



Direkte fiskalische Kosten der Finanzkrise

1. Juli 2010

Voraussichtlich weit geringer als befürchtet

- Die direkten Kosten der Krise für den Steuerzahler dürften in den meisten Industrieländern am Ende unter 1% des BIP liegen. Das entspricht nur einem Bruchteil der ursprünglich zugesagten Mittel und ist auch weit niedriger als die anfänglichen tatsächlichen Ausgaben.
- Überraschenderweise dürfte die Krise damit im historischen Vergleich eine der am wenigsten kostspieligen werden. Dank der entschlossenen und massiven Maßnahmen der öffentlichen Hand und der schnellen Erholung der Weltwirtschaft lagen bereits die zunächst erfolgten Ausgaben zur Stabilisierung des Finanzsektors in den entwickelten Ländern nur bei etwa der Hälfte des früher bei der Krisenbewältigung Üblichen. Zudem waren die nachträglichen Einnahmen des Staates selten so hoch wie in der jüngsten Krise.
- Unter den von der Krise besonders stark betroffenen Ländern dürften die direkten fiskalischen Kosten am Ende in den USA unter 2% des BIP und in Deutschland unter 1% liegen, während die Bankenstabilisierung in Frankreich und Großbritannien unter dem Strich sogar gewinnbringend sein könnte.
- Erhebliche Unterschiede zwischen einzelnen Ländern lassen sich auf die Gestaltung der Stützungsprogramme, den Kreis der einbezogenen Banken und den Zeitpunkt des Ausstiegs aus Staatshilfen zurückführen.

Abgrenzung fiskalischer Kosten

Die fiskalischen Kosten einer Finanzkrise können grob in zwei Kategorien eingeteilt werden: a) Direkte Kosten wie die Zufuhr von Eigenkapital, Garantien von Passiva und Aktiva durch den Staat oder kurzfristige Liquiditätshilfen für in Not geratene Finanzinstitute und b) indirekte Kosten, die sich aus geringeren Steuereinnahmen und höheren Staatsausgaben angesichts einer durch die Krise ausgelösten Rezession ergeben. Letztere umfassen z.B. auch höhere Zinskosten aufgrund einer höheren Staatsverschuldung (und potenzieller weiterer Risiken für die öffentlichen Haushalte). Dieses Briefing widmet sich vor allem der Analyse der direkten Kosten, ohne dabei die Notfall-Liquiditätslinien der Notenbanken mit einzubeziehen.

Welche Bankensektoren litten am stärksten unter der Krise?

Vor der eigentlichen Analyse ist es sinnvoll, einen Blick auf die Staaten zu werfen, für die die Krise eine wichtige Rolle spielte. Drei Arten von Ländern lassen sich unterscheiden, in denen die Verluste des Finanzsektors besonders hoch waren (s. Abb. 1): a) Länder wie die USA, Großbritannien und Irland, die bis 2007 einen Kreditboom verzeichneten und deren Banken anschließend mit sinkenden Immobilienpreisen, Wertberichtigungen auf Wertpapiere und Kreditverlusten zu kämpfen hatten; b) Länder wie Belgien, die Niederlande, Schweiz oder Island, deren Heimatmarkt für ambitionierte einheimische Finanzinstitute nicht groß genug war und die deshalb oft erhebliche Positionen in strukturierten Produkten (aus Ländern mit „Kreditblasen“) aufbauten; und c) der Sonderfall Deutschland, wo ein beträchtlicher Teil des Bankensektors kein tragfähiges (d.h. hinreichend profitables) Geschäftsmodell aufwies und insbesondere die Landesbanken in großem Umfang sogenanntes Kreditersatzgeschäft betrieben – den Ankauf verbriefter Kredite anstelle einer direkten Kreditvergabe.

