Helaba

Im Fokus: Länder
30. Juni 2025

Globaler Schuldenanstieg: Kein Ende in Sicht

Die Staatsverschuldung weltweit nimmt weiter zu. Nach den durch die Pandemie bedingten Kreditaufnahmen flachte sich der Anstieg der Schuldenquoten zwar vorübergehend ab, aber noch immer zeigt der Trend nach oben. Zwischen den Ländern gibt es relevante Unterschiede: Während die einen die Schulden nutzen, um dringend benötige öffentliche Investitionen auf den Weg zu bringen, decken die Verbindlichkeiten bei anderen nur Haushaltslücken und übertünchen damit strukturelle Probleme. Die Bewertung der Staatsverschuldung bedarf darum eines vertiefenden Blicks auf die konkrete Lage vor Ort.



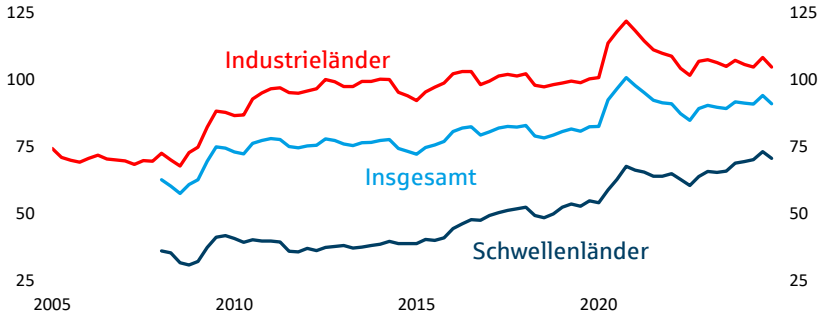
Patrick Franke
Internationale Konjunktur
Tel. 069/91 32-47 38

Staatsschulden bleiben global im Aufwind – nicht nur absolut, sondern auch relativ zur wirtschaftlichen Aktivität. Zwar hat sich der Anstieg der weltweiten Schuldenquote nach dem Sprung in der Finanzkrise per saldo abgeflacht. **Es geht aber weiter nach oben** und dieser Prozess war zuletzt vor allem von den Schwellenländern getrieben. Hierbei hat das Schwergewicht China einen nennenswerten Beitrag geleistet. Tatsächlich sind die beiden größten Volkswirtschaften – **China und die USA** – derzeit fiskalpolitisch so sehr auf einem Sonderkurs, dass der IWF in seinem jüngsten Fiscal Monitor erstmalig Aggregate mit und ohne diese beiden Länder ausgewiesen hat.

Die während der Pandemie erreichten Rekordwerte beim Schuldenstand haben sich allerdings nicht, wie teilweise befürchtet, überall als neue Normalität erwiesen. Im Gegensatz zur Entwicklung nach der Finanzkrise, wo der Schuldenstand meist deutlich höher blieb als vorher, wurde der Sprung 2020 in den Folgejahren **zu einem guten Teil wieder rückgängig gemacht** – zumindest im Schnitt. Die Entwicklung in einzelnen Ländern ist dabei jedoch äußerst **heterogen**, selbst innerhalb der Gruppen. Im Gegensatz zu den Industrieländern liegt die durchschnittliche Schuldenquote in den Schwellenländern aktuell deutlich über dem Pandemie-Maximum.

Staatliche Schuldenquoten weiter im Aufwärtstrend

Öffentliche Schulden, % am BIP*



*Durchschnitte für die von der BIZ-Statistik derzeit abgedeckten Länder
Quellen: BIZ, Helaba Research & Advisory

In dieser Publikation beleuchten wir die aktuelle Lage der öffentlichen Schulden in drei Gruppen von Ländern, die wir der Einfachhalt halber als Industrieländer, Schwellenländer und Entwicklungsländer klassifizieren.[1] Besonderes Augenmerk gilt dabei den **USA, China und der Eurozone**.

[1] Begriffe und trennscharfe Zuordnungen sind nicht unproblematisch: So machen in den „Industrieländern" heute Dienstleistungen - nicht die Industrie – i.d.R. den Löwenanteil der Wirtschaft aus. Für die beiden letzteren Gruppen existiert keine allgemein gültige Definition. Die Weltbank klassifiziert Länder nach Einkommensgruppen. Schwellenländer sind all jene, die nicht zu den ganz armen Ländern gehören, aber das Niveau der Industrieländer noch nicht erreicht haben.

Globaler Aufwärtstrend mit nationalen Unterschieden

Der Aufbau von öffentlichen Schulden dauert also im Schnitt an, nominal und auch relativ zur Größe der Weltwirtschaft. Er stellt dabei für die jeweilige Regierung eine politische **Alternative zur Steuerfinanzierung** staatlicher Aus- sowie Aufgaben dar und bedeutet stets eine **Lastenverschiebung in die Zukunft**, möglicherweise sogar auf nachfolgende Generationen.

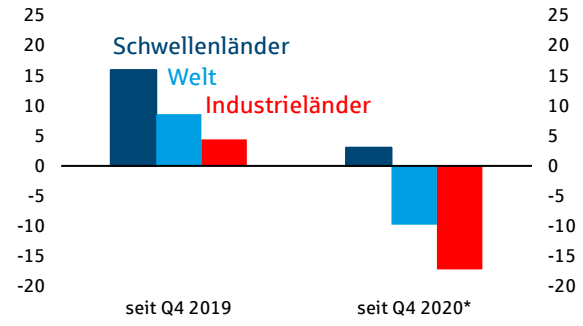
Wann und wie viel Schuldenaufnahme durch die öffentliche Hand akzeptabel ist, wird **sehr kontrovers diskutiert**. An den Argumenten für Staatsschulden hat sich in den vergangenen Jahren nichts Grundsätzliches geändert. Dazu zählen vorübergehende Maßnahmen zur **Stabilisierung des Konjunkturzyklus**, wo eine gleichzeitige Änderung der Steuern dem Ziel entgegenwirken würde. Da die eigentlich logisch zwingende Erwirtschaftung von Überschüssen im Boom in der Praxis jedoch meist unterbleibt, kann auch auf diesem Weg eine dauerhaft zunehmende Verschuldung aufgebaut werden.

Im Mittelpunkt der aktuellen Debatte steht allerdings in vielen Ländern die Frage, welche längerfristigen Projekte sinnvoll durch Schulden zu finanzieren sind. Die **„Goldene Regel"**, nach der Staatskonsum aus den laufenden Einnahmen bestritten werden sollte, während die Schuldenfinanzierung den Investitionen vorbehalten ist, setzt aber einen allgemein akzeptierten Investitionsbegriff voraus.

In der Realität dürften staatliche Investitionen, die sich vollständig „selbst finanzieren", weil sie die zukünftige Leistungsfähigkeit der Wirtschaft nachhaltig erhöhen, die Ausnahme sein. Aber auch andere **langfristig Nutzen stiftende Projekte** können sinnvoll „auf Pump" finanziert werden – dies gilt insbesondere, wenn sich durch eine wachsende Bevölkerung die künftige Last „auf mehr Schultern verteilt" oder weil merklich steigende Pro-Kopf-Einkommen künftigen Generationen das Bedienen und Rückzahlen der Schulden erleichtern.

