

Aktueller Kommentar

Staatsschulden: Besser zu Hause oder in der Ferne?

23. August 2012

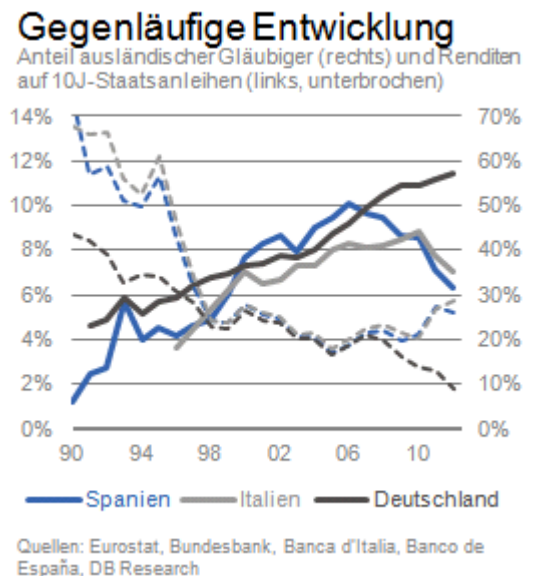
Nach zwei Jahrzehnten internationaler finanzieller Integration haben sich ausländische Anleger für den Rückzug aus Italien und Spanien entschieden. In diesem Kontext stellen sich zwei Fragen: Wie kam es zu dieser Entwicklung und was sind ihre Folgen?

Die Einführung einer europäischen Währungsunion verhalf Staaten mit schwächeren Währungen rapide zu mehr Glaubwürdigkeit und Stabilität. Dies hatte eine drastische Senkung der Renditen von Staatsanleihen sowie einen Rückgang der Inflation zur Folge – Umstände, die ein Land für ausländische Investoren attraktiv machen. Es folgte ein Trend zur Internationalisierung der Schuldhaltung, der seine größte Wirkung vor allem in jenen Staaten zeigte, die zuvor weniger attraktiv für ausländische Investoren waren, so auch in Spanien und Italien. In Spanien hat sich der Anteil ausländischer Gläubiger innerhalb von 15 Jahren fast verzehnfacht. Lag er 1990 noch bei 6%, so war er bis 2006 auf mehr als 50% gestiegen. Für Italien sieht diese Entwicklung sehr ähnlich aus. Insbesondere um das Jahr der Euroeinführung 1999 beschleunigte sich der Trend zur Internationalisierung der Gläubiger merklich. Grafik 1 zeigt, dass diese Beschleunigung mit einer Angleichung der Renditen auf Staatstitel einherging.

Auch in Deutschland kam es über die letzten 20 Jahre zu einer internationalen Diversifizierung der Investorenbasis. Wurden Staatsschulden zu Beginn der 90er Jahre nur zu 20% von ausländischen Gläubigern gehalten, so sind es mittlerweile 57%. Während sich diese Entwicklung in Deutschland jedoch weiter fortsetzte, brachte die Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2007 einen Richtungswechsel für Italien und Spanien.

Die Trendwende

Mit dem Schwinden des Vertrauens und dem Steigen der Renditen spanischer und italienischer Staatstitel schwächte sich auch die Internationalisierung der Gläubiger stark ab. In Spanien stieg der absolute Wert der im Ausland gehaltenen Staatsschulden zwar bis 2010 weiter an, jedoch vergrößerte sich die gesamte Staatsschuld ab 2006 überproportional, wodurch der Anteil ausländischer Gläubiger bereits ab diesem Zeitpunkt sank. In Italien nimmt die Auslandsschuld seit 2010 relativ, seit letztem Jahr auch absolut ab. Zuletzt beschleunigte sich dieser Trend noch: Allein im ersten Quartal 2012 reduzierte sich der Anteil ausländischer Gläubiger um fast 4 Prozentpunkte (siehe Grafik 2). Konträr zur Entwicklung in den Peripheriestaaten wurde Deutschland zu einem begehrten „Safe Haven“. Die Renditen auf Staatsanleihen nahmen aufgrund großer Nachfrage weiter ab und der Anteil internationaler Gläubiger stieg an. Im europäischen Vergleich liegt Deutschland somit im vorderen Feld, jedoch immer noch mit deutlichem Abstand zu Ausreißern wie Österreich und Finnland, wo der Anteil ausländischer Gläubiger 74% bzw. 81% beträgt.





Spanien ist nicht Italien oder: Die Konsequenzen der Trendwende

Eine Renationalisierung der Staatsschulden ist nicht per se negativ zu werten. Besonders in Zeiten überhöhter Staatsschulden kann es für ein Land von Vorteil sein, wenn seine Schulden zum Großteil im Inland gehalten werden. Dies ermöglicht es dem Staat grundsätzlich, jederzeit mittels einer Pauschalsteuer (z.B. einer Vermögensteuer) seine Schulden zu bedienen und einen Zahlungsausfall zu vermeiden. Gleichzeitig fiele es einer Regierung dann politisch besonders schwer, ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachzukommen. Das bekannteste Beispiel hierzu ist Japan. Mit ca. 230% des BIP im Jahr 2011 sind die Staatsschulden dort so hoch wie in keinem anderen Land. Dennoch kann sich Japan zu sehr niedrigen Zinsen refinanzieren, was unter anderem darauf zurückzuführen ist, dass der hohe Anteil heimischer Gläubiger (über 90%) das Vertrauen in eine Bedienung der Schulden aufrechterhält.

