

# Wer soll das bezahlen?

## Eine fiskalische Betrachtung zu den Folgen der Corona-Pandemie

allianzgi.com

Juni 2020



**Dr. Hans-Jörg Naumer**  
Director,  
Global Capital Markets  
& Thematic Research

Ja, aber wer soll das bezahlen? – ist eine Frage, die sich in Anbetracht der gegen die Corona-Krise geschnürten Fiskalpakete derzeit viele stellen. Zu Recht. Die Maßnahmenpakete zur Stabilisierung der Wirtschaft sind enorm. Die Ausgaben entsprechend auch. Gleichzeitig sinken die Steuereinnahmen. An Lösungsvorschlägen mangelt es nicht: Von „Helikoptergeld“ der Zentralbanken bis „Lastenausgleich“ per Vermögenssteuern reichen die Vorschläge. Dabei hilft bereits das Negativzinsumfeld, die weiter steigenden Schuldenberge abzutragen. Wie? Das zeigt diese Studie.

Auch von Seiten der öffentlichen Schulden wird die Welt nach der Corona-Krise eine andere sein. Waren die (öffentlichen) Schuldenberge schon vor der Krise beachtlich, werden sie jetzt noch deutlich höher werden.

**Siehe auch unsere Studie:**  
[„Pandemie: Hammer und Tanz‘ auf dem Weg zurück zur Normalität.“](#)

### Finanzierungsmodelle

Stellt sich die Frage, wie diese zusätzlichen Ausgaben finanziert werden sollen. Die Antworten sind vielfältig. Neben Steuererhöhungen sind auch Vermögensabgaben im Gespräch. Diese erinnern an den „Lastenausgleich“, wie er in Deutschland nach dem Zweiten Weltkrieg durchgeführt wurde. Daneben werden Schulden-schnitte diskutiert, aber auch die monetäre Finanzierung durch die Druckerpresse der Zentralbanken im Geiste der „MMT“ („Modern Monetary Theory“ – die sogenannte „moderne Geldtheorie“). Dabei handelt es sich um nichts anderes als um das schon vor Jahren in die Diskussion geworfene „Helikoptergeld“<sup>1</sup>. Kurz gesagt: Die Habenseite der Zentralbank wird zum Gegenüber der Sollseite des Finanzministeriums. Wer sein eigenes Geld drucken kann, braucht sich um seine Schulden keine Gedanken zu machen.

Was bei den Lösungsmöglichkeiten nicht übersehen werden sollte, ist die entlastende Wirkung extrem niedriger, ja sogar negativer Anleiherenditen. Wer sich billigst refinanzieren oder – bei negativen Zinsen – gar mit neuen Schulden alte Schulden teilweise tilgen kann, braucht das Abtragen des Schuldenbergs wenig zu fürchten. Im Idealfall trägt sich dieser – Renditen, Inflation und Wachstum sei Dank – über die Zeit selbst ab.

Bei deutschen Staatsanleihen gibt es über fast alle Laufzeiten hinweg keine positive Rendite mehr. Auch in anderen europäischen wie außereuropäischen Staaten gehören Negativrenditen zum bekannten Bild an den Anleihenmärkten. Im globalen Kontext notieren aktuell (Ende Mai 2020) knapp 60% des globalen Staatsanleihenmarktes mit einer Rendite von unter 1%. Knapp 20% aller Staatsanleihen haben eine negative Rendite – weltweit. Nominal. D.h., der Kaufkraftverlust durch Inflation, und sei diese noch so niedrig, wurde dabei noch gar nicht berücksichtigt.

### Aus Schulden einfach herauswachsen?

Wie komfortabel Niedrig-/Negativzinsen sein können, zeigt sich bei den impliziten Zinsen, welche die Staaten auf ihre Schulden zahlen müssen. Vergleicht man den Durchschnitt der impliziten Schulden, die seit dem Ausbruch der Finanzkrise bis an den aktuellen Rand (2008 – 2020) anfielen, mit dem Durchschnitt des 10-Jahreszeitraums davor (1997 – 2007), so zeigt sich für eine Reihe von Industriestaaten ein nahezu halbiertes Zins (vgl. Tabelle 1).

