

Sonderbericht

Pandemie-Update Nr. 12: Wer zahlt die Zeche?



Das Wichtigste in Kürze: Die Neuinfektionen mit dem Coronavirus steigen in verschiedenen Ländern Europas, insbesondere in Spanien und Frankreich, seit der Ferienzeit drastisch an. Dabei werden die Höchststände vom Frühjahr deutlich übertroffen. Auch in den umliegenden Staaten macht sich ein gesteigertes Infektionsgeschehen bemerkbar. Deutschland und Italien bleiben jedoch bislang unter ihren Rekordständen vom März beziehungsweise April. Im Gegensatz zu damals bleiben die Todesfälle aufgrund oder mit Covid-19 übrigens auch in Frankreich und Spanien auf einem sehr niedrigen Niveau. Dies liegt vor allem daran, dass sich aktuell überwiegend jüngere Menschen mit einem größtenteils milden Krankheitsverlauf anstecken. Neue, umfassende Lockdown-Maßnahmen wurden deshalb bislang als unnötig betrachtet. Dies könnte sich jedoch ändern, wenn das Virus vermehrt Senioren- und Pflegeheime erreicht und deshalb die Sterbefälle ansteigen.

Im vorliegenden Sonderbericht befassen wir uns darüber hinaus mit der Frage, wer letztlich die durch die Corona-Pandemie verursachten finanziellen Aufwendungen tragen muss. Nach unserer Einschätzung dürfte der Druck auf die Vermögensbesitzer zunehmen, auf welche über den Weg niedriger Realrenditen letztendlich die Lasten abgewälzt werden.

25. September 2020

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

1. Pandemie-Entwicklung und Lagebeurteilung

Nach Angaben der Weltgesundheitsorganisation wurden in der vergangenen Woche global knapp 2 Mio. Covid-19-Neuinfektionen gezählt. Dies ist der höchste bislang gemessene Wert für einen 7-Tages-Zeitraum, wobei der Anstieg gegenüber der Vorwoche mit 6 % überschaubar ausfällt. Im Juli und August wurden unter Schwankungen etwa 1,8 Mio. Neuinfektionen pro Woche festgestellt. Ein größerer Anstieg war seinerzeit per Saldo nicht zu verzeichnen.

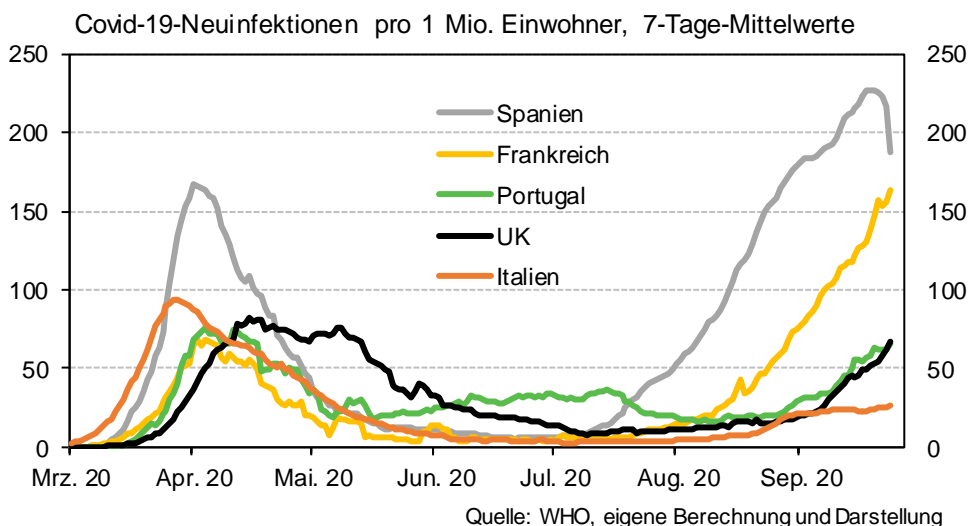
Seit Ausbruch rund 30 Mio. Infizierte weltweit.

Auch wenn das Infektionsgeschehen damit aus der Vogelperspektive betrachtet nur wenig verändert erscheint, lassen sich bereits eine Ebene tiefer verschiedene gegenläufige Trends erkennen. In Nord- und Südamerika sind die Fallzahlen weiterhin rückläufig. Hierzu später mehr. Das Gleiche gilt überraschenderweise auch für Afrika, dem bislang kaum betroffenen Kontinent. Eine deutliche Zunahme der Neuinfektionen verzeichnet dagegen Südostasien und hier insbesondere Indien wo sich aktuell bei leicht steigender Tendenz etwa 90.000 Menschen pro Tag anstecken. Angesichts der sehr großen Bevölkerung auf dem Subkontinent von 1,37 Mrd. Menschen entspricht dies zwar „nur“ durchschnittlich 64 Neuinfektionen pro 1 Mio. Einwohner, doch bestehen größere regionale Hotspots.

Abnahme der Neuinfektionen in Amerika, Zunahme in Indien...

Für uns von größerer Tragweite ist der Wiederanstieg der Neuinfektionen in verschiedenen Ländern Europas (siehe Grafik unten). Besonders stechen dabei Frankreich und Spanien hervor, wo zuletzt 163 beziehungsweise 188 Neuinfektionen pro Tag und 1 Mio. Einwohner zu verzeichnen waren. Aber auch in anderen europäischen Staaten kletterten die Fallzahlen pro 1 Mio. Einwohner auf Mehrmonatshöchststände an, beispielsweise in Österreich (81), Portugal (65), im Vereinigten Königreich (67) und in der Schweiz (47).

...und in Europa.



