

# Ende eines Sonderfalls

Deutschland ist in der Schuldenunion angekommen.

Thomas Mayer

Über Jahrzehnte war Deutschland ein Hort der fiskalpolitischen Solidität. Dies gipfelte in der Einführung einer Schuldenbremse im Jahr 2009, die nach der Euro-Krise in abgeschwächter Form auf Druck Deutschlands auch in andere Euro-Länder im Rahmen eines «Fiskalpakts» exportiert wurde. Deutschland hielt sich daran, andere Länder der Euro-Zone nicht. So kam es, dass die Staatsschuldenquote in Deutschland im Jahr 2024 64 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), in der gesamten Euro-Zone dagegen 88 Prozent des Bruttoinlandsprodukts betrug.

Allerdings wurde in der langen Regierungszeit von Angela Merkel die Verschuldung auf Kosten der Ausgaben für Verteidigung und öffentliche Infrastruktur eingehengt. Die Sozialausgaben wuchsen dagegen unbegrenzt. Unter Olaf Scholz versuchte die Regierung, mit Haushaltstricks die Schuldenbremse zu umgehen, wurde aber vom Bundesverfassungsgericht zurückgepfiffen.

Nach dem bescheidenen Wahlsieg von Friedrich Merz brach der Damm. Mit der Begründung, auf aussergewöhnliche sicherheits- und wirtschaftspolitische Herausforderungen reagieren zu müssen, beschloss die Regierung, ein schuldenfinanziertes «Sondervermögen» für Infrastrukturinvestitionen aufzusetzen und Ausgaben für die Verteidigung, die über 1 Prozent des BIP hinausgehen, von der Bremse auszunehmen. Laut Finanzplan des Finanzministers steigt dadurch die Bundesschuld bis 2029 um 847 Milliarden Euro. Die gesamte Staatsschuldenquote dürfte auf schätzungsweise 73 Prozent des BIP anwachsen.

## Merz lässt es geschehen

Die Versäumnisse in der Merkel-Zeit waren ohne einen kräftigen Anstieg der Neuverschuldung kurzfristig nicht aufzuholen. Daher ist ein vorübergehender Schuldenanstieg unvermeidlich. Mittelfristig müssten die öffentlichen Haushalte aber den veränderten Umständen angepasst werden. Mehr Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur können nicht endlos über höhere Verschuldung finanziert werden. Sonst würden die Zinsausgaben explodieren. Sie

müssen daher durch Kürzungen der aufgeblähten Sozialausgaben ausgeglichen werden. Dazu findet Vizekanzler und Finanzminister Lars Klingbeil, der auch Co-Vorsitzender der SPD ist, jedoch nicht die Kraft. Und Kanzler Merz lässt es geschehen, um die SPD bei Laune und in der Regierung zu halten. Infolgedessen holt Deutschland bei der Staatsverschuldung gegenüber dem Durchschnitt der Euro-Länder kräftig auf.

Laut Prognose des Internationalen Währungsfonds wird die Staatsschuldenquote Deutschlands im Jahr 2030 bei 75 Prozent des BIP liegen. Damit ist der Anstieg in Deutschland doppelt so hoch wie im Euro-Raum und beinahe fünfmal so hoch wie in Italien (wo die Schuldenquote allerdings 138 Prozent des BIP betragen wird). Mit einem Anstieg um 15 Prozentpunkte auf 128 Prozent des BIP schlägt Frankreich Deutschland dennoch um Längen und nähert sich der italienischen Schuldenbelastung gefährlich an.

Offensichtlich geht der fiskalische «Exzptionalismus» Deutschlands mit der Regierung Merz zu Ende. Das Land nähert sich der neuen Normalität der grossen Industrieländer an, zu der sehr hohe Staatsschulden gehören, wie sie sonst nur in Kriegszeiten entstanden sind. Man könnte daraus schliessen, dass sich die Staaten in einer neuen Kriegszeit wähnen. Das bringt aber auch mit sich, dass die Schulden langfristig nicht tragbar sind und wieder abgebaut werden müssen. Die Rückzahlung durch Einsparung anderer Ausgaben oder Steuererhöhungen gelang in der Geschichte jedoch nur ausnahmsweise. Ein seltenes Beispiel dafür ist das faschistische Italien, wo Benito Mussolini in den 1920er Jahren eine Sparpolitik erzwang, die mit einer Stabilisierung des Wechselkurses der Lira verbunden war und daher «quota novanta» genannt wurde (weil ein britisches Pfund neunzig Lire kosten sollte).

Weiter verbreitet war die Entschuldung durch Inflation. In extremer Form wurde die Staatsschuld durch Hyperinflation und Währungsreform entwertet, wie in Deutschland und den Nachfolgestaaten des Österreichisch-Ungarischen Reichs nach dem Ersten Weltkrieg. Eine



mildere Form war die «finanzielle Repression» wie in den USA nach dem Zweiten Weltkrieg. Mit einer Vereinbarung zwischen der Federal Reserve und dem Finanzministerium, die als Treasury-Fed Accord bekannt wurde, hielt die US-Regierung die Zinssätze bis Anfang der 1950er Jahre künstlich niedrig. Kapitalabflüsse ins Ausland wurden durch Kapitalverkehrskontrollen begrenzt, so dass inländische Ersparnisse zur Finanzierung der Staatsanleihen verfügbar blieben. Banken und institutionelle Anleger mussten einen grossen Teil ihrer Anlagen in Staatsanleihen halten, was dem Staat eine stabile Nachfrage nach seinen Schuldtiteln zu niedrigen Zinsen bescherte. Das Ergebnis war eine Inflationsrate etwas oberhalb der nominalen Zinsen. Dadurch nahm die reale Schuldenlast über die Zeit ab.

## Achtung, finanzielle Repression

Heute dürften die Staaten einer ähnlichen Politik folgen. Nach der grossen Finanzkrise 2007–2008 und in der Pandemie haben die Zentralbanken schon Erfahrungen mit negativen Realzinsen und Käufen von Staatsanleihen gesammelt. Der politische Druck, dahin zurückzukehren, steigt in den USA schon jetzt und dürfte auch in Europa nicht mehr lange auf sich warten lassen. Die Finanzregulierung sorgt dafür, dass die Banken hohe Volumen von Staatsanleihen halten müssen. Falls das Bestreben, Handelsbilanzungleichgewichte durch Protektionismus zu verringern, Erfolg hat, schrumpfen die grenzüberschreitenden Kapitalflüsse auch ohne die früheren Kapitalverkehrskontrollen.

Für den Bürger und Kapitalanleger heisst es, sich gegen finanzielle Repression abzusichern. Dazu taugen die üblichen Inflationsversicherungen wie Gold und Immobilien, aber auch Aktien, inflationsindexierte Anleihen (sofern sie noch einen attraktiven Realzins bieten) und – für die Wagemutigeren – Bitcoin.

Thomas Mayer ist ehemaliger Chefvolkswirt der Deutschen Bank und leitet heute die Denkfabrik Flossbach von Storch Research Institute.