Verschuldung höher als vor der Pandemie

Schuldenquoten am BIP, Veränderung bis Q4 2024, Prozentpunkte



*Spitzenwert in der Pandemie
Quellen: BIZ, Helaba Research & Advisory

Allerdings sind diese Kriterien insbesondere in den Industrieländern heute häufig nicht mehr gegeben: Die Bevölkerung schrumpft vielfach und das Produktivitätswachstum enttäuscht. **Die Schuldenlast wird dadurch einer zukünftigen Generation aufgebürdet**, die numerisch kleiner und kaum reicher sein dürfte als die aktuelle.

Neue Schulden nur für „Investitionen"?

Nicht gerade erleichtert wird der öffentliche Diskurs durch die zunehmend **schwammige Definition von Investitionen und Infrastruktur**. Die Politik hat einen starken Anreiz, jede befürwortete Ausgabe mit dem positiv belegten Wort „Investition" zu versehen. So spricht man heute oft nicht nur von „Bildungsinvestitionen", sondern von „sozialen Investitionen". Alles, was einem subjektiv guten Zweck dient, ist investiv. Selbst der Infrastrukturbegriff wird immer weiter gedehnt.

Bei manchen Ausgabenarten lassen sich Argumente für und wider eine Zuordnung zu den Investitionen im engeren Sinne finden. Manche Ausgabearten verbinden den investiven Zweck mit Aspekten des Staatskonsums. Hierzu zählt z.B. die **Verteidigung**. Landesspezifische Aufwendungen für die **Transformation zur klimaneutralen Wirtschaft** können eine künftige „Rendite" abwerfen, die im besten Fall auf globaler Ebene gemessen werden kann.

Daher ist in der Diskussion über die **optimale Höhe öffentlicher Schulden kein Konsens** in Sicht. Beispiele wie Japan zeigen, dass die Obergrenze möglicher nationaler Schuldenquoten stark von den speziellen Umständen abhängt. Auch die Relevanz der Effekte von „zu hohen" Staatsschulden ist weiterhin strittig. Allerdings sind die Auswüchse der so genannten **„Modern Monetary Theory"** (MMT) zuletzt eher in den Hintergrund getreten. Mit

dem Inflationsschub 2021/2022 hat ihre Kernthese, dass man über eine von den Notenbanken finanzierte starke Ausweitung der Staatsschuld austesten könne, ab wann es wirklich zu Stabilitätsproblemen kommt, an Popularität verloren.

Mit dem **Ende der Niedrig- oder Nullzinsphase** ist schließlich das Thema „Crowding out" wieder auf die Tagesordnung zurückgekehrt. Konnte man in Zeiten einer – echten oder vermeintlichen – Überschussersparnis argumentieren, die zusätzliche Finanzierungsnachfrage der Staaten hätte nur wenig negative Folgen für die **Kapitalverfügbarkeit im privaten Sektor** gehabt, ist dies in der aktuellen Situation schwieriger geworden. Auch erzwungene Einschränkungen bei anderen Kategorien staatlicher Aufgaben sind wegen der gestiegenen Zinskosten denkbar.

Den Staaten stehen grundsätzlich **drei Wege zum Schuldenabbau** zur Verfügung, die auch in Kombinationen genutzt werden können:

- **Konsolidierung:** Steuern erhöhen oder Ausgaben senken
- **Herauswachsen:** Drücken der Schuldenquote durch Anstieg des nominalen BIP. Dies kann über reales Wachstum oder über Inflation erfolgen – mit entsprechend unterschiedlichen Verteilungsfolgen
- **Zahlungsausfall/Umschuldung**

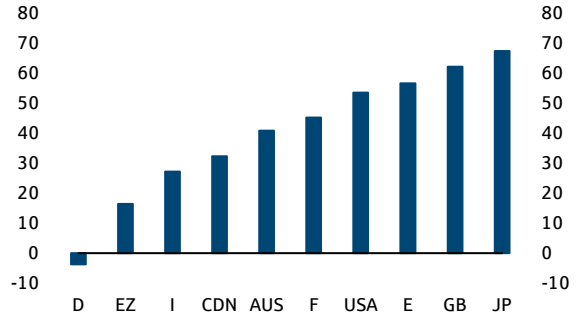
Als Zwischenschritt kann die **Monetisierung der Staatsschuld** durch die Notenbank gelten. Die Verbindlichkeiten verschwinden dadurch nicht, sondern sie werden bei der Notenbank „geparkt". Tendenziell wirkt die mit einem solchen Vorgehen verbundene Ausweitung der Geldmenge inflationär und erodiert so den realen Wert der Schulden.

Industrieländer: Konsolidierung nach der Pandemie, aber…

Bei allen nationalen Unterschieden lassen sich für die Industrieländer doch einige Gemeinsamkeiten erkennen. In den meisten von ihnen und – mit Ausnahme Deutschlands – in allen großen **sind die Schuldenquoten in den vergangenen 20 Jahren gestiegen**, und zwar zum Teil erheblich. Dabei hat auch die Spreizung der Schuldenquoten, also der Abstand zwischen den Ländern mit den niedrigsten und höchsten Schuldenquoten, spürbar zugenommen, selbst wenn man den Ausreißer Japan außen vorlässt.

Deutschland als Ausnahmeerscheinung

Schuldenquoten am BIP, Veränderung Q1 2005 bis Q4 2024, Prozentpunkte



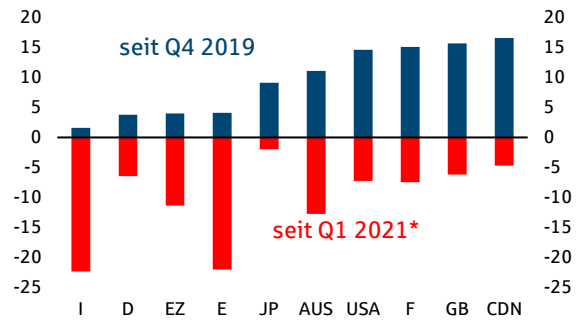
Quellen: BIZ, Helaba Research & Advisory

Die Entwicklung der Verschuldung verlief seit 2005 nicht linear, stattdessen gab es mit der **Finanzkrise** und der **Pandemie** zwei Sprünge nach oben. Während nach ersterer per saldo kaum konsolidiert wurde – die Schuldenquoten pendelten sich danach meist auf einem spürbar höheren Stand ein als zuvor – sah das im Fall der Pandemie anders aus. Hier folgte auf das Hoch Anfang 2021 fast überall **ein deutlicher Rückgang**. Bei diesem half allerdings vielfach der folgende **Inflationsschub**, der das nominale BIP anschob. In der EU kam das auf Unionsebene schuldenfinanzierte Fiskalpaket hinzu, dessen Kosten nicht in den nationalen Statistiken enthalten sind. Verglichen mit 2019, also vor der Pandemie, sind die Schulden in den großen Ländern aktuell überall (zumindest etwas) höher.