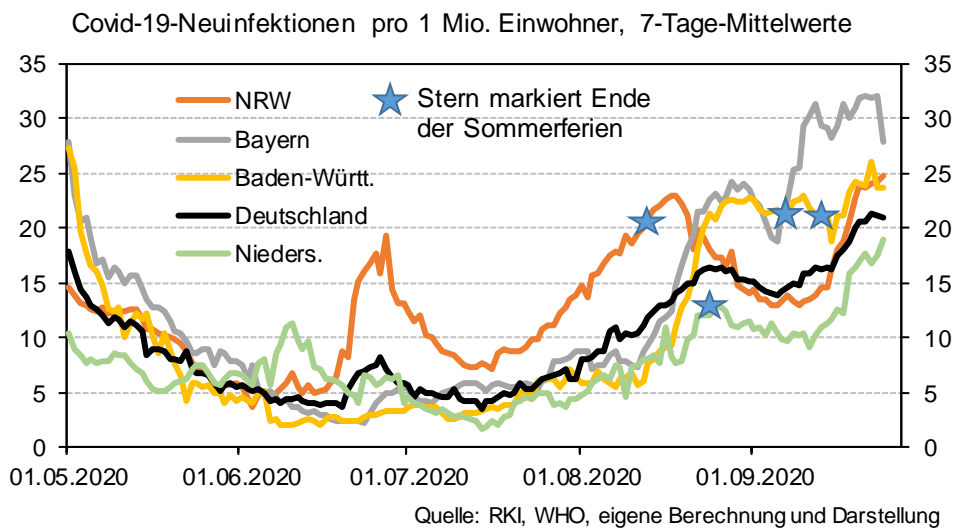
Der in der obigen Grafik erkennbare nach unten abknickende Trend für Spanien sollte übrigens nicht als Indiz für eine Besserung der Lage interpretiert werden. Es ist vielmehr so, dass Spanien die veröffentlichten Daten über die Neuinfektionen in letzter Zeit immer wieder rückwirkend für mehrere Wochen nach oben korrigierte, sogar mehrmals um einige zehntausend Fälle. Beispielsweise sah es bereits vor zwei Wochen so aus, als ob Spanien mit etwa 160 Neuinfektionen pro

Manipuliert Spanien die Infektionszahlen?

1 Mio. Einwohner den Höchststand der zweiten Welle erreicht hätte und sich danach unmittelbar eine Besserung ergeben hätte. Aktuell steht der Zenit aber bei 225 Neuinfektionen und er ist um zwei Wochen nach hinten verschoben. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass die Daten willentlich verfälscht werden, um die Lage zu beschönigen, auch wenn es hierfür einen Anfangsverdacht gibt. So revidierte die Regierung in Madrid die Zahlen aus dem Frühjahr später deutlich nach unten. Konkret wurden solche Fälle aus der Statistik getilgt, die nicht aufgrund von Labortests, sondern „nur“ aufgrund ärztlicher Diagnosen festgestellt wurden. Für die letzten Wochen ausschlaggebend dürfte aber vielmehr der ebenfalls wenig schmeichelhafte Umstand sein, dass die spanischen Behörden auch mehr als ein halbes Jahr nach Ausbruch der Pandemie noch nicht in der Lage sind, ein zuverlässiges Meldesystem zu betreiben.

Ein wichtiger Grund für den beschriebenen Anstieg der Fallzahlen war die Urlaubszeit, ein Zusammenhang, auf den wir bereits in den beiden letzten Sonderberichten zur Pandemie aufmerksam gemacht haben (vgl. Nr. 10 vom 6. August und Nr. 11 vom 21. August). Diese Sichtweise belegen nicht zuletzt die Zahlen für die deutschen Bundesländer eindrucksvoll. Bekanntlich finden die Schulferien hierzulande zeitlich gestaffelt statt, und Nordrhein-Westfalen als bevölkerungsreiches Bundesland mit frühem Ferienbeginn zeigte dementsprechend auch früh einen Anstieg der Neuinfektionen (siehe Grafik unten). In den Ferienschlusslichtern Bayern und Baden-Württemberg nahmen die positiven Testergebnisse dagegen erst mit zeitlicher Verzögerung zu.

Reisewelle = Coronawelle.



Die Entwicklung nach Ende der Sommerferien verlief leicht abweichend. In Nordrhein-Westfalen stiegen die Fallzahlen noch rund eine Woche nach Wiederaufnahme des Schulbetriebs weiter an. Das Gleiche gilt für Bayern. Vermutlich dauerte es dort noch etwas, bis die Ergebnisse für alle getesteten oder erkrankten Reiserückkehrer vorlagen. In anderen größeren Bundesländern wie Niedersachsen und Baden-Württemberg stagnierten die Zahlen dagegen, beziehungsweise sie nahmen sogar leicht ab. Die vorab befürchtete große Ansteckungswelle durch Kinder und Jugendliche nach Schulbeginn ist abgesehen von Einzelfällen jedenfalls bislang ausgeblieben. Dies dürfte auch den teilweise sehr akribisch geplanten Hygienekonzepten der Schulen zu verdanken sein.

Ansteckungen in den Schulen bleibt aus,...

Das Geschehen rund um die Sommerferien wird zwischenzeitlich von einer neuen, auf der Reisewelle aufbauenden Entwicklung überholt: In Deutschland steigen die Infektionen aktuell vielerorts erneut an, wie auch in der Grafik oben gut erkennbar ist. Das Robert-Koch-Institut macht hierfür „größere Feiern im Familien- und Freundeskreis“ verantwortlich, die „insbesondere im Fall von jüngeren Personen von Reiserückkehrern ausgehen“ würden. Etwas drastischer und mit negativem Unterton formuliert ließe sich auch sagen, dass das Geschehen auf der Gleichgültigkeit von denjenigen beruht, die medizinisch gesehen nicht zu den Risikogruppen gehören und die im Zweifel auf einen milden Krankheitsverlauf spekulieren können.

