

# Swiss Finance Institute Roundups

## Ein Leitfaden durch die Welt der Staatsverschuldung

### Editorial



Die Welt der Staatsverschuldung verändert sich rasant, geprägt von historischen Präzedenzfällen, makroökonomischen Verschiebungen und geopolitischen Entwicklungen. Angesichts beispielloser Schuldenstände müssen Finanzinstitute, politische Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger sowie Investorinnen und Investoren sich in einem komplexen Geflecht aus Risiken, Chancen und langfristigen Folgen zurechtfinden. Dieser SFI Roundup bietet Einblicke von ausgewiesenen Fachpersonen aus Wissenschaft und Praxis in die vielschichtigen Aspekte der Staatsverschuldung. Von den historischen Grundlagen staatlicher Kreditaufnahme bis hin zu den aktuellen Herausforderungen der Schuldentragfähigkeit beleuchten die Beiträge zentrale Themen wie Schuldenrestrukturierung, Marktliquidität und die Rolle von Staatsfonds. Die Diskussion erstreckt sich zudem auf die Auswirkungen der Inflation, die Geldpolitik der Zentralbanken und die wachsende Bedeutung privater Gläubigerinnen und Gläubiger in Schuldverhandlungen.

Wir wünschen Ihnen eine informative und zum Nachdenken anregende Lektüre.

**Prof. François Degeorge**  
Managing Director

# Autoren

**Juerg Adamek**

Juerg Adamek ist stellvertretender Leiter der Abteilung Internationale Finanzinstitutionen im Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF). Zuvor war er als Berater beim Internationalen Währungsfonds (IWF) und als Gastwissenschaftler an der Columbia University tätig. Seine Arbeitsschwerpunkte sind die internationale Finanzarchitektur, Staatsverschuldung und IWF-bezogene Themen. Er hat an der Universität Bern im Bereich Wirtschaftswissenschaften promoviert.

**Andreas Müller**

Andreas Müller ist SFI-Fakultätsmitglied und Assistenzprofessor in International Economics an der Universität Basel. Vor seiner jetzigen Position war er an der Universität Oslo und der University of Essex tätig. Seine Hauptforschungsinteressen liegen in den Bereichen Makroökonomie, öffentliche Finanzwirtschaft und politische Ökonomie. Er hat an der Universität Zürich in Wirtschaftswissenschaften promoviert.

**Michel Habib**

Michel Habib ist SFI-Fakultätsmitglied und Professor für Finance an der Universität Zürich. Zuvor war er ausserordentlicher Professor an der London Business School und Gastprofessor an der Universität Lausanne. Zu seinen aktuellen Forschungsinteressen gehören Staatsverschuldung und Finanzkrisen. Er hat an der University of Pennsylvania im Fachbereich Finance promoviert.

**Steven Ongena**

Steven Ongena ist SFI-Senior Chair und Professor für Banking an der Universität Zürich. Er ist Forschungsberater für mehrere europäische Zentralbanken und hat zahlreiche Auszeichnungen erhalten. Seine Forschung konzentriert sich auf empirische Finanzintermediation und angewandte Finanzökonometrie. Er hat an der Universität von Oregon im Bereich Wirtschaftswissenschaften promoviert.

**Frederick Mellors**

Frederick Mellors ist Co-Head of Cross Asset und Head of Fixed Income Strategies im Chief Investment Office of Wealth Management von UBS. In den letzten 25 Jahren hat er seine Karriere dem Portfoliomanagement im festverzinslichen Bereich und der Analyse der globalen Märkte gewidmet. Bevor er vor 20 Jahren bei der UBS begann, arbeitete er in Australien für Principal Global Investors, ANZ und Citi. Er verfügt über einen BSc in Actuarial Science und einen BSc in Commerce, beide von der Australian National University.

April 2025 (Interviews ab Februar 2025 und Daten ab März 2025)

Diese Version ist die Übersetzung der Originalversion in englischer Sprache. Die Originalversion ist unter [sfi.ch/rndp-sd25](https://sfi.ch/rndp-sd25) abrufbar.