www.
dbresearch.de

Autor

Jan Schildbach
+49 69 910-31717
jan.schildbach@db.com

Editor

Bernhard Speyer

Publikationsassistentz

Angelika Greiner

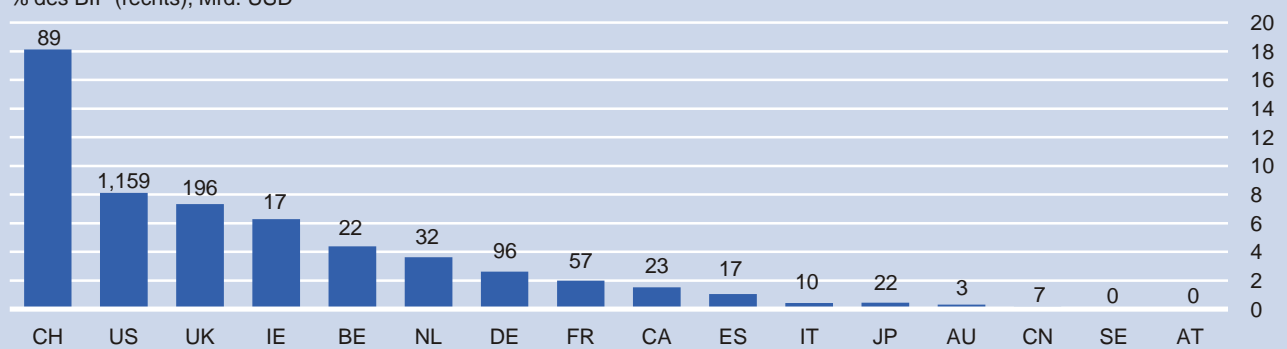
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Thomas Mayer

Wertberichtigungen von Finanzinstituten während der Krise, weltweit

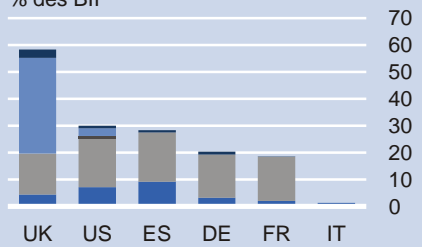
% des BIP (rechts), Mrd. USD



Quellen: Bloomberg, IWF, DB Research **1**

Zugesagte öffentliche Mittel für den Finanzsektor

% des BIP



Quellen: BIZ, Fitch, DB Research **2**

Bedarf an staatlicher Unterstützung

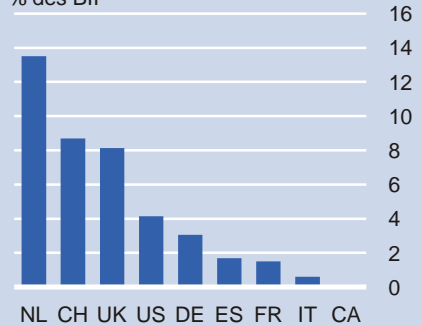
Verluste im Finanzsektor bedeuten natürlich nicht automatisch, dass der Staat helfend einspringen muss. Banken können (und sollten!) Abschreibungen und Verluste zu einem guten Teil durch Gewinne aus ihrem operativen Geschäft bzw. durch Eigenkapitalpuffer selbst auffangen. In einer systemischen Krise geht jedoch die Profitabilität stark zurück, die Kapitaldecke wird dünner und der Staat muss eingreifen, um das in Schwierigkeiten geratene Finanzsystem wieder zu stabilisieren. So war es unvermeidlich, dass die Regierungen im Herbst 2008/Frühjahr 2009 (implizite oder explizite) Garantien im Volumen einiger Billionen US-Dollar für große Teile des Finanzsektors aussprachen, um die Panik an den Finanzmärkten einzudämmen. Die zunächst zugesagten Mittel erreichten in den großen Industrieländern in der Regel 20-30% des BIP, wobei Großbritannien mit dem doppelten Volumen aufgrund seines enormen Risikoschirms für die Royal Bank of Scotland und Lloyds Banking Group einen Ausreißer nach oben bildete (s. Abb. 2). In den meisten anderen Ländern stammte der Großteil der potenziellen Verbindlichkeiten aus übernommenen Garantien für Bankanleihen, mit denen sich die Finanzinstitute wieder Kapital bei institutionellen Investoren beschaffen konnten, nachdem dieser Markt mit dem Lehman-Bankrott eingefroren war. Klassische Bank-Runs von Privatkunden konnten (bei einer Ausnahme in Großbritannien zu Beginn der Krise) durch eine Erhöhung der Einlagensicherung verhindert werden, deren Garantievolumen in der oben genannten Unterstützung der Banken allerding nicht enthalten ist.