...doch sie erfolgen in der Freizeit.

Gleichgültigkeit oder Corona-Frust?

Von der anderen Seite betrachtet leben viele Angehörige dieser Altersgruppe häufig in Single-Haushalten und haben deshalb ein höheres Bedürfnis nach sozialer Interaktion als ältere Menschen in Familienverbänden. Was nützt es, über Monate im stillen Kämmerlein einer eher seltenen und dann ohnehin harmlosen Erkrankung zu entgehen, wenn stattdessen Vereinsamung und Depressionen drohen? Insofern lassen sich Argumente finden, die einerseits Ignoranz und Einfältigkeit oder andererseits auch einfach nur natürliche Gründe für die aktuell vermehrten Ansteckungen unter Jüngeren erklären können. Die täglich erlebte Praxis bestätigt immer wieder beide Sichtweisen. Unbestreitbar und mit Zahlen belegbar ist jedenfalls, dass junge Menschen die Infektionszahlen momentan nach oben treiben. Gemäß den detaillierten Statistiken des Robert-Koch-Instituts machten zum Zeitpunkt der ersten großen Ansteckungswelle in diesem Frühjahr Personen im Alter bis zu 39 Jahren nur 32 % der Fälle aus. In den letzten fünf Wochen kommt diese Altersgruppe dagegen auf mehr als 64 %.

Jüngere Menschen aktuell überproportional betroffen,...

Dabei darf nicht vergessen werden, dass aktuell sehr viel mehr getestet wird als vor sechs Monaten. Deshalb dürften im Frühjahr viele erkrankte junge Menschen mit nur milden Symptomen überhaupt nicht in die offiziellen Statistiken eingegangen sein. Die genannte Quote von 32 % ist deshalb wahrscheinlich nach unten verzerrt. Und auch der absolute Anstieg der Neuinfektionen in den letzten Wochen relativiert sich etwas, wenn man bedenkt, dass die erste Welle im Frühjahr aufgrund einer hohen Dunkelziffer vermutlich noch umfassender ausfiel, als die Zahlen und Grafiken anzeigen.

...doch die Zahlen vom Frühjahr sind verzerrt.

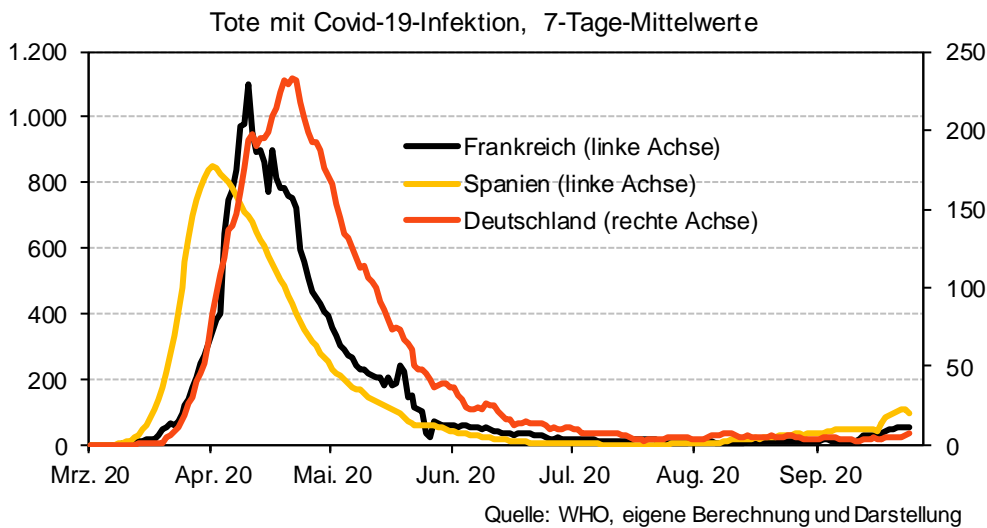
Da aktuell vorwiegend jüngere Menschen betroffen sind, hat sich der Blick der Verantwortlichen in Politik und Behörden sowie der Beobachter an den Kapitalmärkten in letzter Zeit mehr in Richtung der Hospitalisierungen und der Todesfälle mit bestätigter Covid-19-Infektion verlagert. Sie dürften eher entscheiden, ob neue Lockdownmaßnahmen notwendig sind als die Anzahl der Neuinfektionen allein. Dass in Deutschland gemäß Presseberichten aktuell rund 10.000 Intensivbetten mit Beatmungsgeräten frei sind, erklärt, warum größere Reaktionen weitgehend ausblieben. Bislang müssen nur weniger als 5 % der Infizierten im Krankenhaus behandelt werden. Und dass Großbritannien die Sperrstunde für Restaurants und Pubs in dieser Woche auf 22 Uhr nach vorne verlegte, ist ein noch relativ milder Eingriff.

Krankenhäuser mit freien Kapazitäten...

Bei Betrachtung der Todesfälle wegen einer oder mit einer Covid-19-Erkrankung (siehe Chart nächste Seite) sollte stets die zeitliche Verzögerung von rund drei Wochen nach der Ansteckung berücksichtigt werden. Aber trotz dieser Einschränkung ergibt sich derzeit mit Blick auf jene Statistiken ein viel harmloseres Bild im Vergleich zu den oben beschriebenen Neuinfektionen (vgl. Grafik auf Seite 2). In Deutschland sind Sterbefälle aufgrund des Corona-Virus

...und kaum Todesfälle.

derzeit vergleichsweise selten, und auch in Spanien und Frankreich, wo die Lungenkrankheit grassiert, liegen sie weit unter den Werten des Frühjahrs.