# Ursprung und Entwicklung

## Welche historischen Ereignisse haben die Märkte für Staatsanleihen geprägt?

► **Frederik Mellors:** In der Geschichte gibt es zahlreiche Belege dafür, dass sich Staaten bei ihren Bürgerinnen und Bürgern verschuldet haben, die bis ins antike Griechenland zurückreichen. Der Ursprung unserer modernen Märkte für Staatsanleihen liegt jedoch in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts. Nachdem das britische Empire Napoleon besiegt hatte, entwickelte sich London zur führenden Finanzmetropole Europas und überflügelte Amsterdam, Paris und Sankt Petersburg. In dieser Zeit nutzte die Rothschild-Dynastie ihr weitreichendes europäisches Bankennetz, um Staatsanleihen in verschiedenen europäischen Währungen auszugeben. Dadurch wurde sichergestellt, dass Zinsen in mehreren europäischen Hauptstädten eingefordert und zurückgezahlt werden konnten. Dieses innovative Finanzinstrument – vergleichbar mit den heute weit verbreiteten Eurobonds – ermöglichte es Staaten, international Kapital aufzunehmen, während es den Gläubigerinnen und Gläubigern erlaubte, ihre Zahlungen in unterschiedlichen Ländern zu erhalten, was sie vor den finanziellen Folgen eines weiteren Krieges schützte.

► **Juerg Adamek:** Aus jüngerer Perspektive haben die vergangenen 80 Jahre mehrere bedeutende Entwicklungen im Umgang mit staatlichen Schuldenkrisen hervorgebracht. Im Jahr 1944 wurde der Internationale Währungsfonds (IWF) gegründet, um die weltweite währungspolitische Zusammenarbeit zu fördern und die Stabilität des internationalen Währungs- und Finanzsystems zu gewährleisten. Neben der Beratung von Regierungen und der Bereitstellung technischer Unterstützung fungiert der IWF auch als Kreditgeber für Mitgliedsländer, die mit Zahlungsbilanzproblemen konfrontiert sind. Derzeit belaufen sich die ausstehenden Kredite des IWF auf rund 140 Milliarden USD. Die Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit, einschliesslich der Schuldentragfähigkeit, ist das oberste Ziel der IWF-Programme. Da der IWF nur an Mitgliedsländer mit tragfähiger Schuldenlast Kredite vergeben kann, ist eine Schuldenrestrukturierung erforderlich, wenn Mitglieder mit nicht tragfähiger Verschuldung ein IWF-gestütztes Programm in Anspruch nehmen möchten. Im Jahr 1956 wurde der Pariser Club – eine informelle Gruppe der wichtigsten Gläubigerländer – gegründet. Der Pariser Club zählt derzeit 22 ständige Mitglieder, darunter die Schweiz, und hat fast 500 Vereinbarungen mit über 100 Ländern getroffen, die sich auf mehr als 615 Milliarden USD Schulden belaufen. Der Pariser Club arbeitet nach sechs Leitprinzipien – Solidarität, Konsens, Informationsaustausch, Einzelfallprüfung, Konditionalität und Gleichbehandlung. Diese Prinzipien bestimmen die Vorgehensweise bei der Umschuldung. Ähnlich dazu wurde 1976 der Londoner Club gegründet – eine informelle Gruppe privater Gläubigerinnen und Gläubiger, insbesondere Geschäftsbanken, die sich mit Fragen der Schuldenrestrukturierung von Staaten befasst.

In den 1980er Jahren wurden sogenannte Brady-Anleihen (englisch: Brady Bonds) geschaffen, die Geschäftsbankkredite mehrerer latein-amerikanischer Länder in standardisierte, international handelbare Wertpapiere umwandelten. Brady-Anleihen, die Gläubigerinnen und Gläubigern neben Vorteilen bei der Portfoliodiversifizierung auch Garantien boten, legten den Grundstein für international emittierte Staatsanleihen. In den 1990er Jahren nahm die Anzahl und Vielfalt der Kreditgeber und -nehmer zu. Dies führte zu einer verstärkten Nutzung von verbesserten Vertragsklauseln, insbesondere von Mehrheitsentscheidungs-Klauseln (englisch: Collective Action Clauses; CACs). CACs sollten verhindern, dass eine Minderheit von Anleihegläubigerinnen und -gläubigern die Umschuldung behindert. Die Schuldenkrise in der Eurozone, die zwischen 2010 und 2012 ihren Höhepunkt erreichte, steigerte das Interesse an Staatsanleihen weiter. Zu den daraus resultierenden Änderungen gehörte die Einführung von CACs für alle Staatsanleihen, die von den Mitgliedsländern der Eurozone ab 2013 neu ausgegeben wurden. Schliesslich schufen der Pariser Club und die G-20-Mitglieder im Jahr 2020 ein gemeinsames Rahmenwerk zur Förderung einer wirksamen Schuldenbehandlung für notleidende einkommensschwache Länder. Dieses Rahmenwerk umfasst eine breite Beteiligung der Gläubigerinnen und Gläubiger, einschliesslich privater Kreditgeber.