Viel geringere tatsächliche Ausgaben

Echte Mittelabflüsse aus den Staatshaushalten blieben jedoch weit unter den zunächst in Aussicht gestellten Brutto-Werten. Laut IWF beliefen sich die direkten Zahlungen in der jüngsten Krise auf insgesamt 3,5% des BIP in den entwickelten G-20-Mitgliedstaaten. Dabei variierte – entsprechend der Verluste des Finanzsektors – auch das Ausmaß der staatlichen Hilfen erheblich, obwohl fast alle Länder von der Krise stark betroffen waren (s. Abb. 3). Gemeinsam profitierten sie zumindest von der Erholung der Finanzmärkte in den vergangenen Monaten, dank derer die Garantien sowohl für Schuldverschreibungen als auch für „giftige“ Wertpapiere der Banken am Ende nur zu einer geringen tatsächlichen Belastung für die Steuerzahler durch Zahlungen an Banken und ihre Kreditgeber führen dürften. In den **USA**, deren Finanzsystem im Zentrum der Krise stand, überstiegen die anfänglichen direkten Ausgaben der öffentlichen Hand 4% des BIP und waren damit höher als die endgültigen Kosten der

Tatsächliche staatliche Ausgaben

% des BIP



Quellen: BIZ, Fitch, DB Research **3**



Gründe für unterschiedliche Kosten der Staatshilfe in einzelnen Ländern

Was sind die Gründe für die erheblichen Unterschiede zwischen einzelnen Ländern, und insbesondere für die angesichts ihrer Rolle in der Krise scheinbar überraschend gute Lage in den USA? 1) **Zeitpunkt:** Große US-Banken kamen z.B. schneller aus der Krise als viele ihrer europäischen Rivalen, die noch von Staatshilfen abhängig sind, nicht zuletzt dank des stärkeren Kapitalmarktgeschäfts der amerikanischen Banken. Allerdings profitierten im Wesentlichen nur die großen Banken mit Investmentbanking-Aktivitäten von dieser Entwicklung, während viele kleinere US-Banken immer noch zu kämpfen haben. 2) **Design:** Das TARP-Programm in den USA war für alle großen Banken verpflichtend (d.h., es wurden auch relativ gesunde Banken gezwungen, Staatshilfe anzunehmen); in den meisten europäischen Ländern dagegen war die Teilnahme an direkten Stützungsmaßnahmen freiwillig (und dementsprechend nahmen auch nur Banken Mittel an, die sie tatsächlich brauchten). Die US-Zahlen würden daher mit Blick sowohl auf die anfänglichen Brutto-Ausgaben als auch auf die Rückzahlungen deutlich bescheidener aussehen, wäre TARP wie in Europa gestaltet gewesen. 3) **Konditionen:** Unterschiede in den fiskalischen Kosten lassen sich schließlich auch auf das variierende Design der Bad-Bank-Konzepte und der darin vorgesehenen Verlustverteilung zurückführen, die in manchen Ländern die Risiken vor allem bei den einzelnen Instituten belassen und in anderen dem Steuerzahler übertragen.

