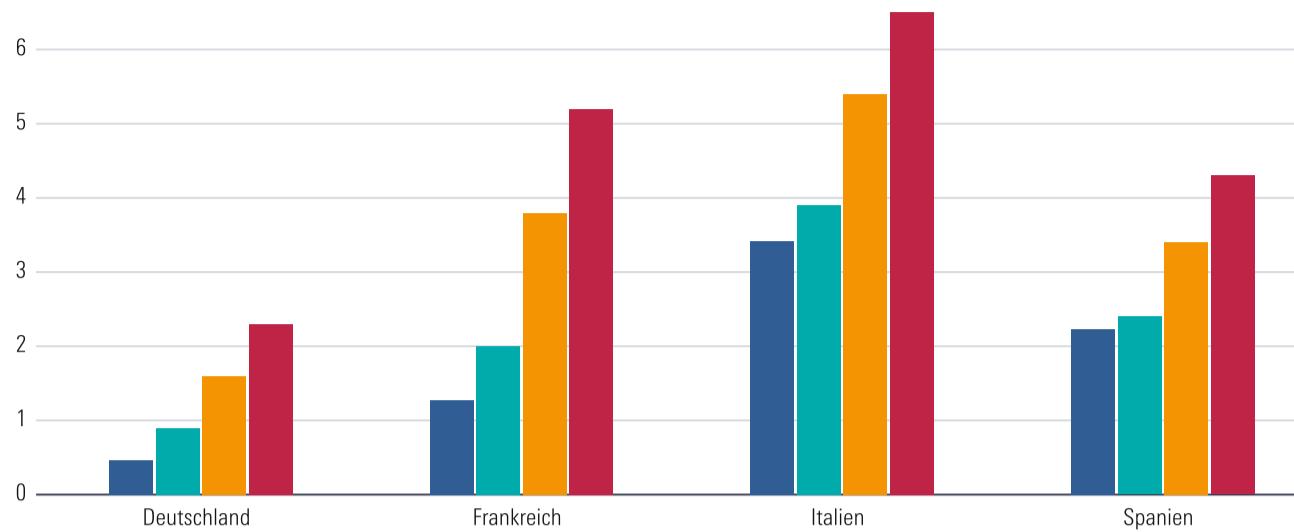


## Die Zinskosten steigen rasant

Zinszahlungen des Staates in Prozent des Bruttoinlandprodukts<sup>1</sup>

● 2020 ● 2025 ● 2030 ● 2035

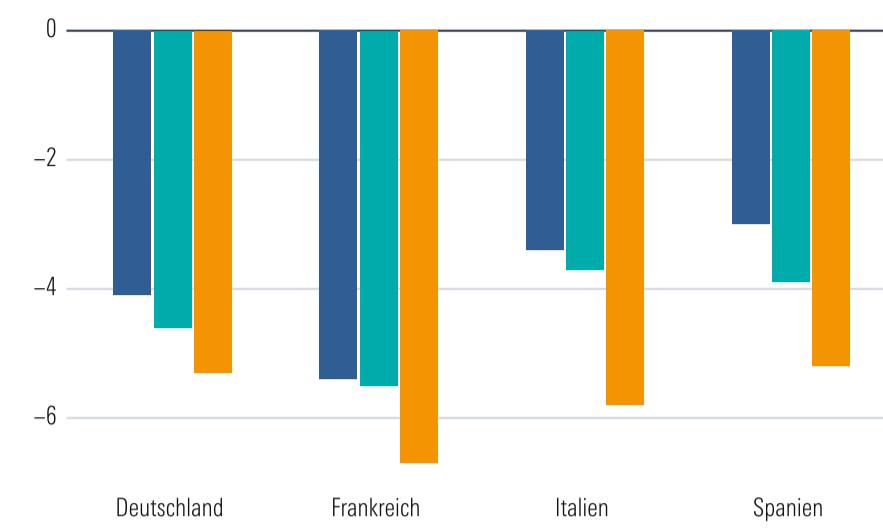
<sup>1</sup> Ab 2025 Simulationen der Commerzbank

QUELLEN: BLOOMBERG, COMMERZBANK

## Immer tiefer in die roten Zahlen

Staatlicher Haushaltssaldo in Prozent des Bruttoinlandprodukts<sup>1</sup>

● 2025 ● 2030 ● 2035

<sup>1</sup> Prognose der Commerzbank

NZZ/mfi.