Kann dieses Renditeniveau dazu beitragen, dass die Staaten aus ihren Schulden über die Zeit herauswachsen? In einer Szenariobetrachtung wird dies im Folgenden untersucht. Die Grundüberlegungen bauen auf Contessi auf, der wiederum auf Domar zurückgreift.<sup>2,3</sup>

Zentral ist das Verhältnis von dem realen Zins, mit dem die öffentlichen Schulden refinanziert werden, zu der realen volkswirtschaftlichen Wachstumsrate. Wird ein ausgeglichener Primärhaushalt unterstellt, ist für die Schuldendynamik entscheidend, dass der Realzins langfristig unterhalb der realen Wachstumsrate liegt. Nur dann kommt es zu einem Abbau der Staatsschulden über die Zeit. Die öffentliche Hand wächst gleichsam aus ihren Schulden heraus, d. h., die Schuldenquote sinkt. Ist dies nicht der Fall, müssen Primärüberschüsse erzielt werden. Um den Schuldenabbau voranzubringen, müssen diese umso größer sein, je stärker der Realzins über dem Wachstum liegt.<sup>4</sup>

**Tabelle 1: Durchschnittliche implizite Zinsen ausgewählter Länder**

	2020	2008–2020	1997–2007	Rückgang über die Vergleichsperioden in %
Deutschland	1,36	2,44	5,02	51,41

Quellen: Europäische Kommission; AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research; Mai 2020

### Die Mechanik des Schuldenabbaus

Für die Szenariobetrachtungen wurde die Entwicklung der Schuldenquoten entlang der Formel  $d_{t+1} = (1+r_{t+1}) / (1+g_{t+1}) \cdot d_t - pb_{t+1}$  gem. Contessi und Domar (vgl. Kasten) untersucht.<sup>5</sup> Die Schuldenquote „d“ setzt den Schuldenstand des betrachteten Landes bzw. der Region in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP).

### Die „Entschuldungsformel“

$$d_{t+1} = (1+r_{t+1}) / (1+g_{t+1}) \cdot d_t - pb_{t+1} \quad \text{mit } r_{t+1} = n_{t+1} - p_{t+1}$$

- d Schuldenquote („debt-to-GDP ratio“)
- n nominaler Zinssatz des Staates („nominal interest rate“)
- r reale Zinssatz des Staates („real interest rate“)
- g reale Wachstumsrate („reald GDP growth rate“)
- pb Primärbilanz in Relation zum BIP („primary balance-to-GDP-ratio“)
- p Inflationsrate

<sup>1</sup> Vgl. dazu auch Naumer, Hans-Jörg; „Helikoptergeld: Zentralbanken als „Spender of Last Resort“?“, Ökonomenstimme vom 23. November 2015; sowie: „Helikoptergeld: Wie es funktionieren soll“, Ökonomenstimme vom 4. April 2016.

<sup>2</sup> Vgl. Contessi, Silvio; „An Application of Conventional Sovereign Debt Sustainability Analysis to the Current Debt Crises“, in: Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW; Mai/Juni 2012; S. 197–220; S. 199 f.

<sup>3</sup> Vgl. Domar, Evsey D.; „The ‘Burden of the Debt’ and the National Income“, in: American Economic Review, 34. Jahrgang (1944); Heft 4; S. 798–827.

Ausgangspunkt waren für den aktuellen Zeitrand der Jahre 2020 und 2021 die Schätzungen für die Schuldenquoten der Europäischen Kommission (Stand Mai 2020; also inklusive der im Kontext der Pandemie bereits beschlossenen fiskalisch wirksamen Maßnahmen)<sup>6,7</sup>. Davon ausgehend wurde analysiert, wie sich die realen impliziten Zinsen „r“, mittels derer sich die öffentlichen Haushalte refinanzieren, die jeweils über die Betrachtungszeiträume zunächst als ausgeglichen unterstellte Primärbilanz „pb“ (in Relation zum Wachstum) und das (reale) Wachstum „g“ entlang dieser Formel auswirken.