Savings-and-Loan-Krise der späten 1980er. Die Nettokosten liegen aber bereits heute, dank der von den Banken zurückgezahlten Staatshilfen, deutlich darunter. Offizielle Schätzungen für die am Ende verbleibenden, echten Kosten des TARP-Programms sind auf USD 105 Mrd. gesenkt worden, nicht mehr als 0,7% des BIP, und davon dürften allein USD 25 Mrd. für die Rettung der US-amerikanischen Autoindustrie (nicht der Finanzbranche) zu Buche schlagen. Die Investitionen des Staates in solche Finanzinstitute, die Eigenkapitalhilfen, Dividenden und Gebühren voll (zurück)gezahlt haben, stellten sich am Ende sogar als rentabel heraus. Die verbleibenden Fälle – vor allem gut 660 überwiegend kleinere Banken, die USD 65 Mrd. an TARP-Geldern erhalten haben, und AIG, wo die Regierung Verluste für den Steuerzahler in Höhe von etwa zwei Dritteln der investierten USD 70 Mrd. erwartet – dürften wesentlich ungünstiger ausgehen und damit erhebliche Kosten für den Staatshaushalt bewirken. In TARP nicht enthalten sind schließlich die beiden „government-sponsored enterprises“ Fannie Mae und Freddie Mac, bei denen bereits Kapitalzufuhren von insgesamt USD 146 Mrd. nötig wurden und die aller Wahrscheinlichkeit nach die größte Belastung für den US-Steuerzahler darstellen werden. Unter dem Strich sollten die direkten Kosten der Krise dennoch 2% des BIP nicht übersteigen.

In **Deutschland** gab es Stützungsmaßnahmen sowohl auf der Ebene des Bundes als auch auf der der Länder. Der Finanzmarktstabilisierungsfonds der Bundesregierung (SoFFin) erzielte bislang Einnahmen von rund EUR 700 Mio. aus der Übernahme von Garantien für Bankanleihen und Eigenkapitalhilfen, denen EUR 415 Mio. an Zinsausgaben gegenüberstehen. Darüberhinaus musste der SoFFin jedoch den Wert seiner Beteiligung Hypo Real Estate (HRE) nach unten korrigieren, so dass er für 2009 einen Jahresverlust von insgesamt EUR 4,3 Mrd. auswies. Langfristig erscheint es angesichts der strukturell geringen Profitabilität des deutschen Bankensystems höchst unwahrscheinlich, dass die beiden größten Empfänger von SoFFin-Kapital, die Commerzbank (EUR 18,2 Mrd.) und die HRE (EUR 7,7 Mrd.), die erhaltenen Mittel vollständig zurückzahlen werden, zumindest innerhalb eines überschaubaren Zeitraums.

Der Ausblick auf Länderebene ist sogar noch weniger ermutigend: Die betroffenen Bundesländer dürften kaum mehr als einen kleinen Teil der EUR 18 Mrd. an Eigenkapitalstützen zurückerhalten, die sie BayernLB, LBBW und HSH Nordbank gewährt haben, unabhängig davon, ob durch Rückzahlungen der Banken oder Anteilsverkäufe der Länder an private Investoren wie in den USA (s. den Fall der Citigroup) oder Großbritannien (s. unten). Die im internationalen Vergleich hohen Kosten sind nicht zuletzt eine direkte Folge des bereits vor der Krise bestehenden staatlichen Eigentums an den Landesbanken, wodurch die Bundesländer (ebenso wie manche Sparkassen) nicht nur die in Schwierigkeiten geratenen Institute rekaptalisieren, sondern auch schon die anfänglichen Verluste übernehmen mussten. Im Gegensatz dazu wurden diese Wertberichtigungen in Ländern wie den USA oder Großbritannien von privaten Anteilseignern getragen, während der Staat erst dann Kapital zuschoss, als die Aktienkurse niedrig waren, und im jüngsten Aufschwung von steigenden Preisen profitieren konnte.

Insgesamt wird die Netto-Belastung der deutschen Haushalte in absoluten Größen voraussichtlich erheblich sein – jedoch unter 1% des BIP bleiben.

In **Frankreich** haben alle bis auf eine Großbank insgesamt EUR 13,3 Mrd. an Kapitalhilfen und etwa EUR 1 Mrd. an Zinsen und Dividenden an die Regierung (zurück)gezahlt (es stehen noch EUR 6,4 Mrd. an Staatshilfen bei BPCE aus). Der fiskalische Netto-Verlust – sofern es überhaupt einen geben sollte – erscheint daher überschaubar.