# Europas Staatskassen leeren sich zusehends

*Der demografische Wandel, wachsende Verteidigungsausgaben und steigende Zinsen treiben die Schulden in die Höhe*

MALTE FISCHER, DÜSSELDORF

Wenn Bundeskanzler Friedrich Merz am Mittwoch den französischen Staatspräsidenten Emmanuel Macron in Berlin empfängt, dürfte die Atmosphäre zwischen den beiden freundschaftlich und locker sein. Ganz anders jedenfalls als zwischen Macron und Olaf Scholz, dem Amtsvorgänger von Merz. Während Scholz die Beziehungen zu den Nachbarn in Europa schleifen liess, bemüht sich Merz um ein entspanntes Verhältnis. Allein schon, um die Reihen Europas gegenüber Russland zu schliessen.

Bei Macron rennt der Kanzler offene Türen ein. Denn der Franzose plädiert seit langem für mehr Europa. Doch es ist nicht nur der Blick auf das geopolitische Geschehen, der verbindet. Paris und Berlin eint noch etwas anderes: das Problem rasant steigender Staatschulden.

In beiden Ländern legen die Staatsausgaben schneller zu als die Einnahmen. In Frankreich ist das Problem chronisch. Den letzten ausgeglichenen Haushalt gab es in der Grande Nation vor mehr als 50 Jahren. Die Zinsen für die aufgelaufenen Schulden absorbierten mittlerweile knapp 2 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung.

## Mit Corona fing es an

Deutschland wirtschaftete sparsamer, zwischen 2014 und 2019 gab es Jahr für Jahr sogar Überschüsse in den Haushalten von Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen. Daher muss Deutschland zurzeit nur 0,9 Prozent seiner Wirtschaftsleistung für die Zinsen auf Staatschulden aufwenden. Doch das dürfte sich bald ändern. Denn seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie befinden sich die öffentlichen Haushalte auch in Deutschland in den roten Zahlen.

In Frankreich, dessen Schulden dieses Jahr auf mehr als 116 Prozent des Bruttoinlandprodukts (BIP) klettern dürften, versucht die Regierung, das Minus durch Sparmassnahmen etwas zu verkleinern. Die Defizitquote soll von 5,4 Prozent in diesem auf 4,6 Prozent im nächsten Jahr sinken.

Ob das gelingt, ist fraglich. Zum einen reichen die Sparmassnahmen bei weitem nicht aus. Zum anderen hat die Regierung keine Mehrheit im Parlament. Daher ist sie auf die Zustimmung von Parteien am rechten oder linken Rand angewiesen. Diese haben angekündigt, das Sparpaket, das Nullrunden für Rentner und Beamte sowie die Streichung von Feiertagen enthaltet, abzulehnen.

Während Frankreich zumindest versucht, seine Staatschulden in den Griff

zu bekommen, treibt die Regierung in Berlin diese mit Verve in die Höhe. Vergangene Woche nahm das Milliardenpaket, das die Regierung für die Sanierung der maroden Infrastruktur und die Aufstockung der Verteidigungsausgaben auf den Weg gebracht hat, die letzte Hürde. Die EU-Kommission erteilte dem Paket ihren Segen, obwohl sie die Fiskalregeln des Stabilitätspaktes dafür grosszügig dehnen musste.

Die Ökonomen der Commerzbank rechnen damit, dass das gesamtstaatliche Defizit in Deutschland 2025 auf 4 Prozent des BIP in die Höhe schnellt. Damit nimmt das Land im Verhältnis zu seiner Wirtschaftsleistung mehr neue Kredite auf als die hochverschuldeten Länder Italien und Spanien, deren Haushaltsdefizite 2025 zwischen 3 und 3,5 Prozent ihres BIP liegen dürften.