Für die weitere Betrachtung der einzelnen Varianten wurden dann Annahmen bzgl. der Inflation „p“ und des Primärhaushalts „pb“ getroffen. Als Annahme für das reale Wachstum wurden die langfristigen Schätzungen der OECD verwendet, die bis zum Jahr 2060 reichen<sup>8</sup>. Die Modellierung der impliziten Zinssätze, die auf die jeweiligen Haushalte entfallen, setzt an den aktuellen Schätzungen für das Jahr 2021 der Europäischen Kommission an (vgl. Tabelle 1).

Bei den Annahmen zu den zukünftigen Veränderungen des impliziten Zinssatzes auf die Staatsverschuldung wurde modellhaft berücksichtigt, dass dieser mit einem nachlaufenden Effekt auf Veränderungen der Zinsstrukturkurve reagiert. Das heißt: Renditeveränderungen an den Kapitalmärkten kommen nur zeitverzögert mittels Refinanzierung auslaufender Staatsanleihen bei den Finanzierungskosten für die öffentlichen Schulden an.

Beim impliziten Zins wurde ein gleitender Rückgang bis zu einem Tief im Jahr 2030 p. a. unterstellt, der dem durchschnittlichen Rückgang in den Jahren 2008 – 2020 entspricht. Dieser Rückgang lag leicht über 20 Basispunkte. Der ab 2031 dann gemäß Modell einsetzende Anstieg des impliziten Zinses vollzieht sich bis zum Jahr 2060.

Als Annäherung für ein „normales“ Zinsumfeld wurde die „Ultimate Forward Rate“ der European Insurance and Occupational Pensions Authority („EIOPA“ – Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung) gewählt, wie sie gemäß der Regularien für Solvency II zum Einsatz kommt<sup>9</sup>. Modellhaft wurde unterstellt, dass die impliziten Zinsen ab 2030 um 20 Basispunkte p. a. wieder ansteigen und dann eine Kappungsgrenze bei diesem langfristigen Zins gem. EIOPA haben.

Führen also die Negativ-/Niedrigzinsen zu einem Abbau der Schuldenberge? Dazu folgende Szenarien.

### **Szenario 1 – Basisszenario: ausgeglichener Primärhaushalt**

Die entlastende Wirkung weiter sinkender impliziter Zinsen wird bei jedem der betrachteten Länder sichtbar – wenn auch sehr unterschiedlich. Sie ist abhängig von der Höhe der Schuldenquote zu Beginn der Betrachtung. Dies zeigt das Basisszenario, bei dem ein ausgeglichener Primärhaushalt unterstellt wird. Dabei gilt: Je höher der anfängliche Schuldenstand, desto weniger stark ausgeprägt ist die Wirkung. Ebenfalls deutlich wird: Je höher die durchschnittliche Inflationsrate, desto besser gelingt der Schuldenabbau. Bei der Inflation wurde ein Korridor von +/-1% um das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank untersucht.

Bei einer unterstellten Inflationsrate von 3% sinkt die Schuldenquote kontinuierlich. Bei durchschnittlichen 2% sinkt die Schuldenquote bis zum Jahr 2044 auf leicht unter 48 und steigt dann langsam wieder an. Bei einer Inflationsrate von durchschnittlich 1% wird das Maastricht-Kriterium von 60 im Jahr 2036 unterschritten. Danach sinkt die Schuldenquote bis 2041 leicht weiter, um erst dann wieder anzusteigen (vgl. Schaubild 1).

### **Szenario 2: positiver Primärhaushalt**

Ein deutlicher Rückgang kann mit einem dauerhaften Primärüberschuss von 1% pro Jahr erzielt werden. Im Falle Deutschlands kommt es zu kontinuierlichen Rückgängen der Schuldenquote für jedes der drei Inflations-szenarien. Bei 3% Inflation sind die Schulden bis 2060 faktisch abgebaut. Bei einer nur 1-prozentigen Inflationsrate sinkt die Schuldenquote bis zum Ende des Betrachtungszeitraums auf ca. 34 (vgl. Schaubild 2).