In **Großbritannien** hält die Regierung einen Anteil von 41% an Lloyds, 84% an RBS und 100% von Northern Rock und hat bislang GBP 681 Mio. an Gebühren für die Risikoabschirmung und Rekapitalisierung von den beiden erstgenannten Banken erhalten. Zur Zeit garantiert der britische Staat noch Aktiva im Wert von GBP 282 Mrd. für RBS, die jedoch das Erstverlustrisiko von GBP 60 Mrd. trägt. Der Marktwert der von der öffentlichen Hand gehaltenen Aktien liegt ungefähr bei der ursprünglich investierten Summe, nachdem die Kurse lange Zeit stark gestiegen waren. Somit könnte der Steuerzahler am Ende unter Umständen eine positive Rendite aus der Bankenstabilisierung erzielen, wobei die Risiken hoch bleiben: Zum einen dürfte die Platzierung von so großen Anteilen in jedem Fall erheblichen Druck auf den Aktienkurs ausüben, zum anderen sind die endgültigen Zahlungen aus dem Risikoschirm für RBS noch unklar. Auch der IWF schätzt die in Großbritannien weiter bestehenden Risiken als relativ hoch ein, da sich die bisher noch nicht zurückgezahlten fiskalischen Hilfen (in einer breiteren Abgrenzung als der hier verwendeten) auf 5,4% des BIP belaufen, gg. 4,8% in Deutschland und 3,6% in den USA.

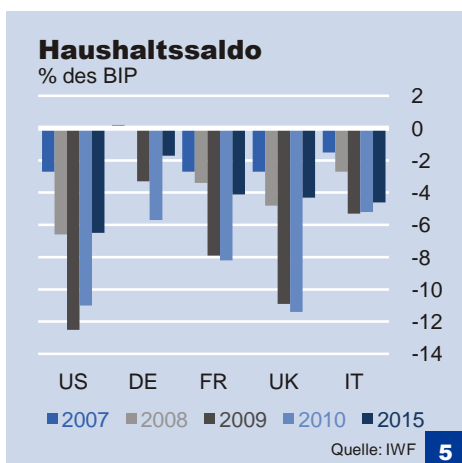
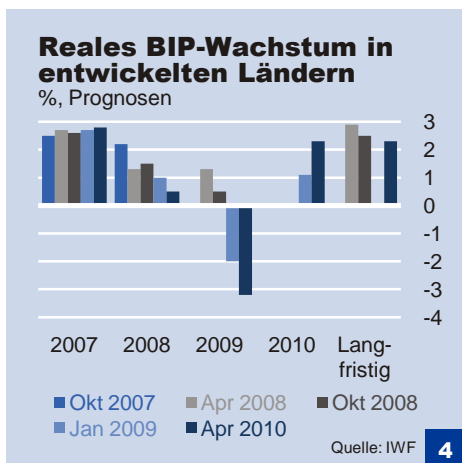
Enorme indirekte Kosten

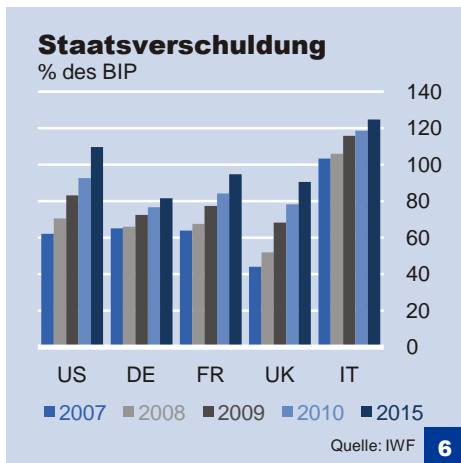
Die *direkten* Kosten der Krise für den Steuerzahler dürften am Ende weit geringer ausfallen als ursprünglich erwartet. Das heißt aber nicht, dass die Krise auch *insgesamt* moderate Folgen gehabt hätte. Im Gegenteil, auf zwei Gebieten waren ihre Auswirkungen besonders schmerzlich zu spüren: beim Wirtschaftswachstum und, zum Teil damit zusammenhängend, bei den Staatsfinanzen.