Die Zukunft dürfte für die meisten Industrieländer (in unterschiedlichem Maße) erhebliche zusätzliche finanzielle Belastungen auf diversen Gebieten bringen: **Demografie, Transformation zur Klimaneutralität, eine aktivere „Industriepolitik", mehr Verteidigungsausgaben und höhere Zinsen**. Der IWF spricht dennoch (mit Ausnahme der USA) von einer sich abzeichnenden Stabilisierung der Schulden in den Industrieländern. In seinem neuesten

Schuldenabbau seit 2021, aber nicht seit 2019

Schuldenquoten am BIP, Veränderung bis Q4 2024, Prozentpunkte



*Spitzenwert in der Pandemie in den meisten hier aufgeführten Ländern
Quellen: BIZ, Helaba Research & Advisory

Fiscal Monitor[2] ist die für 2030 prognostizierte Schuldenquote für diese Ländergruppe nur rund einen Prozentpunkt höher als 2025.[3] Hier fließen naturgemäß Annahmen über die Fiskalpolitik der kommenden Jahre ein, die sich angesichts der aufgezählten Belastungsfaktoren als zu optimistisch erweisen könnten.

Diese Betrachtung schließt zudem wie alle hier genannten Zahlen die erheblichen **impliziten Verbindlichkeiten in Form von Pensionszusagen** an öffentlich Beschäftigte bzw. von zukünftigen Ausgabeverpflichtungen der staatlichen Renten- und Gesundheitssysteme aus.

Für einen **besonders trüben Ausblick** im Hinblick auf die Staatsfinanzen muss man sich allerdings nicht weiter umschauen als auf die weltgrößte Volkswirtschaft zu blicken.

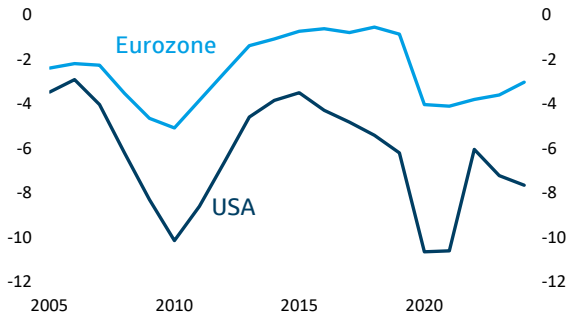
USA: Was ist das Gegenteil von Musterschüler?

Die USA sind selbst in der Einschätzung der eigenen Notenbank Fed fiskalpolitisch **auf einem nicht nachhaltigen Kurs**. Daran kann wenig Zweifel bestehen: Unter den G7-Ländern[4] verzeichneten die Vereinigten Staaten 2024 das mit Abstand **höchste strukturelle Haushaltsdefizit**. Die aktuelle Schätzung des IWF liegt bei 7,7 % am BIP, einem Wert, den die USA sonst nur in Krisen (Pandemie, Finanzkrise) oder in Kriegszeiten erreichten. Gesamtstaatlich bewegte sich die Schuldenquote vor der Pandemie bei rund 60 % am BIP, verglichen mit 112 % im vergangenen Jahr.

Statt vor diesem Hintergrund über Konsolidierung zu reden, wird in Washington das genaue Gegenteil diskutiert: Das vom Repräsentantenhaus verabschiedete Fiskalpaket wird nach unabhängigen Schätzungen die Einnahmen spürbar senken und die Ausgaben per saldo nur unterproportional reduzieren. Unter dem Strich würde das Paket in den nächsten zehn Jahren **mehrere Billionen US-Dollar an zusätzlichen Schulden** aufhäufen. Verglichen mit der auf der aktuellen Gesetzeslage basierenden Baseline-Schätzung des Congressional Budget Office, die einen Anstieg der Schuldenquote des Bundes bis 2035 um rund 20 Prozentpunkte am BIP prognostiziert, könnte die Quote daher tatsächlich um bis zu 30 Prozentpunkte steigen.

USA: Solides Haushalten sieht anders aus

Struktureller Haushaltssaldo des Staats, % am BIP



Quellen: IWF, Helaba Research & Advisory

Zwar sind bei diesen Zahlen potenzielle Mehreinnahmen durch **höhere Einfuhrzölle** nicht berücksichtigt. Diese werden aber von Vertretern der US-Regierung deutlich überschätzt, zumal sie ja im Falle der eigentlich angestrebten Verlagerung von Produktion in die USA entfielen. Zudem fehlen auch auf der **Ausgabenseite** viele gewichtige Posten wie der von Präsident Trump geforderte „Golden Dome“ einer nordamerikanischen Raketenabwehr.

[2] Siehe Kapitel 1 des IMF Fiscal Monitor vom April 2025.
[3] Weil der IWF von der BIZ abweichende Definitionen benutzt und die betrachteten Länder nicht 100 % deckungsgleich sind, weichen die Schuldenquoten leicht voneinander ab. Einschließlich der USA ist der Wert für 2023 bei 108,2 % (BIZ: 107,1 %).
[4] Tatsächlich ist der IWF-Schätzwert für die USA für 2024 der mit Abstand höchste unter allen Industriestaaten, mit Ausnahme Israels (7,9 %) sowie Norwegens, dessen Zahlen allerdings wegen der Sonderrolle des staatlichen Pensionsfonds nicht vergleichbar sind.

In den USA wird der **Effekt des gestiegenen Zinsniveaus** sehr deutlich. Seit 2021 haben sich die Zinskosten der Bundesregierung als Anteil am BIP 2024 bereits auf etwa 3 % verdoppelt. Im vergangenen Jahr gab der US-Bund somit mehr für Zinsen als für Verteidigung aus. Hinzu kommt noch der durch den Zinsanstieg entfallene Überschuss der Notenbank, der dank der aufgeblähten Fed-Bilanz in der Spitze der Treasury über 100 Mrd. US-Dollar pro Jahr in die Kasse gespült hatte.

Das Politik-Chaos in den ersten Monaten von Donald Trumps zweiter Amtszeit hat bei Anlegern für Nervosität gesorgt. Die **Laufzeitenprämie** für US-Treasuries ist auf ein langjähriges Hoch gestiegen.[5] Und auch für die andere Komponente der langfristigen Zinsen – den erwarteten zukünftigen Kurzfristzins – haben die Aufwärtsrisiken zuletzt zugenommen. Die Anleger am Treasury-Markt schauen wieder verstärkt auf die Perspektiven für die Staatsschulden. Laut IWF war schon vor dem Amtsantritt Trumps die Korrelation zwischen erwarteten Schulden und Terminzinsen so hoch wie seit langem nicht mehr.[6] Erstmals seit langer Zeit sehen sich die USA daher der Gefahr ausgesetzt, mit einem **Teufelskreis aus höheren Schulden und steigenden Zinsen** konfrontiert zu werden.