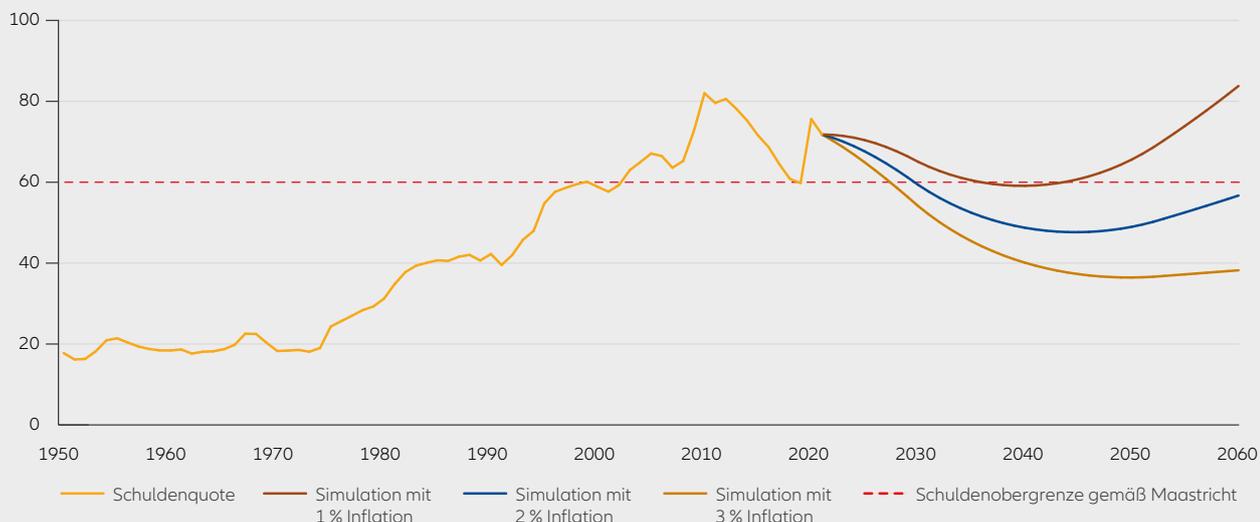
<sup>4</sup> Vgl. dazu auch eine vorausgehende Studie von Naumer, Hans-Jörg; „Fördern Geldpolitik und Niedrigzinsen einen nachhaltigen Rückgang der Staatsschulden im Euroraum? Eine Szenarioanalyse.“; Wirtschaftsdienst; 95. Jahrgang; Heft 9; 2015; S. 614–618.

<sup>5</sup> Anders als bei Contessi, wurde der Münzgewinn der Zentralbank in der Gleichung nicht gesondert betrachtet, sondern implizit in den Primärhaushalt einberechnet.

<sup>6</sup> Dabei wurden nur die direkt fiskalisch wirksamen Ausgaben infolge der Corona-Krise in die Betrachtungen einbezogen, nicht möglicherweise haushälterisch noch wirksam werdende Maßnahmen, wie z. B. Bürgschaften und Kredite. Hiervon können noch weitere Belastungen ausgehen, welche die Schuldenrelationen verschlechtern. Auch wurden die expliziten Staatsschulden als Ausgangspunkt genommen, nicht die erst in Zukunft wirksam werdenden impliziten Ausgaben, die sich z. B. aus den Sozialversicherungen ergeben. Die Kommission betont dabei, dass sie lediglich von einer Infektionswelle ausgeht. Würde eine weitere folgen, triebe dies die Schulden entsprechend weiter in die Höhe.

