

Implizite Staatsverschuldung

Das versteckte Schuldendilemma

Michael Ferber 25.4.2016

Ungedeckte Versprechen drohen die hohen Schuldenberge vieler Industriestaaten in Zukunft noch zu vergrössern. Was sind die Folgen für Kapitalanlagen?



Viele Industriestaaten tun sich schwer damit, die immer höheren Schuldenlasten zu schultern. (Illustration Jörn Kaspuhl)

Viele Industriestaaten versinken in Schulden. Laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist die Staatsverschuldung in fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Zeitraum 2007 bis Ende 2015 von 75% auf rund 120% gestiegen. Erschreckend ist dabei, dass diese Zahlen sozusagen nur die halbe Wahrheit abbilden. Sie zeigen nur die sogenannte explizite bzw. offiziell ausgewiesene Staatsverschuldung. Die impliziten Schulden der Staaten berücksichtigen sie hingegen nicht. Diese umfassen unter anderem die künftigen Kosten der sozialen Sicherungssysteme sowie Pensionsansprüche von Bürgern – also zugesagte, aber nicht finanzierte Versprechen staatlicher Leistungen. Diese ungedeckten Versprechen drohen wegen der demografischen Alterung der Bevölkerung in vielen Ländern noch zu steigen. Schliesslich führt die steigende Lebenserwartung bei gleichzeitiger Reformunfähigkeit der Politik dazu, dass die sozialen Sicherungssysteme zusätzlich belastet werden. Die Berliner Stiftung Marktwirtschaft erstellt regelmässig Rankings für die Länder der EU, in denen neben den expliziten Schulden der 28 EU-Staaten auch absehbare künftige Defizite der öffentlichen Haushalte – eben die impliziten Schulden – berücksichtigt werden (vgl. Grafik). Bei dem im November vergangenen Jahres publizierten EU-Nachhaltigkeitsranking stellte die Stiftung Marktwirtschaft fest, dass sich die explizite Staatsverschuldung in vielen EU-Ländern jüngst stabilisiert habe. Ausserdem sei die Gesamtschuldenlast aus expliziten und impliziten Schulden im Vergleich mit dem Vorjahr im EU-Durchschnitt gesunken. Allerdings sei die Fiskalpolitik weiterhin in keinem EU-Staat tatsächlich nachhaltig. Es bestünden mehr oder weniger grosse «Nachhaltigkeitslücken», die sich aus der Summe der expliziten und der impliziten Verschuldung errechnen. Für die Gesamt-EU lag diese «Nachhaltigkeitslücke» 2015 bei

266% des Bruttoinlandprodukts (BIP) der 28 Länder. Das Problem hat also ein gewaltiges Ausmass.

Die Schweiz hat im Vergleich mit den meisten EU-Ländern eine niedrige Staatsverschuldung. Wie eine 2014 publizierte Studie des Forschungszentrums Generationenverträge (FZG) der Universität Freiburg i. Br. und der UBS ergeben hat, steht aber auch hierzulande nicht alles zum Besten. Alleine in der AHV betrug die implizite Staatsverschuldung gemäss der Studie 173,4% des Schweizer BIP. Vor allem in den Bereichen Gesundheit und Pflege bestehen zusätzliche implizite Schulden. Die Forscher halten den Zusammenhang zwischen der Altersvorsorge und dem öffentlichen Haushalt für naheliegend. Schliesslich seien Rentenversprechen, die nicht aus dem Vorsorgesystem heraus finanziert werden könnten, eine Verpflichtung des Staats. Im Ergebnis kam die Schweiz im Jahr 2011 auf eine «Nachhaltigkeitslücke» von 166% des BIP. Die expliziten Schulden betragen 35,5% des BIP, die tatsächliche Staatsverschuldung einschliesslich der impliziten Schulden lag gemäss der Studie bei 202,9%. Davon wurden bestehende explizite Vermögen in Höhe von 36,9% des BIP abgezogen.

Welchen Einfluss hat die implizite Verschuldung auf Vermögensanlagen? Aus Sicht von Daniel Kalt, Chefökonom Schweiz der Grossbank UBS, sind solche Projektionen schwierig. Würde die Finanzierungslücke in der AHV aber beispielsweise durch eine kontinuierliche Erhöhung der Mehrwertsteuer geschlossen, so hätte dies negative Begleiterscheinungen, sagte er vergangene Woche am Rande eines Demografie-Anlasses der UBS und der Universität Zürich. Der Wirtschaft würden so Mittel entzogen, beispielsweise würde der Konsum geschwächt. Dies könnte auch negative Auswirkungen auf Unternehmen haben.