Natürlich sollen diese Einsichten nicht zur Gleichgültigkeit verleiten. Bei Covid-19 – so viel ist zwischenzeitlich bekannt – handelt es sich aufgrund des Ansteckungspotenzials noch vor den Symptomen um eine sehr träge verlaufende Seuche. Einmal ausgebrochen, ist sie nur mit drastischen Einschränkungen zu stoppen. Für viele ohnehin beeinträchtigte Unternehmen wäre ein zweiter umfassender Lockdown eine existenzielle Bedrohung. So weit will es die Politik nicht kommen lassen. Deshalb wäre es eine Fehleinschätzung zu glauben, dass auf absehbare Zeit überhaupt keine Maßnahmen drohen. Allerdings gibt es momentan keinen Anlass für ähnliche Einschränkungen wie im Frühjahr, und sie wären heute vermutlich auch viel schwerer durchzusetzen als damals.

Politik wird aufmerksam bleiben,...

...doch aktuell wenig Anlass für neuen Lockdown.

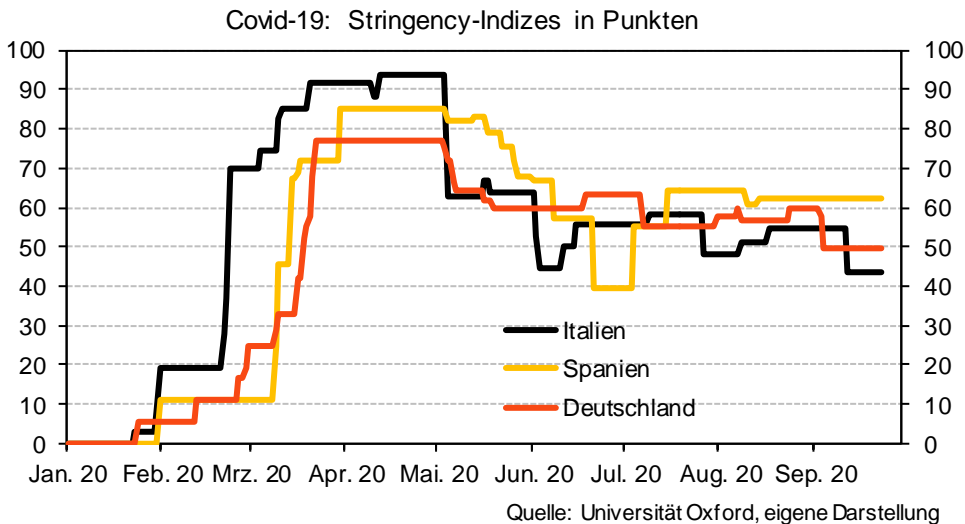
Aus dem medizinischen Problem ist ein gesellschaftliches Reizthema mit hohem Polarisierungspotenzial geworden. Die Meinungen über den richtigen Umgang mit dem Virus gehen mehr denn je weit auseinander. Diejenigen, die für einen lockeren Umgang plädieren, können sich beispielsweise auf den Bonner Virologen Hendrik Streeck berufen, der einen Strategiewechsel empfiehlt. Gleichwohl verweist auch Streeck darauf, dass Covid-19 mit 0,4 % eine viermal höhere Infektionssterblichkeit als eine saisonale Grippe aufweist. Die Mehrheit der Virologen ist nach unserer Beobachtung ohnehin unverändert vorsichtig. Hierfür sprechen bei schweren Verläufen beispielsweise Hinweise auf langfristige Folgeschäden wie kognitive Einschränkungen, Nervenleiden und streifig-narbige Veränderungen der Lungen, die im Gegensatz zu Schädigungen nach einer normalen Grippe nicht mit Cortison behandelt werden können.

Uneinigkeit auch unter Virologen.

Die obigen Erläuterungen über die Ursachen des Anstiegs der Neuinfektionen in den letzten Wochen erklären noch nicht, warum die Länder Europas derzeit so unterschiedlich betroffen sind. Beispielsweise weist der Trend in Italien zwar ebenfalls nach oben. Doch das erreichte Niveau bleibt mit nur 24 Neuinfektionen pro 1 Mio. Einwohner weit hinter dem Geschehen in Spanien und Frankreich zurück. Der Umfang und die Qualität der Eindämmungsmaßnahmen könnten hierbei eine Rolle spielen. Dieser Punkt sollte jedoch nicht überschätzt werden. Hierauf deuten die von der Universität Oxford berechneten Stringency-Indizes hin. In ihnen werden Maßnahmen in 17 verschiedenen Lebensbereichen von staatlich

Maßnahmen der Regierung erklären die Unterschiede nicht wirklich.

verordneten Einschränkungen bis hin zu den Reaktionen des Gesundheitswesens zu einer einzigen Kennzahl verdichtet. Die Indizes erlauben somit Vergleiche zwischen verschiedenen Ländern und auch im Zeitablauf.



Beispielsweise kommt das aktuell besonders vom Virus betroffene Spanien bereits seit zwei Monaten auf einen Indexwert von 62,5 Punkten. Dagegen fiel das viel weniger betroffene Italien schon Anfang Juni unter die 60-Punkte-Marke, und es liegt aktuell sogar nur bei 43,5 Punkten (siehe Grafik oben). Hieran zeigt sich wieder einmal, dass das Handeln der Menschen eben nicht einfach mit staatlichen Maßnahmen dirigiert werden kann, sondern vielfach auf vollkommen anderen, oftmals unbekanntem Motiven beruht.