Auch Italien konnte bereits Anfang der 90er Jahre einer hohen Zinslast standhalten, weil der Großteil der Staatsschulden im Inland gehalten wurde. Um auch die aktuelle Hochzinsphase zu überstehen, ist es entscheidend, neue Schulden im Inland zu verkaufen. Da im Ausnahmefall nicht eine Zahlungsunfähigkeit des Staates, sondern „einzig“ eine Umverteilung der Einkommen von heimischen Sparern zu Steuerzahlern resultierte, würde eine Renationalisierung der Schulden das Vertrauen der Märkte stärken und die Zinsen senken. Zum Vorteil Italiens in dieser Situation besitzen inländische Haushalte hohe Auslandsvermögen. So ist es möglich, den „Roll-over“ der Staatsschulden durch den Verkauf dieser ausländischen Vermögenstitel zu finanzieren. Für die Migration der italienischen Staatsschuld zurück nach Italien sind also im Prinzip keine zusätzlichen Sparanstrengungen, sondern nur eine Mobilisierung des bereits ersparten Vermögens notwendig. Dies macht es sehr wahrscheinlich, dass Italien auch eine längere Phase höherer Risikoprämien überstehen kann.

De facto sind es allerdings momentan weniger die italienischen Haushalte, sondern vor allem einheimische Banken, die für eine Renationalisierung der Staatsschulden sorgen. Im Gegensatz zum ersteren Fall birgt Letzteres jedoch erhebliche Risiken, da dadurch die ohnehin engen Verflechtungen zwischen Staat und Banken noch stärker werden, ohne dass langfristige Stabilität gewonnen wäre.

Der entscheidende Unterschied

Dank eines immer noch soliden Sparverhaltens der Bevölkerung haben Phasen höherer Zinsen auch in Spanien keine direkten negativen Auswirkungen auf die Bedienung der Staatsschulden. Anders als italienische verfügen spanische Haushalte jedoch nicht über große ausländische Vermögenswerte, die sie im Gegenzug für inländische Staatsschulden verkaufen könnten. Dieser entscheidende Unterschied könnte ein Einspringen des einheimischen Privatsektors anstelle ausländischer Käufer von spanischen Staatsanleihen erheblich erschweren.

Ob der Anteil der Auslandsverschuldung auch eine direkte Wirkung auf die Renditen von Staatsanleihen hat, ist unklar. Es besteht zwar eine signifikante negative Korrelation zwischen Anleiherenditen und dem Anteil ausländischer Gläubiger (siehe Grafik 1) – im Mittel geht eine 10%ige Steigerung des ausländischen Investorenanteils mit einem Rückgang der Renditen um 32 bis 43 Basispunkte einher. Problematisch ist jedoch die Richtung der Kausalität. Statistische Tests deuten darauf hin, dass niedrige Renditen als Indikator für ein geringes Ausfallrisiko ausländische Investoren anziehen. Ebenso ist es jedoch wahrscheinlich, dass die Renditen sinken, weil ausländische Investoren Staatsanleihen kaufen.

Insgesamt hinterlässt die makroökonomische Forschung ein optimistisches Bild für die Fähigkeit eines Staates, für eine begrenzte Zeit auch Hochzinsphasen zu überstehen – vorausgesetzt, ein großer Teil der Staatsschulden wird im Inland gehalten.

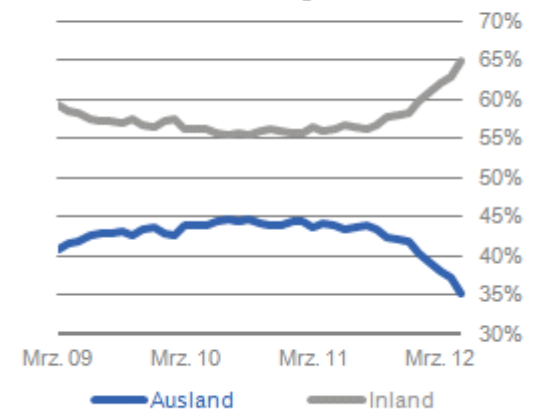
Siehe auch:

Präsentation (engl.): Wer hält europäische Staatsschulden?

Die Aktuellen Kommentare im Audio-Format finden Sie [hier](#)...

Die italienischen Schulden kehren zurück

Anteil der im In- und Ausland gehaltenen Schulden



Quellen: Banca d'Italia, DB Research



Jan Schildbach (+49) 69 910-31717
Samuel Mann

...mehr zum Research-Bereich **Banken,
Finanzmärkte und Regulierung**

Aktuelle Kommentare - Archiv

© Copyright 2012. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.