Eurozone: Vor altbekannten Herausforderungen

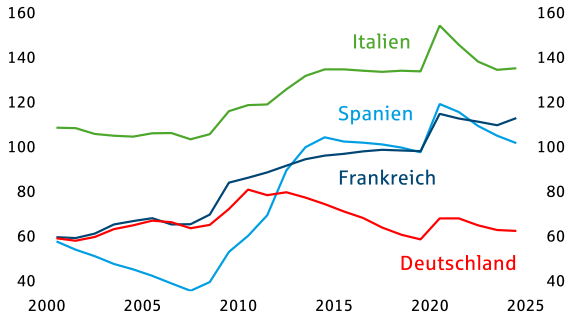


Dr. Stefan Mütze
Konjunktur
Tel: 0 69/91 32- 20 24

Mit der Pandemie war die Staatsverschuldung in der Eurozone 2020 um 13 Prozentpunkte auf 96,5 % gestiegen. Danach verbesserten geringere Ausgaben und wieder höhere Einnahmen die finanzielle Situation der Mitgliedstaaten. Trotzdem konnte der Anstieg der Verschuldung nur teilweise zurückgeführt werden. 2024 lag der Wert für die gesamte Währungsunion **mit 87,4 % deutlich über der Maastricht-Grenze von 60 % des BIP**. Negativ sticht Frankreich hervor, wo keine Besserung erreicht werden konnte.

Staatsverschuldung zumeist zurückgekommen

Staatsverschuldung, % des BIP

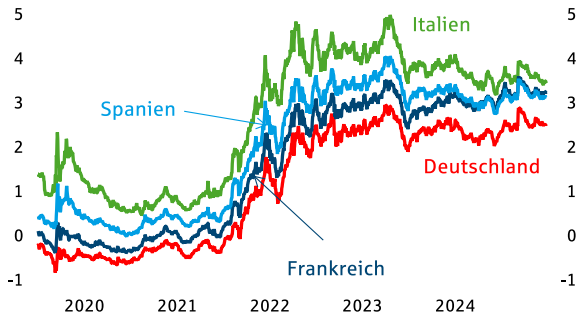


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

In den kommenden Jahren könnte eine zu hohe Verschuldung vor allem für **Italien mit aktuell rund 135 % und Frankreich mit 113 % des BIP zu einem größeren Problem** werden. Seit Ende 2021 ist die Nullzinsphase zu Ende. Die Kapitalmarktzinsen sind gestiegen und die Neuverschuldung der Staaten ist damit teurer geworden. Vor dem Hintergrund anhaltender Inflationsgefahren ist eine spürbar expansivere Geldpolitik nicht zu erwarten.

Staatsverschuldung kostet wieder

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen, %

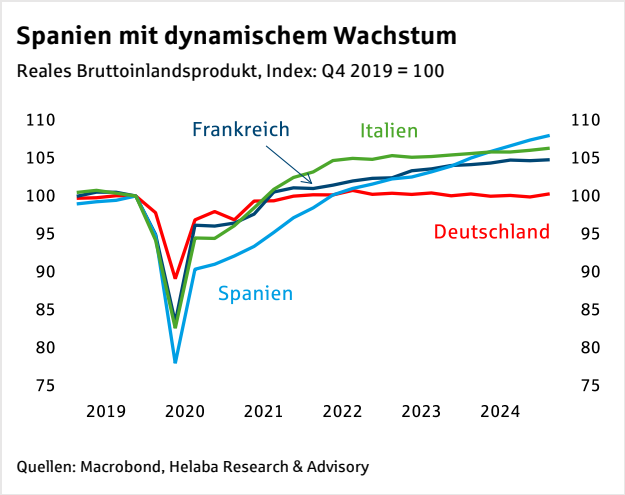


Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Zudem **steigen die finanziellen Herausforderungen** der europäischen Staaten. Die geopolitische Lage erfordert deutlich mehr Ausgaben für Verteidigung und die Alterung lässt tendenziell die Sozialausgaben kräftig zunehmen. Für Länder mit einer bereits hohen Staatsverschuldung wird es damit zunehmend schwieriger, diese zurückzuführen. Damit sinken die Möglichkeiten der Fiskalpolitik, im Falle einer Rezession mit expansiven Maßnahmen entgegenzuwirken.

Auch mit höherem Wachstum ließen sich die Verschuldungsquoten senken. Dies ist aber vor dem Hintergrund der demografischen Veränderung kaum zu erwarten. Die geburtenstarken Jahrgänge gehen in den

[5] Siehe Modell der Ökonomen Adrian/Crumb/Moench bei der New York Fed.
[6] Furceri/Goncalves/Li, Fiscal Policy and Interest Rates in the United States, IMF Working Paper (forthcoming).



Ruhestand und senken das Wachstumspotenzial. Umso wichtiger ist es, die Wettbewerbsfähigkeit sowohl der einzelnen Staaten als auch auf europäischer Ebene zu verbessern. Nur so ließe sich über eine Steigerung der Produktivität dem Rückgang des Wachstumspotenzials entgegenwirken. Gerade in **Italien** sind hier zuletzt kaum Fortschritte, beispielsweise bei Bildung und Forschung, zu verzeichnen. Allerdings hat das Land Reformen am Arbeitsmarkt vorgenommen und profitiert immer noch von den Mitteln des EU-Aufbaufonds („Next Generation"). Trotzdem ist das Wirtschaftswachstum seit 2023 deutlich gesunken.

Frankreich hingegen hat seit 2017 Reformen in den Bereichen Steuern, Arbeitsmarkt, Rente und berufliche Bildung umgesetzt. Das Land ist so zu einem Magnet für Direktinvestitionen geworden. Das Wachstum war zuletzt stärker als in Italien.

Die höchste Dynamik nach der Pandemie konnte **Spanien** erzielen, obwohl die Verschuldung dort in etwa auf das Vor-Corona-Niveau zurückgeführt wurde. Zum Teil resultiert dieser Erfolg aus dem Wiedererstarken des Tourismussektors. Aber auch verhältnismäßig niedrige Energiekosten haben vor allem der Industrie geholfen. Die relativ günstige Entwicklung der Verschuldung in der Eurozone geht aber zu einem Gutteil auf Deutschland zurück, das allein über 28 % des BIP beisteuert.

Deutschland: Anstieg der Staatsverschuldung dürfte die Märkte kaum beunruhigen



Dr. Stephan Brand
Öffentliche Finanzen
& Nachhaltigkeit
T 069/91 32-46 59

Deutschland konnte von 2012 bis 2019 seine Staatsverschuldung kontinuierlich senken. Hauptgründe waren gute ökonomische Rahmenbedingungen, die es erlaubten, **Haushaltsüberschüsse für die Tilgung** zu nutzen, sowie die Vorgaben der 2009 beschlossenen **Schuldenbremse**. Diese erlaubte dem Bund ab 2016 nur noch eine Neuverschuldung von maximal 0,35% des BIP und den Ländern seit 2020 gar keine Schuldenaufnahme mehr (mit Ausnahmen für Umschuldungen und Notlagen).

Doch ab 2020 drehte sich die Entwicklung. Die Corona-Pandemie[7] erforderte **massive Hilfspakete** („Bazooka"), die Flutkatastrophe 2021 und der russische Angriff auf die Ukraine führten zu weiteren Ausgabenprogrammen („Doppel-Wumms"). Diese **Programme wurden über Sondervermögen finanziert**, die durch zusätzliche Schuldenaufnahme gedeckt wurden. Erschwerend kommt hinzu, dass die deutsche Wirtschaft seit 2023 nicht mehr gewachsen ist, was zu einem weiteren Druck auf die öffentlichen Haushalte führt.