Auch wenn sich darüber streiten lässt, wieweit die Finanzkrise konkret zur ersten Rezession der Weltwirtschaft seit dem Zweiten Weltkrieg und dem massiven Anstieg der öffentlichen Defizite und Schuldenstände beigetragen hat, ist klar, dass sie sicherlich der wichtigste einzelne Grund dafür war. Und das Ausmaß des Schadens war in der Tat atemberaubend: Das reale Wirtschaftswachstum in den Industrieländern erreichte 2007 2,8%, fiel dann aber abrupt auf 0,5% im Jahr 2008 und -3,2% 2009 (s. Abb. 4). Der Zusammenhang zwischen der Finanzkrise und der übrigen Wirtschaft wurde besonders deutlich im Herbst 2008, auf dem Höhepunkt der Krise. In dieser Zeit waren auch die Abwärts-Revisionen der Wachstums-schätzungen besonders ausgeprägt – der IWF kappte seine Prognose für 2009 von 0,5% im Oktober 2008 auf -2% gerade einmal drei Monate später. Auch die langfristigen Wachstumsaussichten dürfte die Krise getrübt haben, wenn auch nicht allzu stark. In seiner ersten regelmäßigen Veröffentlichung langfristiger Prognosen im April 2008 schätzte der IWF das BIP-Wachstum auf 2,9% (für das Jahr 2013), verglichen mit der heutigen Erwartung von 2,3% für 2015.

Den öffentlichen Haushalten haben die Krise und die nachfolgende Rezession jedoch einen schweren Schlag versetzt.¹ Die Haushaltsdefizite in den entwickelten Ländern explodierten laut IWF von mäßigen 1,2% des BIP 2007 auf 8,9% 2009 (s. Abb. 5). Sie dürften sich

¹ S. im Folgenden auch IWF (2009) und IWF (2010).





auch wesentlich länger halten als der Effekt der Krise auf das Wirtschaftswachstum: Selbst 2014 dürfte der durchschnittliche Haushaltssaldo in den genannten Ländern noch -4,7% betragen – viel zu hoch, um angesichts bescheidener Wachstumsaussichten langfristig nachhaltig zu sein.

Als Konsequenz werden die bereits heute schon angeschwollenen Schuldenstände wohl weiter ansteigen. Die Brutto-Staatsverschuldung in den industrialisierten G-20-Ländern dürfte von 78% des BIP im Jahr 2007 auf 107% 2010 und 118% 2014 zunehmen (s. Abb. 6). Es ist offensichtlich, dass dies negative Auswirkungen auf das Wachstum haben wird, z.B. über höhere Steuern und die Verdrängung privater Investitionen aufgrund höherer Zinsen und damit geringerer Kreditaufnahme.² Zudem schränkt die wachsende Schuldenlast den Handlungsspielraum der öffentlichen Hand ein, vom zunehmenden Risiko einer Staatsschuldenkrise in einigen Ländern einmal ganz abgesehen.³ Aus dieser Sicht wird die Finanzkrise einen weit prägenderen Einfluss auf den Staat und den Rest einer Volkswirtschaft ausüben als über die direkten fiskalischen Kosten der Bankensektor-Stabilisierung.