### Schaubild 1: Entwicklung der Schuldenquote

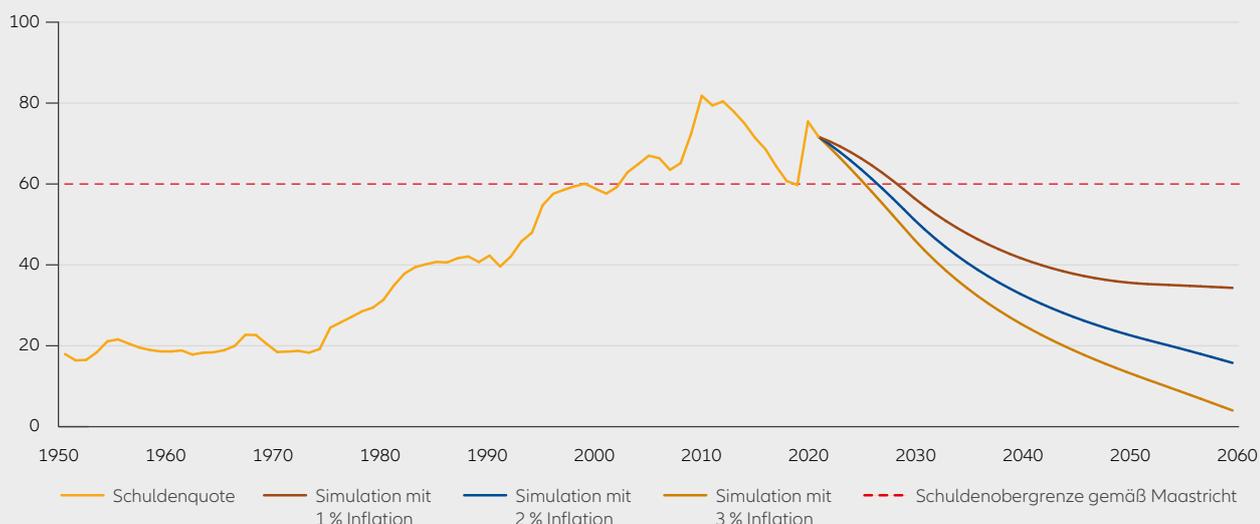
Deutsche Staatsverschuldung in % des Bruttoinlandsproduktes (schematische Darstellung), bei ausgeglichenem Primärhaushalt



Quellen: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, Europäische Kommission Mai 2020, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research. Die dargestellten Simulationen dienen ausschließlich zu Zwecken der Veranschaulichung und geben keine tatsächliche Wertentwicklung wieder; sie sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

### Schaubild 2: Entwicklung der Schuldenquote

Deutsche Staatsverschuldung in % des Bruttoinlandsproduktes (schematische Darstellung), bei einem Primärüberschuss von 1% p. a.



Quellen: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, Europäische Kommission Mai 2020, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research. Die dargestellten Simulationen dienen ausschließlich zu Zwecken der Veranschaulichung und geben keine tatsächliche Wertentwicklung wieder; sie sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

### Schuldenabbau per Niedrigzinsen

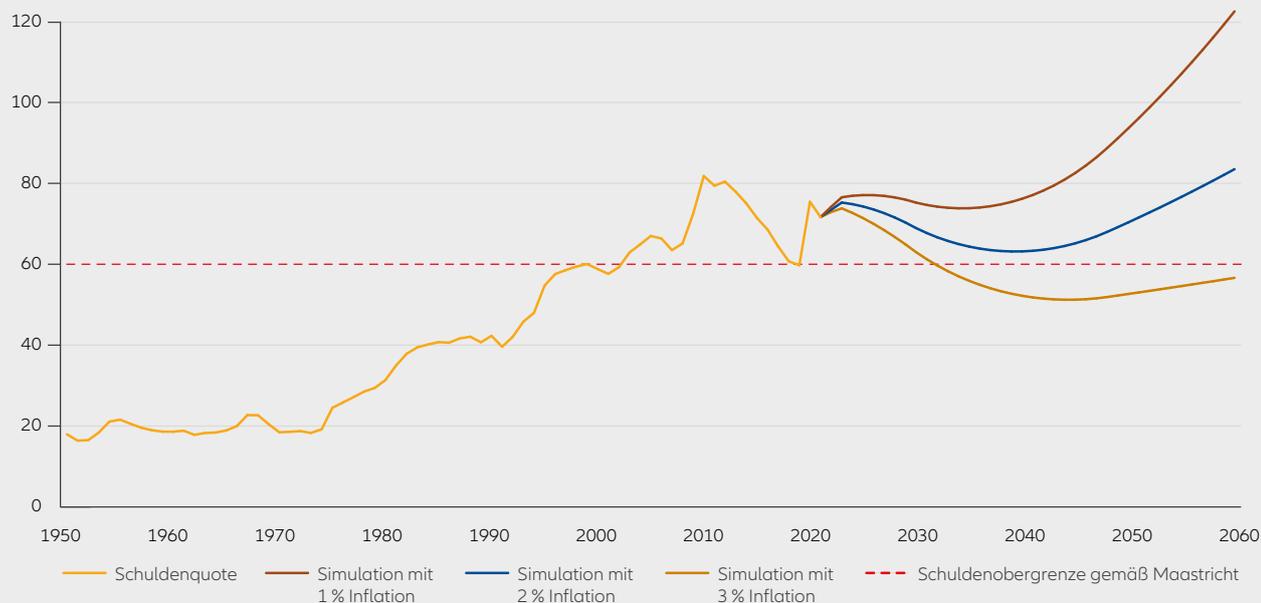
Entscheidend beim Schuldenabbau ist die entlastende Wirkung niedriger impliziter Zinsen, mit denen die öffentlichen Haushalte belastet werden.