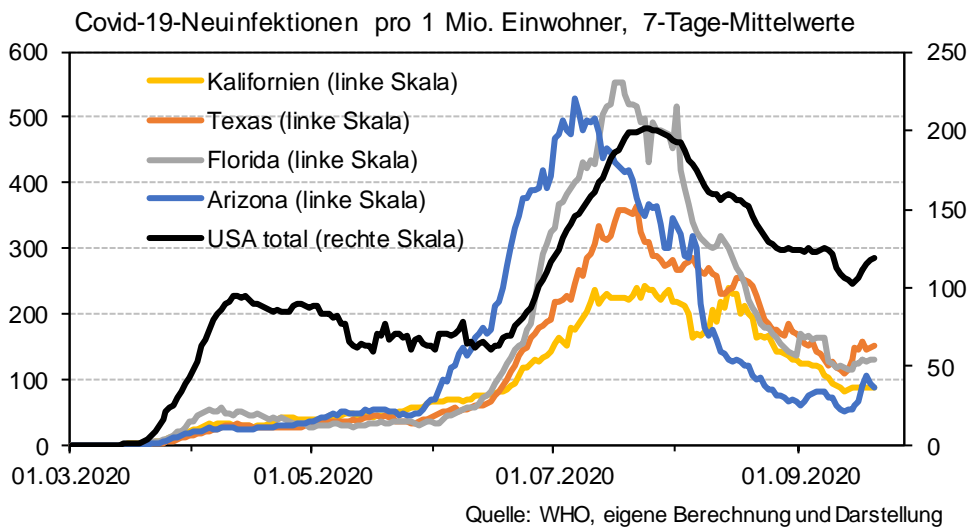
Italien lockerte zuletzt die Zügel etwas.

Interessant ist vor diesem Hintergrund eine alternative Erklärung spanischer Journalisten. Im Frühjahr wurden sowohl Italien wie auch Spanien extrem hart von der Pandemie mit vielen Todesfällen betroffen. Der Unterschied besteht darin, dass in Spanien relativ zügig eine umfassende Ausgangssperre erlassen wurde, die auch verhinderte, dass Journalisten mit Bild und Ton aus Krankenhäusern und Pflegeheimen berichten konnten. Die Seuche wäre damit zu einem für viele Menschen eher abstraktem Problem geworden, das sie nur hinsichtlich ihrer persönlichen Einschränkungen berührte. Dagegen hätten in Italien leicht verständliche Bilder von überfüllten Krankenhäusern und Leichenkonvois des Militärs für emotionale Betroffenheit und dementsprechend für eine bis heute wirkende Vorsicht gesorgt.

Versteht der Mensch nur das, was er mit eigenen Augen sieht?

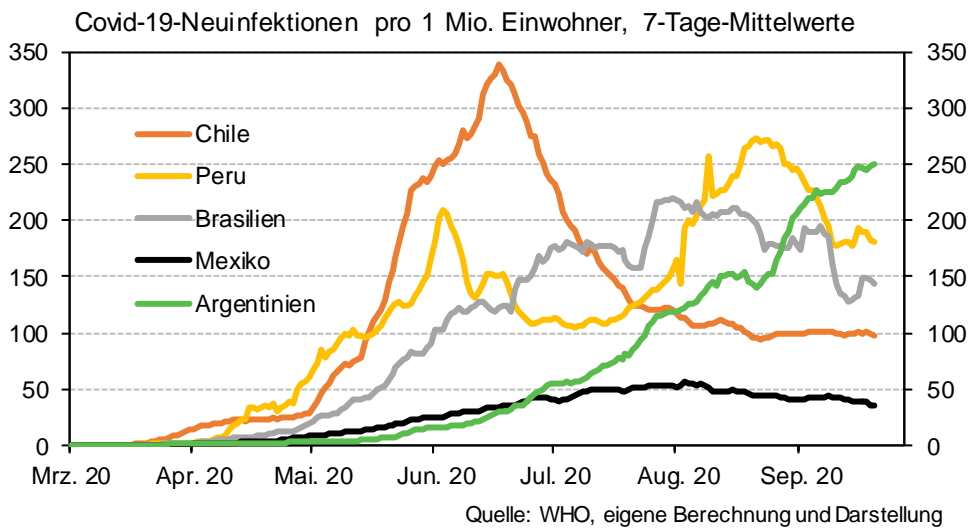
Ob dieser Erklärungsansatz auch für die USA Gültigkeit beanspruchen kann, würde erst eine Untersuchung der im Süden besonders häufig konsumierten Medienberichte aus dem Frühjahr erfordern. Die zweite Welle der Neuinfektionen im „Sun Belt“ der USA war wie eingangs dargestellt jedenfalls bis Mitte September stark rückläufig. Erst in den letzten Tagen ergab sich ein kleiner Wiederanstieg. Insgesamt bleibt das Infektionsgeschehen weiterhin auf einem hohen Niveau (siehe Chart nächste Seite).

Rückläufige Tendenz in den USA zuletzt unterbrochen.



Ein tendenzieller Rückgang bei einem weiterhin hohen Niveau ergab sich in den letzten Wochen auch für das bevölkerungsreichste Land Südamerikas, Brasilien, wo aktuell rund 144 Neuinfektionen pro 1 Mio. Einwohner festgestellt werden (siehe Grafik nächste Seite). Auffällig ist der gegen den Trend steigende Verlauf von Argentinien mit zuletzt knapp 250 Neuinfektionen pro 1 Mio. Einwohnern. Während der ersten großen südamerikanischen Welle im Juni und Juli war Argentinien zunächst weit unterdurchschnittlich betroffen, doch am Rio de La Plata holt man das Ausgelassene derzeit umso stärker nach.

Argentinien ist Nachzügler.