Keine teure Krise – im historischen Vergleich

Trotz allem – und sicher etwas überraschend – wird die globale Finanzkrise von 2007-09 am Ende wahrscheinlich als eine der am wenigsten kostspieligen in die Geschichtsbücher eingehen, jedenfalls relativ betrachtet. Von den umfangreichen nachträglichen Einnahmen der Staaten sogar einmal abgesehen, die unter dem Strich zu den oben beschriebenen relativ begrenzten direkten Kosten für den Steuerzahler führen sollten, waren selbst die anfänglichen Brutto-Ausgaben der Regierungen eher moderat: In den größten und von der Krise am stärksten betroffenen Ländern betragen die zunächst geflossenen Mittel in der jüngsten Krise im Schnitt nicht mehr als 4,6% des BIP – etwa so viel wie bei der hochgelobten Bewältigung der schwedischen Bankenkrise Anfang der 1990er und weit weniger als die durchschnittlichen fiskalischen Ausgaben von 8,2% in entwickelten und 14,3% in aufstrebenden Ländern in von der Weltbank untersuchten Banken Krisen seit den 1970er Jahren.⁴ (Der Rückgang der Wirtschaftsleistung war in der Regel stärker und lag im Mittel bei etwa 23% des BIP.) Hinzu kommt, dass die vom Staat nach der Stützung der Banken erzielten Einnahmen (Rückzahlungen, Anteilsverkäufe etc.) in früheren Krisen meist recht niedrig waren.⁵

Was sind die Gründe für die im aktuellen Fall geringeren Kosten der Finanzsektorstabilisierung? a) Die schnellen und umfassenden Maßnahmen, die Regierungen und Notenbanken im Herbst 2008 ergriffen, wendeten noch größeren Schaden ab. b) Die zügige Erholung der Weltwirtschaft, angetrieben von Konjunkturprogrammen in den Industriestaaten und der Stärke der Schwellenländer, verhinderte einen noch massiveren Anstieg der Kreditverluste und bereitete den Boden für ein freundliches Kapitalmarktumfeld. c) Die Flutung

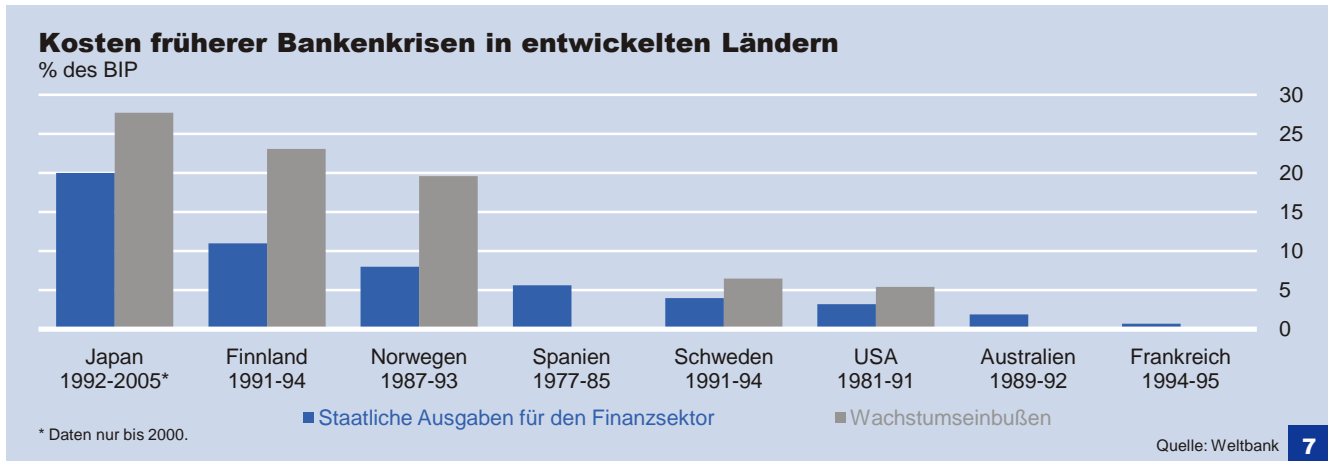
² Reinhart und Rogoff (2010) schätzen, dass staatliche Schulden oberhalb einer Schwelle von 90% des BIP das Wirtschaftswachstum in entwickelten Ländern signifikant reduzieren.

³ Vgl. Becker et al. (2010) für eine ausführliche Analyse der Tragfähigkeit von Staatsschulden in entwickelten und aufstrebenden Ländern.

