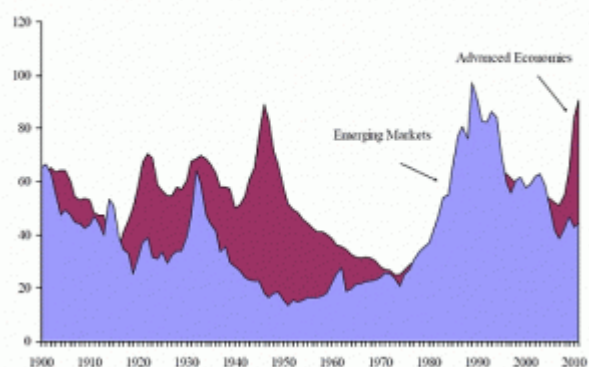


Ein besonderes, aktuelles Problem ergibt sich aus der Tatsache, dass bei den entwickelten Ländern ein Rekord-Anteil der Schulden durch externe (ausländische) Kreditgeber gehalten wird. Das begrenzt im allgemeinen die Möglichkeiten einer Regierung, ihre Gläubiger zu zwingen, Verluste in Kauf zu nehmen – entweder schnell (durch Pleiten) oder langsam mittels finanzieller Repression (siehe unten).

(Anmerkungen: Ein wichtiges (gefährliches) Beispiel hierfür ist Spanien (über 90% vom BIP externe Schulden). Der hohe Anteil interner Verschuldung ist bei Japan andererseits der Grund dafür, warum sich das Land mit einer hohen Schuldenquote seit vielen Jahren "über Wasser" hält – siehe auch hier: [Schuldenquoten](#)).

Wie stark der Schuldenstand der Industrieländer in den vergangenen Jahren gestiegen ist, zeigt das folgende Diagramm. Er liegt heute sogar höher als direkt nach dem Zweiten Weltkrieg. Die Schulden der Emerging Markets hatten ihren Höchststand in den frühen 1990er Jahren, seitdem wurden sie kräftig reduziert. (Man könnte fast meinen, es hätte ein Schuldentausch zwischen erster und zweiter Welt stattgefunden).

FIGURE 1. Gross Central Government Debt as a Percent of GDP: Advanced and Emerging Market Economies, 1860-2011 (unweighted averages)



Die Verfasser merken zum Schluss ihrer Untersuchung an, neue Entwicklungen in Technologie und Globalisierung könnten ein solch großes Wachstumspotenzial schaffen, dass sich die heutigen Rekordschulden als handhabbar erweisen. Auf der anderen Seite sehen sich viele Länder einem vierfachen Schuldenüberhang gegenüber – öffentlich, privat, extern und rentenseitig. Daher kann das Schuldenproblem auch noch viel gravierender werden und sich viel schwerer lösen lassen als in der Vergangenheit.



In einem [Working Paper der Bank für internationalen Zahlungsausgleich](#) (BIS) haben Carmen Reinhart und Belen Sbrancia sich mit dem **Thema „finanzielle Repression“** befasst. Ziel ist die "schleichende" Entschuldung des Staates. Sie kann unterschiedliche Formen annehmen: Direkte Kreditvergaben von Renten-, und Versicherungsfonds an Staaten, festgelegte Höchstzinssätze, Kapitalbeschränkungen, eine engere Verzahnung von Banken und Regierungen. "Finanzielle Repression" setzt einen negativen Realzins voraus, das nominale Zinsniveau liegt für längere Zeit unter den nominalen Wachstums- und den Inflationsraten. Dabei ist es nicht erforderlich, dass die Inflation die Marktteilnehmer überrascht, sie muss auch im historischen Vergleich nicht besonders hoch sein, dafür aber beständig.

Alternativen zur finanziellen Repression wären Staatsbankrott oder „starke Inflation.“ Das sind zwei „unpopuläre Maßnahmen“, wie es in dem Arbeitspapier heißt. Weitere Alternativen wären stark verzögertes Wirtschaftswachstum und „Austerity“ mit lang anhaltenden Sparprogrammen und dem Risiko einer deflationären Depression. Auch diese Maßnahmen sind nicht willkommen – u.a. aus dem Grund, dass die Regierenden gerne wieder gewählt werden wollen und daher „ihrem Volk“ solche Maßnahmen nicht „zumuten“ wollen (siehe auch [hier!](#)).

Finanzielle Repression ist das Mittel der Wahl, um einen schleichenden Zahlungsausfall herbei zu führen. Nach dem zweiten Weltkrieg gelang es zahlreichen Ländern, insbesondere den USA, mit solchen Methoden und moderater Inflationsrate innerhalb von zehn bis 20 Jahren einen großen Teil ihrer Staatsverschuldung zurück zu führen.

Die Eurozone befindet sich aktuell in der Umsetzungsphase finanzieller Repression. Die Brüsseler Rettungsschirme erhalten Zuflüsse von staatlichen Rentenfonds. Staatsanleihen wird durch die Finanzaufsichtsbehörden ein geringes Risiko beigemessen, das führt zu beständigem Zufluss in solche Assets mit der Konsequenz sinkender Zinsen. Die EZB hält die Leitzinsen unterhalb der Inflationsrate (negativer Realzins). Auch dadurch werden die Kreditkosten der Regierungen künstlich niedrig gehalten. (Zudem sorgt [Target2](#) für einen beständigen Strom billigster, unkündbarer Kredite).

Ob das dieses Mal wieder gelingt wie nach dem zweiten Weltkrieg, hängt davon ab, ob die [Wirtschaftssubjekte der Funktionsfähigkeit des Papiergeld-Systems weiter vertrauen](#). Hier liegt ein wesentlicher Unterschied zur Zeit nach dem zweiten Weltkrieg: [Damals war das Bretton Woods System noch in Kraft](#) mit seiner Golddeckung des US-Dollars. Hinzu kam, dass wegen der politischen Blockorientierung eine Art „blinder“ Glaube an das westliche Prinzip hoch gehalten wurde. Das gab dem Dollar zusätzlich einen Vertrauensvorschuss. Und schließlich gab es den großen Bedarf aus dem Wiederaufbau, der für lang anhaltende Nachfrage sorgte.

Heutzutage begegnen die Wirtschaftssubjekte dem US-Dollar und vielleicht mehr noch dem Euro zunehmend mit Skepsis. Ein Wiederaufbau-Boom fehlt. Zudem ist die externe Verschuldung der USA hoch (Chinas Währungsreserven z.B.). In einem solchen Falle führt finanzielle Repression möglicherweise schnell zu einer Währungskrise.