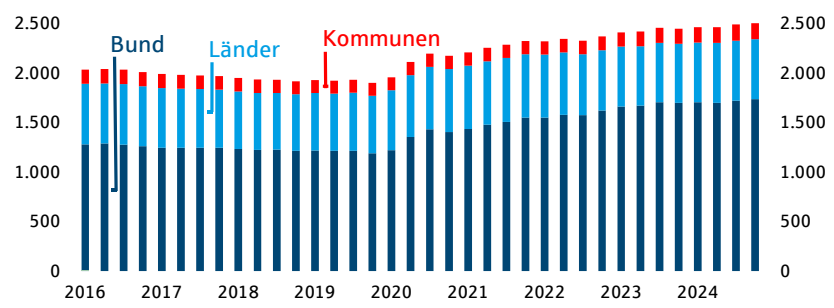
Mit einem Finanzierungsdefizit von rund 116 Mrd. Euro gemäß der Maastricht-Abgrenzungen hatte Deutschland 2024 eine **Defizitquote von -2,7 % und eine Staatsschuldenquote von derzeit 62 %**. Im Hinblick auf den Schuldenstand liegt Deutschland somit noch immer über dem europäischen Richtwert von 60 % des BIP.

Ende 2024 lag die **deutsche Staatsverschuldung bei über 2,5 Billionen Euro**, aufgeteilt auf den Bund (69 %), die Länder (24 %) und die Kommunen (7 %). Dies sind über 337 Mrd. Euro mehr als 2020 und entspricht einer Zunahme um fast 16 %. Auf den Bund entfällt mit fast 330 Mrd. Euro der Großteil des Schuldenanstiegs, da insbesondere dieser für die wirtschaftspolitischen Unterstützungsmaßnahmen zuständig ist. Im Hinblick auf die nächsten Jahre dürfte sich der Bund weiter verschulden, wenngleich viel dafürspricht, dass auch Länder und Kommunen mehr Verbindlichkeiten aufbauen werden.

[7] Siehe dazu: Im Länderfokus: **Wie der Schuldenpandemie begegnen?** vom 29. April 2021.

Deutsche Staatsverschuldung* nimmt wieder zu

Mrd. Euro



*nach vierteljährlicher Schuldenstatistik, aufgeteilt auf föderale Ebenen
Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Research & Advisory

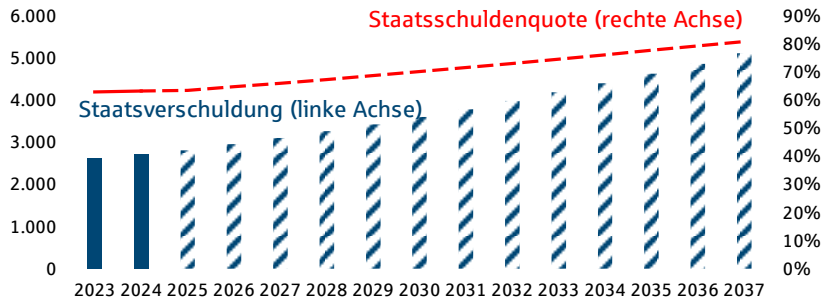
Einer der wesentlichen Treiber für die künftig steigende Staatsverschuldung liegt im **Fiskalpaket**, das im März 2025 verabschiedet wurde. Angesichts enormer Investitionsbedarfe in Bereichen wie **Verteidigung und Infrastrukturmodernisierung** sah sich die neue Regierungskoalition aus CDU/CSU und SPD gezwungen, zusätzliche Finanzierungswege zu erschließen. Einer Finanzierung der großen Summen durch Umschichtungen in den laufenden Haushalten standen politische und wirtschaftliche Gründe entgegen. Bereits in den Sondierungsgesprächen einigte man sich deshalb auf Änderungen der im Grundgesetz verankerten Schuldenbremse.

Das Paket umfasst **drei Kernpunkte**:

- Erstens, eine Ausnahme von der Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben, die 1 % des BIP übersteigen.
- Zweitens, die Möglichkeit für die Länder, sich wieder bis zu 0,35 % des BIP zu verschulden.
- Und drittens, die Einrichtung eines Sondervermögens „Infrastruktur und Klimaneutralität“ mit einem Volumen von 500 Mrd. Euro über 12 Jahre.

Fiskalpaket könnte Schuldenquote* auf 80 % erhöhen

Mrd. Euro (linke Achse), % des BIP (rechte Achse)



*ausgehend vom derzeitigen Schuldenstand unter den beschriebenen Annahmen
Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Research & Advisory

Auf Grundlage dieser drei Bausteine die künftigen Staatsschulden zu prognostizieren ist nicht trivial. **Einfluss nehmen insbesondere die Entwicklung der Verteidigungsausgaben und des BIP**. In einem vereinfachten Szenario, das von einer konstanten jährlichen Schuldenaufnahme über 12 Jahre, einem nominalen BIP-Wachstum von 3 % und einem Anstieg der Verteidigungsausgaben auf 3,5 % des BIP bis 2037 ausgeht, lässt sich eine Neuverschuldung von rund 90 Mrd. Euro im ersten Jahr ableiten, die bis 2037 auf über 240 Mrd. Euro steigt. Die kumulierte Neuverschuldung über den gesamten Zeitraum würde fast 2,4 Bio. Euro betragen. Diese Modellrechnung vernachlässigt die Schuldenaufnahme von Kommunen und Sozialversicherungen sowie mögliche Tilgungen.

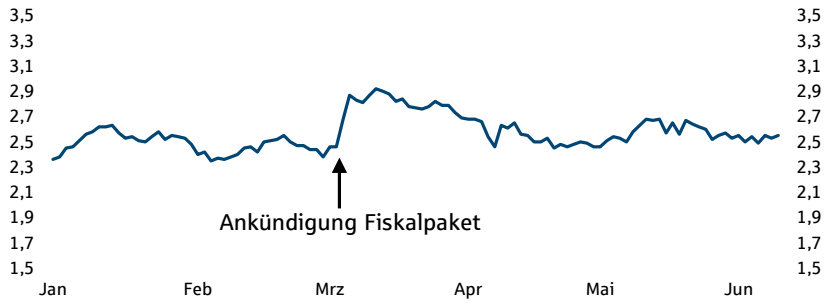
Jeder der zugrunde gelegten Annahmen birgt eine gewisse Plausibilität, doch werden auch nur wenige Annahmen variiert, ändert sich das Ergebnis des Szenarios. Mit dem Haushaltsentwurf 2025 und den Eckwerten bis 2029 hat die Bundesregierung für die laufende Legislaturperiode bereits einen höheren Verschuldungspfad eingeschlagen, weil die Verteidigungsausgaben schneller die Marke von 3,5 % des BIP erreichen. Fraglich ist, ob die Schuldenaufnahme für Verteidigung und Infrastruktur auch darüber hinaus kontinuierlich zunimmt. Angesichts langer Vorlaufzeiten für die Planung und Umsetzung von öffentlichen Investitionsprojekten ist eher von einem **mit dem Zeitverlauf zunehmenden Mittelabfluss** auszugehen. Erst mit dem Mittelabfluss wird die staatliche Schuldenaufnahme erforderlich. Gerade zu Anfang dürfte der Verschuldungsspielraum daher nicht ausgeschöpft werden.