⁴ S. Abb. 7 und Honohan und Klingebiel (2000). Laeven und Valencia (2010) ermitteln ähnliche Ausgaben in der jüngsten Krise, die Bank von England (2003) etwas höhere Kosten vergangener Krisen von durchschnittlich 15%; sie unterscheidet dabei jedoch nicht zwischen Industrie- und Schwellenländern.

⁵ Vgl. z.B. Laeven und Valencia (2008).

der Finanzmärkte mit Liquidität durch die Notenbanken (vor allem mittels außergewöhnlich niedriger Leitzinsen) hat zu einem kräftigen Preisanstieg bei vielen Vermögenswerten geführt und damit auch den Wert der staatlichen Anteile an verschiedenen Finanzinstituten erhöht.



Hilfen für Banken im Vergleich mit anderen Branchen

Vergleiche hinken stets, und krisenbedingte staatliche Maßnahmen und laufende Subventionen lassen sich nicht ohne Weiteres gegenüberstellen. Gleichwohl mag es hilfreich sein, die Bankenrettung einzuordnen. Wie hoch sind also die direkten fiskalischen Kosten der Stabilisierung des Finanzsektors verglichen mit der Unterstützung anderer Wirtschaftsbereiche? Obwohl die Bankenhilfen zweifelsohne enorm waren, sind andere Branchen interessanterweise oft in ähnlichem Umfang gefördert worden – und manche werden es ganz regelmäßig. Bauern in den USA z.B. erhielten allein in den letzten fünf Jahren direkt mehr als USD 77 Mrd. (bzw. 0,55% des BIP) an Beihilfen von der Regierung, ohne dass der Steuerzahler eine Chance hätte, so wie im Fall der Finanzbranche zumindest einen Teil dieser Gelder zurückzuerhalten, sobald sich die Märkte wieder erholt haben.

Dies soll die Unterstützung des Finanzsektors keineswegs relativieren oder als Pauschalkritik an Subventionen verstanden werden. Es zeigt nur, dass staatliche Hilfen für einen bestimmten Teil der einheimischen Wirtschaft nichts Ungewöhnliches sind und es dafür – wie auch dagegen – gute Gründe geben kann (die Förderung erneuerbarer Energien z.B. ließe sich mit dem Übergang zu einer klimafreundlichen Volkswirtschaft und der Verwendung nachhaltiger, nicht-fossiler Energieträger rechtfertigen). Die Stützung der Banken dürfte mindestens genauso gut begründet gewesen sein. Insgesamt wird klar, dass die Stabilisierung des Finanzsystems am Ende genommen nur relativ begrenzte Kosten verursachen dürfte – und dass die Maßnahmen der staatlichen Entscheidungsträger im Großen und Ganzen sehr effektiv (bezogen auf ihr Ziel, weiteren Schaden von privaten Haushalten und Unternehmen abzuwenden) und effizient (darin, die Kosten für den Steuerzahler gering zu halten) gewesen sind.

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Literatur

- Bank von England (2003). Resolution of banking crises: a review. Financial Stability Review 15.
- Becker, Sebastian, Gunter Deuber und Sandra Stankiewicz (2010). Public debt in 2020: A sustainability analysis for DM and EM economies. Deutsche Bank Research. Current Issues.
- Honohan, Patrick und Daniela Klingebiel (2000). Controlling the Fiscal Costs of Banking Crises. Weltbank Policy Research Working Paper 2441.
- IWF (2009). The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009. IWF Staff Position Note 09/25.
- IWF (2010). World Economic Outlook, April 2010. Rebalancing Growth.
- Laeven, Luc und Fabian Valencia (2008). Systemic Banking Crises: A New Database. IWF Working Paper 08/224.
- Laeven, Luc und Fabian Valencia (2010). Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly. IWF Working Paper 10/146.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff (2010). Growth in a time of debt. NBER Working Paper 15639.

© Copyright 2010. 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.