## Verteidigung auf Kredit

In den nächsten Jahren werden die Schulden der öffentlichen Haushalte in Europa weiter steigen. Das hat mehrere Gründe und weitreichende Folgen. Spätestens nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine und allerspätestens nach dem Amtsantritt von Donald Trump in den USA ist den Regierungen auf dem alten Kontinent klar, dass sie mehr in die eigene Verteidigung investieren müssen. 3,5 Prozent des nationalen BIP wollen sie demnächst pro Jahr für das Militär ausgeben.

Dazu kommen 1,5 Prozent für militärisch nutzbare Infrastruktur. Für Deutschland heisst dies, dass künftig 30 Prozent des Bundeshaushalts in die Verteidigung fliessen. Rechnet man die Ausgaben für die militärisch nutzbare

Bürger und Sparer tun gut daran, sich auf ein Zeitalter der finanziellen Repression einzustellen.

Infrastruktur hinzu, sind es sogar fast 44 Prozent.

Die meisten Länder können oder wollen solche Kraftanstrengungen nicht aus dem regulären Staatshaushalt finanzieren. Daher greifen sie auf Kredite zurück. So hat sich die deutsche Regierung mit der Änderung des Grundgesetzes die Möglichkeit verschafft, Ausgaben für Verteidigung, die über ein Prozent des BIP hinausgehen, durch neue Schulden zu finanzieren.

Ein weiterer Treibsatz für die Schulden ist die Demografie. Die Anzahl der Einwohner im erwerbsfähigen Alter wird in den nächsten Jahren in Europa deutlich schrumpfen. Am stärksten wird das Deutschland zu spüren bekommen. Nach einer Projektion von Eurostat wird das Arbeitskräfteangebot in den nächsten zehn Jahren zwischen 0,7 und 0,8 Prozent pro Jahr schrumpfen. In Italien werden Arbeitskräfte ebenfalls knapper, ihre Verfügbarkeit wird sich bis 2035 um 0,4 bis 0,7 Prozent jährlich verringern. Etwas günstiger sieht es für Spanien und Frankreich aus, doch auch dort wird die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter schrumpfen.

Weil die Älteren immer länger leben, steuern die sozialen Sicherungssysteme in den nächsten Jahren auf einen Ausgaben-Tsunami zu. Ohne Zuschüsse aus den Staatshaushalten drohen sie zu kollabieren.

Und auch bei den öffentlichen Haushalten wird der demografische Druck steigen. Denn gibt es weniger Erwerbstätige, gibt es weniger Wachstum. Und weniger Wachstum bedeutet weniger Steuereinnahmen.

## In der Zinsen-Schulden-Spirale

Greifen die Regierungen weiter in die Kreditschatulle, droht ein Teufelskreis aus steigenden Zinsen und wachsenden Schuldenbergen. Noch profitieren die Staaten von den niedrigen Finanzierungskosten, die sie sich in den Jahren mit Null- und Negativzinsen durch die Ausgabe länger laufender Anleihen gesichert haben. Doch wenn die Billigkredite in den nächsten Jahren auslaufen, müssen die Regierungen sie durch neue Kredite zu höheren Zinsen ablösen.

In Deutschland liegen die Finanzierungskosten der Regierung nach Berechnungen der Commerzbank derzeit bei knapp 1,5 Prozent. Bis 2035 werden sie sich auf 2,7 Prozent nahezu verdoppeln. Die Finanzierungskosten für Frankreich dürften in dieser Zeit von unter 2 Prozent auf 3,7 Prozent zulegen, die für Italien von rund 3 auf 4,4 Prozent.

Steigen die effektiven Zinskosten der Staaten über die Wachstumsrate des nominalen BIP, setzt dies eine Aufwärtsdynamik bei der Schuldenquote in

Gang, die nur durch hohe Überschüsse im Primärhaushalt (ohne Zinsausgaben) gestoppt werden kann. Derartige Überschüsse sind jedoch nicht in Sicht. Den Regierungen fehlt es am Willen und an der Kraft für einen radikalen Sparkurs.

## Steigende Risikoprämien

Die Schulden dürften daher rasant steigen. Die Ökonomen der Commerzbank rechnen für Deutschland mit einem Anstieg der Schuldenquote von 62 Prozent 2024 auf über 92 Prozent im Jahr 2035. In Frankreich wird die Quote von 113 auf knapp 146 Prozent steigen, in Italien von 135 Prozent auf 153 Prozent und in Spanien von 101 Prozent auf 110 Prozent.