Folgt man dem oben beschriebenen Szenario, **könnte die deutsche Schuldenquote bis 2037 auf über 80 % des BIP steigen**. Obwohl Deutschland mit dieser Quote immer noch unter dem derzeitigen europäischen Durchschnitt läge, würde sie den Grenzwert von 60 % des BIP der europäischen Fiskalregeln überschreiten. Bislang war die Schuldenbremse restriktiver als die europäischen Regeln, sodass Deutschland in keinen Konflikt geraten konnte. Seit der Aufweichung der Schuldenbremse kommt den europäischen Regeln aber eine besondere Bedeutung bei.

Die europäischen Fiskalregeln wurden zuletzt 2024 durch den **Stabilitäts- und Wachstumspakt** geändert. Dieser sieht vor, dass Staaten mit einer Schuldenquote von mehr als 60 % oder einem strukturellen Defizit von über 1,5 % des BIP einen Plan zur Konsolidierung mit der EU vereinbaren müssen. Wie diese Pläne im Einzelnen aussehen und welche Annahmen die EU-Kommission sowie die anderen Länder akzeptieren werden, ist zum jetzigen Zeitpunkt noch unbekannt. Angesichts der geopolitischen Lage sind bereits Ausnahmen für Verteidigungsausgaben im Gespräch. Wie die neuen EU-Fiskalregeln gelebt werden, wird sich noch zeigen müssen.

Reaktion der Finanzmärkte auf Fiskalpaket eher vorübergehend

Rendite* 10-jährige Bundesanleihe, %



*Rendite der jeweils jüngsten Bundesanleihe mit Laufzeit 10 Jahre
Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Research & Advisory

Die tatsächlichen Grenzen der Staatsverschuldung dürften daher eher von den **Reaktionen der Finanzmärkte** bestimmt werden. Die bisherigen Marktbewegungen auf die Ausweitung der deutschen Staatsschulden waren moderat. Zwar gab es bei Ankündigung des Fiskalpaketes einen kurzzeitigen Anstieg der Renditen 10-jähriger Bundesanleihen über 30 Basispunkte auf 2,9 %. Der Zins reduzierte sich aber zeitnah und notierte nach wenigen Wochen wieder in einer Bandbreite von 2,4 % bis 2,7 %. Auch andere Finanzmarktindikatoren deuten in der Zusammenschau nicht auf eine ablehnende Haltung der Finanzmärkte zum Fiskalpaket.

Trotzdem dürften mittel- bis langfristig die **Zinsen für Staatspapiere moderat steigen**, allein schon, weil auch viele andere Länder ihr Anleihevolumen ausdehnen wollen. Gleichzeitig baut die EZB ihre Anleihebestände sukzessive ab. Seit Mitte 2022 haben die Euro-Notenbanken ihren Anteil an allen umlaufenden Euro-Staatsanleihen bereits von 42 % auf rund 30 % reduziert. Wie sich der Kurs deutscher Staatspapiere im Vergleich zu anderen Anleihen schlägt, dürfte nicht unwesentlich vom Erfolg oder Misserfolg der mit dem Fiskalpaket angestrebten Investitionsmaßnahmen zusammenhängen.

Für die Bewertung des Fiskalpakets und seiner **Auswirkungen auf die Schuldentragfähigkeit** ist die effektive Verwendung der Mittel entscheidend. Bei einer tendenziell schwach ausgeprägten Investitionsneigung und hohen Sparquote des privaten Sektors in Deutschland ist nicht zuletzt der Staat gefordert, über (schuldenfinanzierte) Investitionen einen Impuls zu geben. Das Sondervermögen bietet aufgrund seiner langen Laufzeit dafür mehr **Planungssicherheit**. Der finanzielle Spielraum für zusätzliche öffentliche Investitionen umfasst 100 Mrd. Euro für Länder und Kommunen sowie 100 Mrd. Euro für den Klima- und Transformationsfonds. Die restlichen 300 Mrd. Euro sollen in die Bereiche Zivil- und Bevölkerungsschutz, Verkehr, Krankenhäuser, Energie, Bildung, Betreuung, Wissenschaft, Forschung und Entwicklung sowie Digitalisierung investiert werden.

Die Herausforderung wird darin bestehen, die Mittel einerseits zeitnah und andererseits zielgerichtet sowie wirtschaftlich zu investieren. Verschiedene Studien zeigen, dass eine **konsumtive Zweckentfremdung** der Mittel den gesamtwirtschaftlichen Effekt schmälern würde. Daher bleibt es eine wichtige Aufgabe, die **effektive Verwendung der Mittel über die Jahre hinweg zu gewährleisten**. Zu klären wären auch noch offene Fragen bezüglich der Finanzierung der mit den Investitionen verbundenen Folgekosten, der sukzessiven Ausweitung der Kapazitäten der Bauwirtschaft und der öffentlichen Verwaltung sowie die konkrete Ausgestaltung der Zuständigkeiten und Finanzierungsströme innerhalb des föderalen Staates, um das Fiskalpaket letztlich erfolgreich umsetzen zu können.

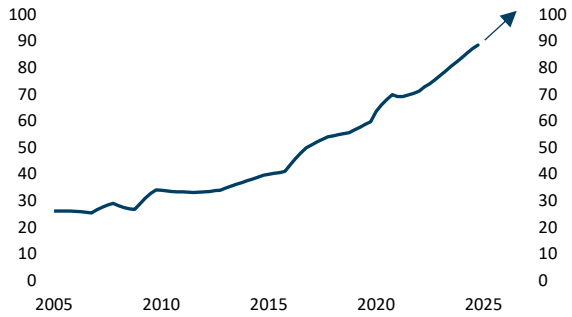
China: Ungebremster Verschuldungskurs

Chinas Zahlen zur Lage der öffentlichen Finanzen sind ebenso umstritten wie die Qualität seiner ökonomischen Indikatoren insgesamt. Der IWF basiert seine Einschätzungen daher auf selbst erstellten Kennziffern, die ganz erheblich von dem abweichen können, was die Regierung in Peking meldet. Den Fehlbetrag des öffentlichen Sektors setzt der Fonds für 2024 mit 7,3 % am BIP an.[8] Ankündigungen einer **aktiveren Fiskalpolitik**, die auch helfen soll, die negativen Effekte des Handelskriegs zu kompensieren, sprechen für einen weiteren Anstieg. Für 2025 liegt die jüngste IWF-Schätzung bei 8,6 % und bis 2030 fallen die prognostizierten Defizite nicht unter 8 %.