Abschließend noch ein paar Worte zur Impfstoffentwicklung, auf der mehr denn je alle Hoffnungen beruhen. Vor zwei Wochen kursierten Schlagzeilen, wonach der britische Hersteller AstraZeneca die Phase III-Tests stoppen musste, nachdem bei einem Teilnehmer ernstzunehmende gesundheitliche Beeinträchtigungen auftraten. Diese Nachricht wurde an den Börsen negativ aufgenommen, doch wurde ihre Bedeutung etwas überschätzt. Zum einen handelte es sich nicht um einen kompletten Stopp der Untersuchungen, sondern nur der neuen Impfungen im Zuge des Phase III-Tests. Die Beobachtung der bislang Geimpften wurde ununterbrochen fortgesetzt. Außerdem bestehen keine Belege für einen Zusammenhang zwischen Erkrankung und Impfstoff. Es handelte sich nur um

AstraZeneca setzt Test-Impfungen fort.

einen Routinestopp. Zwischenzeitlich wurden die Impfungen außerhalb der USA wieder aufgenommen. Lediglich in den USA steht die Erlaubnis der Gesundheitsbehörde FDA hierfür noch aus.

Offen ist bislang, ob die US-Unternehmen Moderna und Pfizer eine Notfallzulassung vor dem regulären Abschluss ihrer Phase III-Studien stellen werden, oder den regulären Weg wählen, vor allem wenn die FDA die Regeln doch wieder verschärfen sollte. Dies könnte den Wunsch von US-Präsident Trump beeinträchtigen, bis zur Wahl in fünf Wochen einen marktreifen Impfstoff präsentieren zu können. Dennoch bleibt es weiterhin wahrscheinlich, dass in der Zeitspanne vom Jahresende 2020 bis zum Frühjahr 2021 mit Massenimpfungen begonnen werden kann.

Impfstoffhersteller verzichten vielleicht auf Notfallzulassung.

2. Wer bezahlt die Zeche?

Dass die Covid-19-Pandemie nicht nur eine medizinische und menschliche Herausforderung ist, sondern auch eine finanzielle, muss nicht ausführlich erläutert werden. Viele Unternehmen und vermutlich auch einige Privathaushalte waren gezwungen, Schulden aufzunehmen, um ihre Umsatz- und Verdienstauffälle auszugleichen. Zwar gibt es neben den vielen Verlierern stets auch Gewinner der Krise, die beispielsweise von zusätzlichen Aufträgen profitierten. Mit Blick auf die Staatshaushalte ist die Lage jedoch eindeutig. Wegbrechende Steuereinnahmen und gleichzeitig hohe Ausgaben für den Gesundheitssektor, Überbrückungszuschüsse und ähnliches nehmen weltweit einen Umfang von vielen Billionen Euro ein.

Krise bewirkt Anstieg der Schuldenstände.

Wie bereits im Sonderbericht *Pandemie-Update Nr. 6* vom 28. April beschrieben, ging der Internationale Währungsfonds (IWF) zu diesem Zeitpunkt von einem Anstieg des Haushaltsdefizits in den USA im Jahr 2020 auf 15,4 % aus. Nach einer Aktualisierung der Zahlen wurde im Juni bereits ein Defizit in Höhe von 24,8 % gemessen am Bruttoinlandsprodukt erwartet. Für Deutschland verschlechterte sich die IWF-Schätzung von einem Defizit in Höhe von 5,5 % auf zuletzt 10,7 %, für Italien von 8,3 % auf 12,7 %. Nochmals aktualisierte Prognosen wird der IWF im kommenden Monat mit der regulären Vorstellung des World Economic Outlooks geben. Hieran schließt sich die Frage an, wer letztlich für die hohen Kosten der Pandemie aufkommen muss.

Haushaltsdefizite schnellen in die Höhe.

Grundsätzlich gibt es verschiedene Möglichkeiten für den Umgang mit den aufgetürmten Schulden. An erster Stelle steht die Abtragung, entweder durch die Verringerung der Ausgaben beziehungsweise durch die Erhöhung der Einnahmen, also der Steuern. Beide Varianten dürften auf absehbare Zeit keine nennenswerte Rolle spielen, da hierdurch die Konjunkturerholung gefährdet werden würde. Beispielsweise wird in den USA aktuell allein schon eine Reduzierung des hohen Ausgabentempos kritisiert, das sich durch die Verzögerung des angekündigten fünften Konjunkturpaketes im Kongress ergibt. Die heutigen Steuerzahler beziehungsweise die Transferempfänger des Staates dürften deshalb vorerst ungeschoren davonkommen.

Steuerzahler dürften vorerst ungeschoren davonkommen...

Was bleibt, das sind alternative Maßnahmen, beziehungsweise der Griff in die Trickkiste. Die einfachste hiervon wäre die Abwälzung der Schulden auf Dritte. Diesen Weg möchte Donald Trump gehen, indem er eine finanzielle

...und China wird kaum zahlen.

Entschädigung von China fordert, wo sich die Lungenseuche durch Vertuschung der lokalen Behörden zunächst lokal verbreiten und später durch Verharmlosung auch international ausbreiten konnte. Erfolgsaussichten für dieses Ansinnen bestehen praktisch nicht. Das Ausland als Träger der Pandemiekosten fällt damit aus. Ebenfalls auszuschließen ist momentan das in der Vergangenheit häufig gewählte Mittel des Staatsbankrotts. Zumindest in den industrialisierten Ländern wären die negativen Folgen für die Wirtschaft und Gesellschaft größer als die positiven. Schuldenschnitte sind zudem im Normalfall nur ein letztes Mittel, wovon man hierzulande noch weit entfernt ist.

Schuldenschnitte sind unwahrscheinlich.