## Wie unterscheidet sich Staatsverschuldung von privater Verschuldung?

► **Michel Habib:** Regierungen verfügen über Instrumente, die Unternehmen und Haushalten nicht zur Verfügung stehen. Erstens haben Regierungen die Möglichkeit, Steuern zu erheben und sich damit Mittel zu beschaffen, die zur Bedienung ihrer Schulden verwendet werden können. Zweitens können sie – in begrenzter Masse – die Inflation beeinflussen, wodurch der reale Wert ihrer ausstehenden Schulden sinkt. Der verstorbene Citicorp-Vorsitzende Walter Wriston, einer der bekanntesten Banker der 1970er Jahre, prägte den berühmten Satz: "Länder gehen nicht pleite". Obwohl dies nicht wörtlich zutrifft, wie die lange Liste der Zahlungsausfälle von Staaten zeigt, unterstreicht Wristons Zitat die besondere Stellung staatlicher Schuldner.

► **Andreas Müller:** Ein weiterer wesentlicher Unterschied besteht darin, dass Staatsschulden unbesichert sind, während Unternehmenskredite und Kredite privater Haushalte in der Regel durch Sicherheiten gedeckt sind. Ausserdem werden Staatsschulden oft auf internationaler Ebene finanziert. Die Durchsetzung von Verträgen über Ländergrenzen hinweg ist nahezu unmöglich, da kein nationales Gericht ihre Einhaltung erzwingen kann. Die Schwierigkeit bei der gerichtlichen Durchsetzung von Ansprüchen kann die Bereitschaft eines Staates verringern, einen Schuldvertrag durch Steuererhöhungen oder Kürzungen der öffentlichen Ausgaben

zu erfüllen. Gläubigerinnen und Gläubiger antizipieren das Risiko solcher ungünstigen Entwicklungen – bei denen ein Staat seinen ursprünglich geplanten finanziellen Verpflichtungen nicht nachkommt – und berücksichtigen dieses Risiko bei der Festlegung der Zinssätze für Staatsanleihen.

### Was bewegt einen Staat dazu, eine Umschuldung vorzunehmen?

► **Steven Ongena:** Die Umschuldung als Instrument ist nicht per se negativ. Obwohl sie in der Regel in chaotischen und wirtschaftlich schwierigen Zeiten erfolgt, sollte sie als "zweitbeste" Lösung betrachtet werden, da sie häufig der einzige gangbare Weg nach vorn ist. Ein Beispiel dafür ist das Londoner Schuldenabkommen von 1953, das die deutschen Reparationszahlungen erheblich reduzierte und die Rückzahlungsfrist verlängerte. Dieses Abkommen wird häufig als einer der Faktoren angesehen, die Deutschlands Aufstieg zur Wirtschaftsmacht ermöglichten. Ähnliche Initiativen, wie die des Pariser Clubs und des Brady-Plans, werden häufig für ihre stabilisierende Wirkung gewürdigt. Sie haben dazu beigetragen, die Inflation einzudämmen, Zinssätze zu senken und Spielräume für öffentliche Investitionen zu schaffen.

► **Andreas Müller:** Wir müssen zwischen einer präventiven Umschuldung, die vor einem Zahlungsausfall erfolgt, und einer nachträglichen Umschuldung, die nach einem Zahlungsausfall stattfindet, unterscheiden. Präventive Umschuldungen verlaufen in der Regel schneller und sind für Staaten weniger schmerzhaft. In

beiden Szenarien trägt die Umschuldung dazu bei, Risikowahrnehmungen zu reduzieren, Zinssätze zu senken, und die Wahrscheinlichkeit eines Ausschlusses von Finanzmärkten zu verringern. Darüber hinaus ermöglichen Interventionen der grossen Finanzagenturen dem Staat oft die Durchführung notwendiger Strukturreformen, die unter normalen Umständen von der Politik abgelehnt würden.