Das wird nicht ohne Reaktion der Finanzmärkte bleiben. Steigen die von den Investoren geforderten Risikoprämien in den Zinsen, beschleunigt sich die Zins-Schulden-Spirale. Dann dürfte es nicht lange dauern, bis die Europäische Zentralbank (EZB) unter Druck gerät, die Finanzierungskosten der Regierungen durch Zinssenkungen und Anleihekäufe zu drücken.

Der alte Kontinent gelangte wieder an jenen Punkt, an dem er vor mehr als 10 Jahren in der Euro-Krise schon einmal stand. Damals mutierte die EZB zum Büttel der Regierungen, kaufte deren Staatsanleihen und pumpte Liquidität ins Banksystem. In der Corona-Pandemie liess die Zentralbank die Käufe eskalieren und löste dadurch eine Inflationswelle aus.

Der Mix aus expansiver Finanz- und Geldpolitik droht sich in den nächsten Jahren zu wiederholen. Zieht die Inflation an, könnten Regierungen und Zentralbanken versucht sein, den höheren Renditefordernungen der Anleger mit dem Mittel der finanziellen Repression zu begegnen. So wie in den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg.

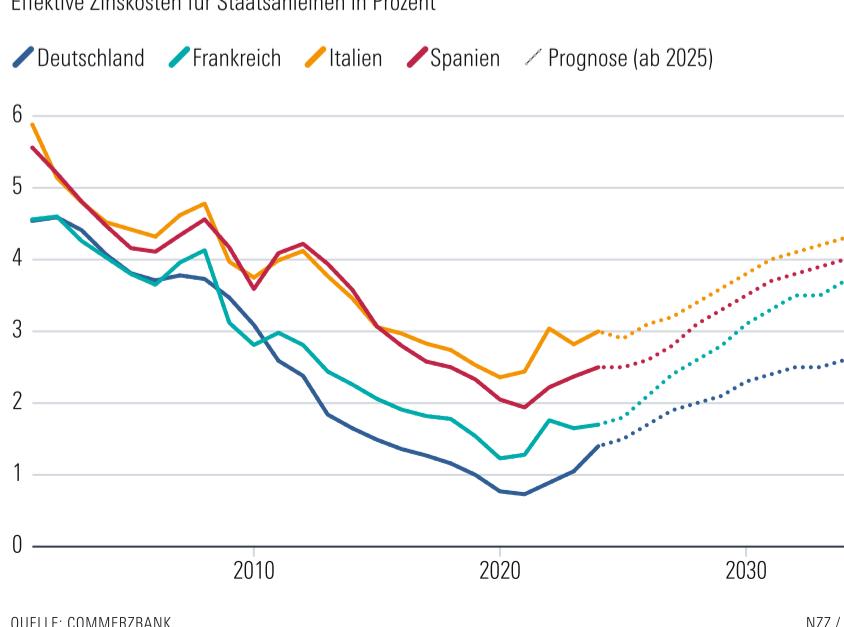
## Kapitalverkehrskontrolle droht

Damals wiesen die Regierungen die Zentralbanken an, die Zinsen nach unten zu drücken, legten Obergrenzen für die Verzinsung von Spareinlagen fest, verpflichteten institutionelle Anleger zum Kauf von Staatsanleihen und verhängten Kapitalverkehrskontrollen, um Investoren die Flucht ins Ausland zu erschweren.

Was wie ein Doomsday-Szenario anmutet, könnte schneller Realität werden als gedacht. Für Bürger und Sparer sind das keine guten Aussichten. Sie tun gut daran, sich auf ein Zeitalter der finanziellen Repression einzustellen. Darüber können auch telegen in Szene gesetzte Freundschaftstreffen der Staats- und Regierungschefs nicht hinwegtäuschen.

## Staatskredite werden wieder teurer

Effektive Zinskosten für Staatsanleihen in Prozent



QUELLE: COMMERZBANK

NZZ/mfi.