Der momentan wahrscheinlichste Weg im Umgang mit den Kosten der Krise ist deshalb zunächst die Vermeidung von Folgewirkungen, insbesondere einer Überschuldungsspirale aufgrund hoher Zinszahlungen, womit das absolute Schuldenniveau seine Brisanz verliert. Das Vorbild hierfür ist die fiskalische Situation des im historischen Maßstab vollkommen überschuldeten Japans in den letzten Jahrzehnten. Das Kaiserreich dürfte nach IWF-Schätzung am Jahresende mit 268 % des BIP verschuldet sein. Zum Vergleich: Deutschland steht dann voraussichtlich bei 77 % und die USA bei 141 %. Trotzdem ist der japanische Schuldenberg bislang kein Problem, da die Zinsen schon seit langer Zeit extrem niedrig sind. Aktuell beträgt die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen 0,01 %. Die fälligen Raten bleiben deshalb verhältnismäßig klein und können aus laufenden Einkommen bezahlt werden.

„Vorbild“ Japan.

Hinzu kommt ein weiterer Grund, warum die Verschuldung Japans nicht zu einem Kollaps führt. Die größten Gläubiger des Staates sind einerseits die staatliche Postbank und zweitens die Notenbank, die zum Ende des 2. Quartals 44,5 % der ausstehenden Anleihen in ihren Büchern führte. Die Regierung in Tokio entrichtet deshalb die ohnehin sehr geringen Schuldzinsen an die Bank of Japan, die ihre Erlöse wieder dem Finanzministerium ausschüttet. Es handelt sich also zumindest teilweise um einen geschlossenen Geldkreislauf.

Notenbanken finanzieren den Staat,...

Ein ähnliches Muster wird bereits seit einigen Jahren hierzulande, in den USA und auch in vielen sonstigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit den Anleihekäufen der Notenbanken etabliert. So umfasste das im März beschlossene Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) der EZB zunächst 750 Mrd. Euro mit einer Laufzeit bis Ende Dezember 2020. Es wurde im Juni dieses Jahres bis zur Jahresmitte 2021 verlängert und für das 1. Halbjahr ein Kaufvolumen von 600 Mrd. Euro avisiert. Vermutlich ist damit aber noch nicht das Ende der Staatsfinanzierung mit der Notenpresse erreicht, denn eine Verlängerung ist wahrscheinlich. Dies gilt umso mehr, da die EU-Kommission demnächst mit umfassenden Anleiheemissionen zur Finanzierung ihres „Wiederaufbaufonds“ aktiv werden wird. Es kann davon ausgegangen werden, dass sich die EZB auch hier mit Käufen betätigt.

...auch in Europa.

Bedeutet die Schuldenaufnahme bei den Notenbanken, dass letztendlich niemand die Kosten der Krise zu schultern hat? Dies wäre vielleicht dann der Fall, wenn es gelänge, die Bedeutung der Beträge zukünftig durch hohes Wirtschaftswachstum zu schmälern. Entscheidend für die Staaten sind bekanntlich weniger die absoluten Beträge, sondern die Schuldenquoten in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Vereinfacht kann die Situation mit Privathaushalten verglichen werden. Ob eine Familie für laufende Ausgaben ihr Girokonto um 5.000 Euro oder um 20.000 Euro überzogen hat, sagt noch nichts über die Verschuldungssituation aus. Entscheidend zur Beurteilung ist das laufende

Schuldenreduktion durch Wirtschaftswachstum?

monatliche Einkommen. An dessen Stelle tritt bei den Staaten die jährliche Wirtschaftsleistung, die im weiten Sinne eine besteuernsfähige Grundlage darstellt. Steigt das Einkommen beziehungsweise das Bruttoinlandsprodukt fortwährend substanziell, während die Schulden weniger stark anwachsen, dann tritt damit eine Besserung der Verschuldungssituation ein. Man wächst sozusagen aus den Schulden heraus.

Diese Lösung wäre hochgradig wünschenswert, doch sie dürfte im aktuellen Fall vermutlich wenig relevant sein. Der Grund hierfür sind die bereits seit Jahren rückläufigen Raten des Wirtschaftswachstums in den etablierten Volkswirtschaften, unter anderem aufgrund des demografischen Wandels, also der Überalterung.

Letztendlich ist dennoch von einem langsamen Abschmelzen der Staatsschuldenquoten im Zeitablauf auszugehen. Dies hängt mit dem oben beschriebenen Ziel der Stabilisierung des Schuldenbergs zusammen. Hierfür ist es notwendig, das Zins- und Renditeniveau langfristig sehr niedrig zu halten. Gelingt es, Werte unterhalb der Inflationsrate zu erreichen, wie es im vergangenen Jahrzehnt in den USA und in Euroland der Fall war, dann kann eine reale Entwertung der Schulden stattfinden. Sparer erleiden einen Substanzverlust, da die niedrigen Zinszahlungen nicht für die Inflationsverluste entschädigen, während Schuldner spiegelbildlich profitieren, sofern ihre Einnahmen mit einer ähnlichen Rate wie die Inflation anwachsen. Für Staaten ist dies beispielsweise im Fall der Mehrwertsteuer automatisch gegeben. Diese Vorgehensweise wurde seit einer vielbeachteten Veröffentlichung von Carmen Reinhart und Belen Sbrancia aus dem Jahr 2011 unter dem Begriff „Financial Repression“ in die Diskussion eingebracht. Die Bezeichnung wurde jedoch bereits in den 1970er Jahren genutzt und damit die Vorgehensweise der USA zur Reduktion ihrer Schulden nach dem Zweiten Weltkrieg beschrieben.