Dies kommt in einer Situation, in der die **Verschuldung des chinesischen Gesamtstaates** schon von etwa 25 % am BIP 2005 auf fast 90 % im letzten Jahr gestiegen ist. Dieser Prozess hat vor allem **ab 2016** Fahrt aufgenommen und der Trend geht ungebremst nach oben. Für 2030 sehen die IWF-Projektionen mit einer Schuldenquote von knapp 120 % ähnliche Zahlen wie für die USA (Gesamtstaat: 128 %). Solche Werte sind schon allein deshalb problematisch, weil China vom nominalen Pro-Kopf-Einkommen her zwischen Ländern wie Mexiko und Russland (mit Schuldenquoten von 45 % bzw. gut 20 %) rangiert. Unter den „Middle Income Countries" spielt das Land von der Verschuldung her eher **in einer Liga mit Ausnahmefällen wie Argentinien** (85 %).

China: Kein Ende in Sicht

Öffentliche Schulden, % am BIP



Quellen: BIZ, Helaba Research & Advisory

Hinzu kommt, dass die Haushaltspolitik Chinas – wie jene der USA – allein durch das globale Gewicht der Wirtschaft einen merklichen **Effekt über die eigenen Grenzen hinaus** erzielt: In der Schwellenländergruppe der BIZ hat die Schuld Chinas aktuell einen Anteil von fast 60 %. Rund zwei Drittel des absoluten Schuldenaufbaus der Schwellenländer in den vergangenen zehn Jahren gehen allein auf Chinas Konto.

Schwellen- und Entwicklungsländer: Problem Schuldentragfähigkeit als Normalzustand



Patrick Heinisch
Schwellenländer
T 069/91 32-74 27

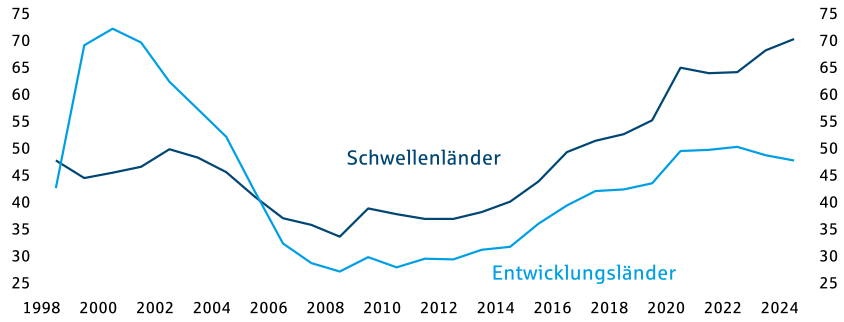
Bei der Verschuldung der Nicht-Industrieländer muss zwischen Schwellen- und Entwicklungsländern unterschieden werden. Die Verschuldung der **Schwellenländer** schwankte um die Jahrtausendwende nur wenig. Ab 2002 setzte ein deutlicher Rückgang ein, der bis zum Beginn der globalen Finanzkrise 2009 anhielt. In deren Folge stieg auch in dieser Ländergruppe das Verschuldungsniveau sprunghaft. **Seit 2012 ist ein stetiger Anstieg in Relation zum BIP** zu beobachten. Diese Entwicklung geht nicht zwingend mit einem höheren Risiko für die Schuldentragfähigkeit einher. Denn das starke Wirtschaftswachstum vieler großer Schwellenländer, allen voran der BRICS (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika) führte zu höheren Staatseinnahmen, die wiederum eine höhere Schuldenlast ermöglichten.

Bei den **Entwicklungsländern** lassen sich langfristig große Zyklen erkennen. Nach dem massiven Anstieg der Staatsverschuldung in den ärmsten Ländern um die Jahrtausendwende waren **Schuldenerlasse nötig geworden**. Die Gläubigerstaaten gewährten diese im Rahmen der „Heavily Indebted Poor Countries Initiative" und der „Multilateral Debt Relief Initiative", wodurch bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise eine scharfe Rückführung der Staatsschuldenquoten gelang. Anschließend setzte eine neue Verschuldungsphase ein. Allerdings gelang es nicht, die Einnahmen entsprechend zu erhöhen. In den letzten 20 Jahren erreichten große Entwicklungsländer wie Kenia und die Elfenbeinküste nur geringe Steigerungen der Haushaltseinnahmen (ohne Geberzuschüsse) in Relation zum BIP. Die beiden bevölkerungsreichsten Länder in Subsahara-Afrika, Nigeria und Äthiopien, verzeichneten sogar einen starken Rückgang ihrer Einnahmenquote.

[8] In Schwellenländern wie China ist eine konjunkturelle Bereinigung der Salden noch schwieriger als bei Industrieländern. Das strukturelle Defizit Chinas schätzt der IWF für 2024 aber auf 6,9 %, nicht weit vom vergleichbaren US-Wert.

Seit 2022 unterschiedliche Verschuldungsentwicklung

Staatsverschuldung, % des BIP



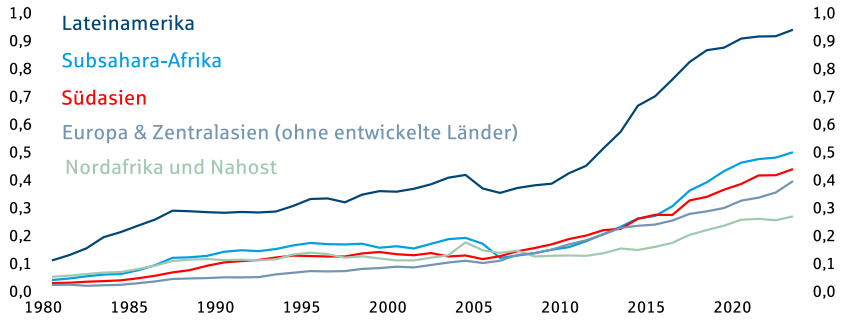
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Corona-Pandemie legte diese Schuldenproblematik schonungslos offen. Wegfallende Einnahmen aus gesunkenen Rohstoffpreisen, fehlende Touristen und rückläufiger Handel konnten nicht kompensiert werden. Es kam zu einer Stundung der Schuldendienstzahlung im Rahmen der „**Debt Service Suspension Initiative" der G20**. Einige Entwicklungsländer (Tschad, Sambia, Äthiopien, Ghana) beantragten Schuldenerlasse des ebenfalls von der G20 auferlegten „**Common Framework**". Die Praxis zeigt jedoch, dass das Common Framework Schwächen hat, insbesondere hinsichtlich der Gleichbehandlung von privaten und öffentlichen Gläubigern.

Auffällig ist, dass es **seit 2022 zu einem unterschiedlichen Verlauf bei Schwellen- und Entwicklungsländern** kommt. Während bei den Schwellenländern seither ein rapider Anstieg der Staatsschuldenquote von 64,2 % des BIP auf 70,3 % zu beobachten ist, sank sie im gleichen Zeitraum bei den Entwicklungsländern von 50,3 % auf 47,8 %. Letztlich lag dies daran, dass Afrika, wo sich die mit Abstand meisten Entwicklungsländer befinden, schon seit einigen Jahren weniger neue Kredite erhält. Exemplarisch dafür steht die Kreditvergabe von China an afrikanische Staaten und Finanzinstitute. Diese ging von fast 30 Mrd. US-Dollar 2016 auf wenig mehr als 1 Mrd. US-Dollar im Jahr 2023 zurück. Erklären lässt sich dies sowohl mit wirtschaftlichen Problemen in China als auch mit dem hohen Schuldentragfähigkeitsrisiko der afrikanischen Länder, das China nicht mehr bereit war einzugehen. 2024 kam es zum ersten Anstieg chinesischer Kredite seit sieben Jahren auf 4,6 Mrd. US-Dollar – immer noch deutlich niedriger als in den Jahren vor 2020.