Zur Verdeutlichung noch einmal folgende Betrachtung: Läge der implizite Zins statt bei 1,36% (Europäischen Kommission) bei 2,44% (was dem Durchschnitt des impliziten Zinses der Jahre 2008 – 2020 entspricht; Schaubild 3), verlief der Rückgang der Schuldenquote schon merklich ungünstiger. Ohne weitere Maßnahmen würde bei einer Inflation von 1% eine Schuldenquote von 100 im Jahr 2053

erreicht. Läge der implizite Zins gar bei – unwahrscheinlichen – 5% (was dem impliziten Zins der Jahre 1997 – 2007 entspricht), würden die Schuldenquoten unabhängig von der Inflationsentwicklung kontinuierlich ansteigen. Ein Primärüberschuss von 1% würde nur bei einer Inflationsrate von 3% zu einem dauerhaften Rückgang der Schuldenquote führen. Auch eine mittlere Variante von 3,75% würde den Schuldenabbau merklich hemmen. In diesem Fall gelänge ein anhaltender Rückgang der Schuldenquote nur in dem unwahrscheinlichen Fall einer Inflationsrate, die dauerhaft bei 3% p.a. liegt, und das von 2021 an.

### Schaubild 3: Entwicklung der Schuldenquote

am Beispiel Deutschlands bei einem ausgeglichenen Primärhaushalt einem anfänglichen impliziten Zinssatz 2021 von 2,44%



Quellen: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, Europäische Kommission Mai 2020, AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research. Die dargestellten Simulationen dienen ausschließlich zu Zwecken der Veranschaulichung und geben keine tatsächliche Wertentwicklung wieder; sie sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

<sup>7</sup> Zur Veranschaulichung wurden zusätzlich die historischen Schuldenquoten gemäß der „Historical Public Debt Database“ des Internationalen Währungsfonds (IWF) genutzt.

<sup>8</sup> OECD Data; „GDP long-term forecast“; zuletzt überprüft am 25. Mai 2020.

<sup>9</sup> Vgl. EIOPA: „Consultation Paper on a technical document regarding the risk free interest rate term structure“; Frankfurt; 2014; sowie: „Risk-free interest rate term structures“; ebenso von EIOPA; zuletzt geprüft am 24. Mai 2020.

Wer soll das bezahlen?  
Eine fiskalische Betrachtung zu den Folgen der Corona-Pandemie

## Fazit

Eine Entschuldung gelingt umso besser, je höher die Inflation und je niedriger die Nominalrenditen – bzw. je länger die Niedrig-/Negativzinsphase anhält. Am Ende bezahlen die Gläubiger, d. h. die Zeichner von Staatsanleihen, für einen Teil des Schuldenabbaus selbst: indem sie zu Realzinsen anlegen, die unterhalb des realen Wachstums liegen.

Mit Blick auf Deutschland sind zusätzliche Steuern nicht notwendig, auch nicht, wenn das Anfang Juni beschlossene Konjunkturpaket von 130 Mrd. Euro mit berücksichtigt wird, was in den hier vorgelegten Betrachtungen noch nicht einbezogen wurde. Die 130 Mrd. entsprechen knapp 4% des deutschen Bruttoinlandsproduktes. Würden diese verteilt über 2020 und 2021 ausgegeben, stiege die Schuldenquote in diesen beiden Jahren um jeweils knapp 2% – und hätte damit kaum einen Effekt auf den Verlauf der Schuldenpfade.

Deutschland schafft den Abstieg vom Schuldengipfel – aber hauptsächlich dank extrem niedriger/negativer Zinsen und Dank eines günstigen Ausgangspunktes bei der Schuldenquote.