### Wie haben globale Finanzmarktrends den Markt für Staatsanleihen geprägt?

► **Michel Habib:** Eine höhere Marktliquidität und eine stärkere Marktintegration haben es Ländern erheblich erleichtert, sich Kapital zu beschaffen. Diese Entwicklung war zwar in vielerlei Hinsicht von Vorteil, hat aber auch zu den heutigen hohen Schuldenständen beigetragen. Mit steigenden Zinssätzen wächst die Besorgnis über diese Schuldenlast, was viele Regierungen dazu veranlasst, Steuern zu erhöhen und Ausgaben zu kürzen.

► **Juerg Adamek:** In den letzten zwei Jahrzehnten hat sich die Struktur der Staatsverschuldung für Schwellenländer erheblich verändert. Der Aufstieg einiger Schwellenländer – insbesondere Chinas – zu bilateralen offiziellen Gläubigern hat die Bedeutung des Pariser Clubs stark reduziert. Die zunehmende Rolle privater Gläubigerinnen und Gläubiger hat den Markt ebenfalls verändert. Die Vielfalt der Finanzinstrumente hat zugenommen. So wird heute mehr auf Anleihen als auf Kredite gesetzt. Das Zusammenspiel dieser Faktoren hat Struktur der Staatsschulden komplexer gemacht. Gleichzeitig bleibt die Transparenz ein Problem. Während allgemeine Informationen über die Verschuldung auf zentralstaatlicher Ebene oft zugänglich sind, wird es schwieriger, an konkrete Daten über staatliche Kredite, die Schulden von Gebietskörperschaften oder die Kreditaufnahme staatlicher Unternehmen zu gelangen. Dieser Mangel an Transparenz erschwert eine fundierte Analyse und Entscheidungen für politische Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger, Regierungsbehörden und internationale Organisationen sowie Gläubigerinnen und Gläubiger – somit erhöht sich deren Risiko.

► **Frederik Mellors:** In der jüngeren Vergangenheit war der wichtigste Trend die verstärkte Nutzung von Bilanzpolitik durch grosse Zentralbanken wie der Bank of Japan, der Europäischen Zentralbank und der US-Notenbank, die nach der grossen Finanzkrise eine quantitative Lockerung (englisch: quantitative easing) einführen. Diese massive Liquiditätszufuhr drückte die Zinssätze für Staatsanleihen über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg nach unten, wodurch Regierungen fast kostenlos Kredite aufnehmen konnten. Gleichzeitig veranlasste dies die Anleger dazu, in renditestärkere Staatsanleihen von Schwellenländern zu investieren. Als die Inflation Ende 2021 und Anfang 2022 sprunghaft anstieg, erhöhten die Zentralbanken ihre Leitzinsen erheblich, um die Inflation einzudämmen. Dies führte zu einem sprunghaften Anstieg der Zinssätze für Staatsanleihen. Angesichts der breit gestreuten Fälligkeitsstruktur von Staatsschulden gerieten mehrere hochverschuldete staatliche Emittenten unter Druck und suchten rasch nach Möglichkeiten zur Umschuldung. Da die Zinssätze weiterhin auf einem hohen Niveau sind, sind weitere Herausforderungen zu erwarten. Grössere Schuldenfälligkeiten rücken näher und die steigenden Finanzierungskosten werden die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen weiter belasten.

# Die wichtigsten Merkmale

## Was ist der Unterschied zwischen Staatsschulden und Staatsanleihen?

► **Steven Ongena:** Zu den Staatsschulden gehören sowohl Kredite als auch Anleihen. Kredite werden typischerweise direkt von Banken und institutionellen Anlegenden finanziert, während Anleihen ausgegeben und auf Finanzmärkten gehandelt werden, wo sie von verschiedenen Anlegenden gehalten werden können. Die Staatsverschuldung ist vielschichtig und kann auf nationaler, staatlicher oder kommunaler Ebene begeben werden. Ein beträchtlicher Teil dieser Schulden kann innerstaatlich sein, d. h. eine Regierungsstelle schuldet einer anderen Geld. Schliesslich variiert auch das Laufzeitenspektrum erheblich. In den USA haben Treasury Bills in der Regel eine Laufzeit von einem Jahr oder weniger, Treasury Notes haben Laufzeiten von zwei bis zehn Jahren, während Treasury Bonds Laufzeiten von mehr als zehn Jahren haben.