Lateinamerika absolut und in Relation zum BIP höchste Verschuldung

Staatsverschuldung, Bio. US-Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Regional betrachtet **sticht der Schuldenanstieg Lateinamerikas hervor**. Zwischen 2011 und 2023 sind die Verbindlichkeiten der Regierungen des Kontinents von 452 Mrd. US-Dollar auf 941 Mrd. gestiegen. Auch in Relation zum BIP hatten die wichtigsten Schwellenländer in der Region starke Zuwächse der Verschuldung zu verzeichnen, z.B. Argentinien von rund 39 % des BIP auf 155 %, Brasilien von 60,6 % auf 84 %, Mexiko von rund 41 % auf fast 53 % und Chile von 11 % auf knapp 40 %. Zuletzt hat sich der Anstieg jedoch abgeflacht, was vor allem am starken Rückgang der Verschuldungsquote Argentiniens liegt (2025 nur noch 73 %).

Die empirische Evidenz deutet darauf hin, dass die Kreditkosten in Schwellen- und Entwicklungsländern **abhängig von der Zinspolitik in den Industrieländern und hier insbesondere in den USA** sind. Obwohl die realen Emissionsrenditen in allen Einkommens- und Bonitätsgruppen gestiegen sind, bleiben sie in Niedrigeinkommensländern und Ländern mit spekulativem Rating („Non-Investment Grade") höher. In Ländern mit hohem Pro-Kopf-Einkommen stiegen die Renditen vom negativen Bereich 2018 bis 2021 auf über 2 % im Jahr 2024. In gehobenen

Mitteleinkommensländern und niedrigen Mitteleinkommensländern stiegen sie vom negativen Bereich 2020 auf 4 % bzw. 3 %.

In **Niedrigeinkommensländern** hingegen stiegen die realen Renditen von rund 3 % im Jahr 2020 auf über 7 % und notierten damit deutlich über denen anderer Einkommensgruppen. Gleichzeitig lagen die realen Emissionsrenditen der Investment-Grade-Länder 2024 bei etwa 1 %, während sie in Ländern ohne Investment-Grade-Rating auf fast 4 % stiegen – ein Niveau, das auch nach der globalen Finanzkrise zu beobachten war. Unklar ist, ob die im dritten Quartal 2024 eingeleiteten Zinssenkungen der US-Notenbank Entlastung für Schwellen- und Entwicklungsländer bringen, denn an den Finanzmärkten sind die langfristigen Zinsen wegen der insgesamt sehr hohen US-Verschuldung trotz der Leitzinsentscheidungen nicht gesunken.

Etwa die Hälfte der Schwellen- und Entwicklungsländer mit Kreditrating wurde 2024 als spekulativ eingestuft, zehn als sehr spekulativ oder in Zahlungsverzug. Trotzdem **erreichte der Investment-Grade-Anteil** an den gesamten ausstehenden Staatsanleihen der Schwellen- und Entwicklungsländer 2024 **einen Höchststand** von fast 80 %, verglichen mit weniger als der Hälfte 2007. Dies ist hauptsächlich auf die gestiegenen Emissionen größerer Staaten in dieser Ländergruppe mit Investment-Grade-Rating zurückzuführen.

Um gegenüber externen Schocks widerstandsfähiger zu werden, müssen Schwellen- und Entwicklungsländer versuchen, ihre **inländischen Anleihemärkte zu entwickeln**, um die Abhängigkeit von Auslandsschulden zu verringern und Wechselkursrisiken zu minimieren. Dazu ist es erforderlich, eine starke Marktinfrastruktur aufzubauen, Transparenz zu schaffen, die Investorenbasis zu verbreitern sowie allgemeine wirtschaftliche und politische Stabilität herzustellen bzw. aufrechtzuerhalten.

Fazit: Globaler Schuldenanstieg nicht überall gleichermaßen problematisch

Staatsschulden generell zu verteufeln wäre genauso falsch wie eine „Carte Blanche“ für unbegrenzte öffentliche Defizite auszustellen. Grundsätzlich ist eine **Schuldenfinanzierung staatlicher Investitionen** eher zu vertreten als von Staatskonsum. Leider verschwimmen die Grenzen zwischen diesen Begriffen in der öffentlichen Diskussion. Auch kann diese Debatte nicht komplett getrennt werden von einem verwandten politischen Diskurs: Was soll der Staat eigentlich leisten? Wie viel wirtschaftliche Aktivität der öffentlichen Hand ist zu wenig oder zu viel?

Allgemeine Antworten auf die Frage „Wann ist eine Ausweitung der Verschuldung in Ordnung?“ sind problematisch, denn jedes Land ist in einer anderen Situation. Nationale Charakteristika wie Rechtsstaatlichkeit, Zinsniveau oder inländische Ersparnis bestimmen den **„fiscal space“**, denn sie geben das Ausmaß der nachhaltig möglichen Verschuldung vor. Die **aktuelle Schuldenquote** ist der zweite zentrale Faktor. Wie viel des institutionellen Spielraums wurde in der Vergangenheit bereits ausgeschöpft? Wer die Schuldenquote niedrig hält, hat in der Regel mehr „Munition“ für Notfälle, sei es der Klimawandel oder eine plötzliche Veränderung der Sicherheitslage.

Die Tatsache, dass Schwellen- und Entwicklungsländer im Schnitt niedrigere Staatsschuldenquoten haben als die „reichen“ Länder, reflektiert deren eingeschränkteren Zugang zum Kapitalmarkt. Zumindest theoretisch sollten aufgrund abnehmender Grenzerträge Investitionen in ärmeren Ländern aber grundsätzlich eine **bessere gesellschaftliche „Rendite“** abwerfen als in den Industrieländern. In den reicheren Ländern stellt sich eher die Frage, ob die hohen privaten Einkommen und Vermögen nicht eine klassische Steuerfinanzierung nahelegen. Hier dürften eher politisch schwierige Verteilungsfragen die Ausdehnung der Staatsverschuldung attraktiv erscheinen lassen.

Zumindest haben es viele europäische Staaten vordergründig nicht geschafft, mittels expansiver Fiskalpolitik ihre **langfristige Schuldentragfähigkeit durch deutlich höheres Wachstum** zu verbessern. Zugegebenermaßen ist unbekannt, wie sich die wirtschaftliche Lage dort ohne die erfolgte Verschuldung entwickelt hätte. Aber als Mahnung – gerade auch für Deutschland – bieten sich die bisherigen Erfahrungen durchaus an: die umfangreiche Schuldenaufnahme des Staates ist eine Wette auf die Zukunft. Nur wenn mit den Mitteln sinnvolle und nachhaltige Ausgaben getätigt werden, geht das Spiel als Gewinn für den Staat – und damit für uns alle – auf.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **www.helaba.com**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.