## Dr. Hans-Jörg Naumer

Director Global Capital Markets & Thematic Research  
Allianz Global Investors

Wer nicht lesen will, kann hören. Viele unserer Studien gibt es jetzt auch als Podcast. Einfach Reinhören und abonnieren:

<https://soundcloud.com/allianzgi>

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und Erträge daraus können sinken oder steigen. Investoren erhalten den investierten Betrag gegebenenfalls nicht in voller Höhe zurück. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Wenn die Währung, in der die frühere Wertentwicklung dargestellt wird, von der Heimatwährung des Anlegers abweicht, sollte der Anleger beachten, dass die dargestellte Wertentwicklung aufgrund von Wechselkursschwankungen höher oder niedriger sein kann, wenn sie in die lokale Währung des Anlegers umgerechnet wird. Die dargestellten Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Veröffentlichungszeitpunkt und können sich – ohne Mitteilung darüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus verschiedenen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich bewertet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert. Es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht grob fahrlässig oder vorsätzlich verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang. Dies ist eine Marketingmitteilung herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.de](http://www.allianzgi.de), eine Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland; Sitz: Bockenheimer Landstr. 42-44, 60323 Frankfurt/M., Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt/M., HRB 9340; zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet; es sei denn dies wurde durch Allianz Global Investors GmbH explizit gestattet.

© 2020 Allianz Global Investors.

## Weitere Analysen

### Corona-Krise

- [Pandemie: „Hammer“ und „Tanz“ auf dem Weg zurück zur Normalität](#)
- [Verhaltensökonomie in Zeiten des Coronavirus](#)
- [Schwellenländer & Corona-Pandemie](#)

### Thematisch investieren

- [AI – KI: Künstliche Intelligenz: Teil unseres Alltags, Treiber unserer Zukunft](#)
- [Kapitaleinkommen für das 2. Maschinenzeitalter](#)
- [Investieren als rationaler Optimist](#)
- [In die Welt von morgen investieren](#)
- [Interview: „Die Zukunft der Arbeit: Brauchen wir ein bedingungsloses Grundeinkommen?“ \(Podcast\)](#)

### Aktives Management

- [Aktives Management](#)
- [Aktives Management in Zeiten der Disruption](#)
- [Anleihenmanagement im Niedrigzinsumfeld](#)

### Anlagestrategie und Investment

- [Kapitalmarktbrief \(monatlich neu\)](#)
- [Kapitaleinkommen mit Dividenden erzielen](#)

### Kapitalbeteiligung und Vermögensaufbau

- [Kapitaleinkommen mit Dividenden erzielen](#)
- [Gerechte Teilhabe – oder: Warum wir die Kapitalbeteiligung im 21. Jahrhundert brauchen](#)
- [7-Punkte-Sofortprogramm für ein Volk von Aktionären](#)
- [Bedingungsloses Grundeinkommen durch Fonds-Investitionen](#)
- [Beim Sparen sparen \(Video\)](#)
- [„Beim Sparen sparen“ \(Studie\)](#)

### ESG & Nachhaltigkeit

- [#FINANCEFORFUTURE](#)  
[Investieren gegen den Klimawandel](#)
- [Künstliche Intelligenz für mehr Nachhaltigkeit – #AIForFuture](#)
- [Mehrwert oder Marketing?](#)  
[Was bedeutet ESG für die Kapitalanlage? \(Teil 1\)](#)
- [Mehrwert oder Marketing?](#)  
[Was bedeutet ESG für die Kapitalanlage? \(Teil 2\)](#)
- [Wachstum ist keine Frage des „ob“ sondern des „wie“ – Antworten an den Club of Rome](#)

### Multi Asset

- [Active is: Die Segel in wechselnde Winde stellen](#)
- [Die Odysseus-Strategie der Kapitalanlage \(Teil 1\)](#)
- [Die Odysseus-Strategie der Kapitalanlage \(Teil 2\)](#)

### Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- [Behavioral Finance – Überliste dich selbst](#)
- [Praxisstudie: Altersvorsorge & Verhaltensökonomie](#)
- [Die 7 Angewohnheiten erfolgreicher Investoren](#)
- [Wenn das Pferd tot ist, musst Du absteigen](#)