Bereits heute bremsen riesige Schuldenberge in vielen Industrieländern das Wirtschaftswachstum. Bruno Gisler vom Vermögensverwalter Aquila geht davon aus, dass die implizite Staatsverschuldung durch die demografische Entwicklung noch steigen dürfte. Teile davon dürften irgendwann in eine explizite Staatsverschuldung mutieren. Dies habe Folgen für die Finanzmärkte. So berücksichtigten die Bonitätsbewertungen von Rating-Agenturen die implizite Staatsverschuldung in ihren Bonitätsbewertungen nicht oder nur ungenügend, Ratings müssten folglich angepasst werden. Aus Gislerts Sicht sind im EU-Raum vor allem Spanien, Grossbritannien und Frankreich vor diesem Hintergrund prominente Kandidaten für Rating-Herabstufungen. Zudem rechnet der Aquila-Vertreter damit, dass sich die finanzielle Repression durch die Staaten in den kommenden Jahren verstärken könnte. Das könne dazu führen, dass die Notenbanken die Staatsdefizite weiterhin über eine permanente Geldschwemme bzw. quantitative Lockerungen finanzierten. Als Folge davon dürften die Zinsen tief bleiben. Während die Suche nach Rendite weitergehe, könnten Vermögensblasen entstehen, die früher oder später platzten. Reagierten die Notenbanken anschliessend sogar mit Helikoptergeld, wäre der Weg hin zu einem Vertrauensverlust gegenüber dem Papiergeld kurz. In einem solchen Szenario würden risikoreiche Anlagen wie Aktien in einer ersten Phase profitieren. In einer zweiten Phase verlören aber alle Anlagen an Wert. Anleger wären mit Sachwertanlagen wie Aktien, Immobilien oder Edelmetallen aber besser beraten als mit Nominalanlagen wie Bonds. Ein anderes Szenario wären Steuererhöhungen. Als Folge würde die Staatsquote zu- und die Privatinitiative abnehmen, was das Wirtschaftswachstum noch mehr verlangsamen könnte. So könnte die explizite Staatsverschuldung trotz Steuererhöhungen weiter zunehmen, sagt Gisler. In einem solchen Szenario blieben die Aktienkurse unter Druck.

Privatanleger fahren wohl trotzdem am besten, wenn sie gelassen auf solche möglichen Szenarien reagieren. Nervöses Handeln führt dazu, dass die Kosten der damit in Kauf

genommenen Transaktionen die Netto-Rendite schmälern. Die Anleger dürften am besten damit fahren, Anlagen zu kaufen und zu halten, anstatt zu spekulieren. Dabei sollten sie trotz oder gerade wegen der schwierigen Zeiten ihre Vermögensanlagen gut diversifizieren und bei der Umsetzung ihrer Strategie auf günstige Indexanlagen setzen.

EU-Nachhaltigkeitsranking 2015 In Prozent des BIP

	Explizite Schulden	+ Implizite Schulden	= Nachhaltigkeitslücke (Gesamtschulden)
Italien	132	-75	57
Estland	10	53	63
Lettland	41	54	95
Ungarn	76	26	102
Portugal	130	-21	109
Kroatien	85	59	144
Deutschland	75	74	149
Polen	50	140	190
Bulgarien	27	182	209
Österreich	84	137	221
Rumänien	40	223	263
Schweden	45	228	273
Litauen	41	238	279
Frankreich	96	195	291
Dänemark	45	253	298
Slowakei	53	267	320
Tschechien	43	343	386
Niederlande	68	322	390
Zypern	108	283	391
Griechenland	179	213	392
Malta	68	336	404
Finnland	59	396	455
Grossbritannien	88	410	498
Slowenien	81	464	545
Belgien	107	472	579
Spanien	99	493	592
Luxemburg	23	961	984
Irland	107	1064	1171
EU-28	89	177	266

QUELLE: EU-KOMMISSION, STIFTUNG MARKTWIRTSCHAFT

NZZ-Infografik/lvg