► **Frederik Mellors:** Der Markt für Staatsanleihen ist der sichtbare Teil des Eisbergs der Staatsverschuldung, während Staatskredite den weniger sichtbaren Teil darstellen. Zwischen Anleihen und Krediten bestehen Unterschiede in Bezug auf Preisgestaltung und Liquidität. Da die Kreditnehmenden jedoch dieselben bleiben, sind Staatsschulden und Staatsanleihen im Wesentlichen gleichwertig. Tritt bei einer Gläubigerin oder einem Gläubiger ein Problem auf, ist der gesamte Markt betroffen.

## Was sind die wichtigsten Merkmale einer Staatsanleihe?

► **Michel Habib:** Das auffälligste Merkmal ist, dass es sich bei dem Schuldner um eine öffentliche und nicht um eine private Einrichtung handelt; diese haben einen unterschiedlichen Rechtsstatus. So gibt es z. B. keine Insolvenzverfahren für Staaten, während solche für Unternehmen selbstverständlich existieren. Auch der steuerliche Status kann unterschiedlich sein, da z. B. Zinszahlungen auf Kommunalanleihen in den USA im Allgemeinen steuerbefreit sind. Nicht zuletzt spielt auch die Grösse eine Rolle: In den meisten entwickelten Volkswirtschaften sind weit mehr Staatsanleihen im Umlauf als Unternehmensanleihen.

## Was sind die wichtigsten Faktoren, die die Renditen von Staatsanleihen beeinflussen?

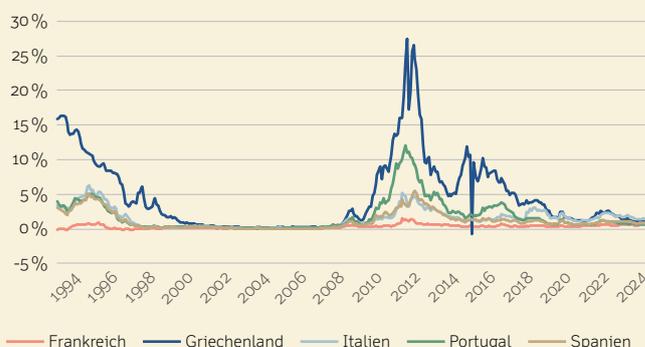
► **Frederik Mellors:** Die kurze Antwort beinhaltet makroökonomische Faktoren wie Wirtschaftswachstum, Inflation, Haushaltslage und Kreditwürdigkeit. Verschiedene andere Faktoren können Schwankungen bei den Renditen von Staatsanleihen verursachen, darunter die Geldpolitik, die Leitzinsen der Zentralbank, die globalen Finanzbedingungen und die allgemeine politische und soziale Stabilität des Landes. Wichtig ist auch, ob die Anleihe in Landes- oder Fremdwährung ausgegeben wurde. Wenn Anleihen in einer Fremd-

währung ausgegeben werden, was in Schwellenländern häufig der Fall ist, spielen Währungsrisiken eine grosse Rolle. In diesem Fall wird der Zugang des Landes zu der Währung, in der es sich verschuldet hat, zu einem zentralen Faktor.

► **Steven Ongena:** Die Rendite entspricht anfangs dem bei der Emission festgelegten nominalen Zinssatz der Anleihe. Dieser Zinssatz spiegelt die mit dem Staat verbundenen Risiken wider, ebenso wie typische Zinsschwankungen, die sich aus Faktoren wie der Laufzeit der Anleihe und dem Kuponzahlungsplan ergeben. Wenn der Nominalzins richtig geschätzt wird, werden die Anleihen zum Zeitpunkt der Emission vollständig abgenommen. Jede erhebliche Abweichung vom "optimalen" Nominalzins deutet darauf hin, dass der Staat entweder einen zu hohen Zinssatz zahlt oder es ihm nicht gelingt, das beabsichtigte Kapital aufzubringen. Während der Nominalzins im Laufe der Zeit unverändert bleibt, schwankt die Gesamrendite aufgrund von Kursschwankungen der Anleihe. Diese Kursschwankungen werden von der Marktnachfrage, der Liquidität sowie der wirtschaftlichen und finanziellen Lage des Staates beeinflusst.