Wird dieser Weg auch zukünftig erfolgreich beschritten, dann stehen die Zahlmeister der aktuellen Krise bereits heute weitgehend fest. Es sind die Vermögensbesitzer beziehungsweise insbesondere die Inhaber von Nominalforderungen wie beispielsweise Staatsanleihen. Fraglich ist nur, ob die Inflation mitspielt, das heißt, ob sie zukünftig etwas höher ausfällt als bislang. Bekanntlich waren die offiziellen Raten in den letzten Jahren trotz umfassender geldpolitischer Maßnahmen der Notenbanken sehr niedrig. Möglicherweise ändert sich dies aktuell etwas, da das frisch gedruckte Geld nicht nur vereinfacht gesprochen zur Sanierung der Bilanzen von Geschäftsbanken verwendet wird, sondern durch die Hilfsmaßnahmen der Regierungen auch bei den Verbrauchern landet und dort nachfragewirksam wird. Auf jeden Fall bemühen sich die Notenbanken weiterhin um einen Anstieg der Geldentwertung, wie auch die Umstellung der geldpolitischen Strategie der US-Fed im August auf ein durchschnittliches Inflationsziel belegt (siehe hierzu den Kapitalmarktbericht USA, Ausgabe September).

Ob später auch andere Wege beschritten werden, wie die Erhöhung der Staatseinnahmen, bleibt bislang offen. Beispielsweise plant die EU-Kommission, zur Abtragung der Schulden für den sogenannten EU-Wiederaufbaufonds gemeinschaftliche, noch nicht näher bezeichnete Steuern in den Jahren 2028 bis 2058 zu nutzen. Demnach dürfte durchaus eine finanzielle Verschiebung der Lasten des Jahres 2020 auf zukünftige, heute noch nicht einmal geborene Steuerzahler stattfinden. Zynischerweise trägt das Brüsseler Projekt den Titel „EU

Trendmäßig nachlassendes Wachstum.

Die Inflationsraten sind entscheidend.

Die Anleihegläubiger zahlen die Zeche,...

...was jedoch vom Inflationsniveau abhängt,...

...das die Notenbanken erhöhen wollen.

Neue EU-Steuern zum Schuldenabbau?

Next Generation“. Die Erfahrung der letzten Jahre lässt jedoch erwarten, dass 2028 Gründe bestehen, warum exakt dann noch kein Schuldenabbau stattfinden könne und die Rückzahlung in die Zukunft verschoben werden müsse.

4. Fazit

Ein Strategiewechsel der europäischen Regierungen wurde in der Corona-Krise bislang nicht ausgerufen. Die jüngsten Entwicklungen können jedoch ansatzweise so interpretiert werden. Auf neue Lockdown-Maßnahmen wie im Frühjahr wird nämlich trotz rekordhoher Neuinfektionen, insbesondere in Spanien und Frankreich, verzichtet. Tatsächlich ist die Lage angesichts nur mäßig gestiegener Todesfälle in Zusammenhang mit Covid-19 weniger dramatisch als im März und April. Dies rechtfertigt durchaus eine Politik der lockeren Hand, zumal die Akzeptanz von Einschränkungen in weiten Teilen der Gesellschaft spürbar gesunken ist. Nach mehr als sechs Monaten ist bei vielen Menschen die Geduld schlichtweg aufgebraucht, und auch für die Wirtschaft wäre ein zweiter Lockdown eine Katastrophe. Die ökonomischen Aktivitäten beleben sich erst allmählich wieder, wobei vor allem die Industrie dem Dienstleistungsbereich in den vergangenen Wochen hinterherhinkte. Letztendlich sind die Regierungen, wie von uns bereits vor Monaten an dieser Stelle vorhergesagt, auf einem Mittelweg gefangen. Weitere Lockerungen erscheinen vor dem Hintergrund der Neuinfektionen unmöglich: Doch eine Verschärfung der Maßnahmen ist auch keine realistische Option. Deshalb beschränkt man sich darauf, die Entwicklung zu beobachten.

Die Lage könnte sich jedoch sehr schnell ändern, wenn das Virus verstärkt die älteren Jahrgänge – eine wichtige Wählergruppe – befällt und dort für vermehrte Todesfälle sorgt. Spätestens wenn die Krankenhauskapazitäten knapp werden, müssen die Regierungen eingreifen. In den südlichen Bundesstaaten der USA war dies nach ein paar Wochen steigender Neuinfektionen der Fall. Wiederholt sich dieses Muster in Europa, dann könnte man zumindest festhalten, dass die irgendwo zwischen „Ausrottung des Virus“ und „Flatten the curve“ oszillierende Zielsetzung der Regierungen bei der zweitgenannten Strategie hängengeblieben ist, nämlich eine Politik gemäß freien Beatmungsgeräten. Ansonsten hofft man in Berlin, Paris und Madrid vermutlich auf die baldige Verfügbarkeit eines Impfstoffes, der Einschnitte für die Bevölkerung unnötig machen wird. Gemäß jüngerer Umfragen sei die Impfbereitschaft in Deutschland zuletzt auf 67 % angestiegen.

Die finanziellen Folgen der Krise werden die medizinischen vermutlich überdauern. Die Anleihekäufe der Notenbanken können grundsätzlich nur als erster Schritt beziehungsweise als eine Art Zwischenfinanzierung der Lasten angesehen werden. Da die Abwälzung auf Steuerzahler und Transferempfänger vermutlich an deren Widerstand und den befürchteten konjunkturellen Folgen scheitern wird und auch ein Herauswachsen aus den Schulden wenig wahrscheinlich ist, bleibt „Financial Repression“ die wahrscheinlichste Lösung. Für Kapitalanleger bedeutet dies, dass Aktien und Sachanlagen, darunter auch alternative Anlageformen auf absehbare Zeit und langfristig attraktiver als Renten sein dürften.

Trotz steigender Neuinfektionen derzeit wenig Politikreaktion, ...

...was sich erst mit steigenden Todesfällen ändern dürfte.

Festverzinsliche Wertpapiere verlieren an Attraktivität.