► **Juerg Adamek:** Risikoüberlegungen sind umfassend und komplex. Ein entscheidender Faktor ist das Kreditrisiko. Eine interessante historische Anekdote in diesem Zusammenhang ist die Entwicklung der Anleiherenditen nach der Einführung des Euro. Zunächst beobachtete man eine deutliche Annäherung der Renditen der beteiligten Länder. Diese Konvergenz löste sich jedoch Ende 2008 auf, als die Renditeaufschläge für Griechenland, Portugal und Spanien im Vergleich zu Deutschland plötzlich stark anstiegen.

**Nominale Renditen 10-jähriger Staatsanleihen im Vergleich zu Deutschland**



Hinweis: Diese Abbildung zeigt die nominalen Renditen 10-jähriger Staatsanleihen im Vergleich zu Deutschland für eine Auswahl von Ländern der Eurozone. Frankreich, Italien, Portugal und Spanien sind seit Januar 1999 Mitglieder der Eurozone, während Griechenland seit Januar 2001 Mitglied ist.

Quelle: Europäische Zentralbank (EZB)

Dies deutete darauf hin, dass der Markt länderspezifische Risiken fast ein Jahrzehnt lang weitgehend ignoriert hatte. Dieses Beispiel verdeutlicht die Komplexität der Risikobewertung und der Preisfindung.

### Wie unterscheiden sich die Leitzinsen der Zentralbanken von den Renditen der Staatsanleihen?

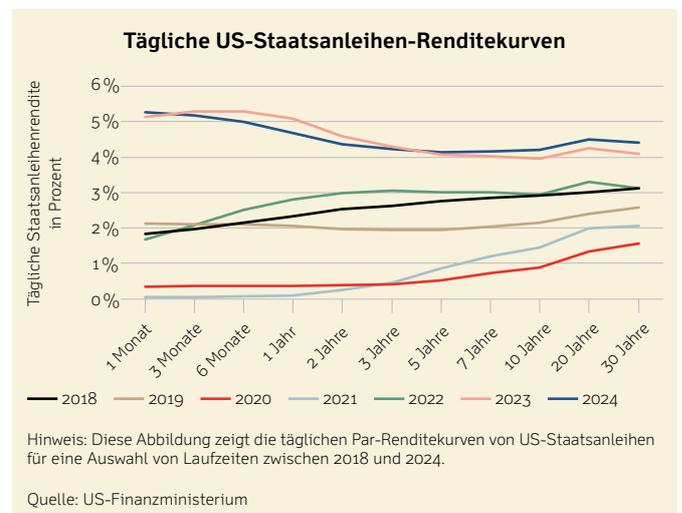
► **Michel Habib:** Die Leitzinsen der Zentralbanken sind kurzfristige Zinssätze, die mehrmals im Jahr angepasst werden können und direkt von den Zentralbanken festgelegt werden. Im Gegensatz dazu erstrecken sich die Renditen von Staatsanleihen über wesentlich längere Zeiträume und werden in erster Linie von Anlegenden bestimmt. Obwohl Zentralbanken die Renditen von Staatsanleihen beeinflussen können und dies auch tun, geschieht dies nur indirekt, für eine begrenzte Zeit und in einem begrenzten Umfang.

► **Frederik Mellors:** Eine Zentralbank legt einen Leitzins für den kurzfristigen Bereich fest. Die US-Notenbank (Englisch: Federal Reserve) beispielsweise steuert zwei verschiedene Tagesgeldsätze: den Zinssatz für Mindestreserveguthaben, der die obere Grenze darstellt, und den Satz für Overnight Reverse-Repo-Geschäfte, der als untere Grenze dient. Innerhalb dieses von der Fed festgelegten Zinskorridors bestimmt der Übernachts-Handel zwischen Banken die sogenannte Federal Funds Rate. Die Federal Funds Rate wird dann auf der Grundlage der Markterwartungen bezüglich der Geldpolitik in die Zukunft projiziert. Die Renditen von Staatsanleihen, die langfristige Zinssätze darstellen, werden ebenfalls von makroökonomischen Faktoren beeinflusst. Allerdings spielen weitere Aspekte wie Fiskalpolitik, die wirtschaftliche Stabilität des Staates, Angebot und Nachfrage sowie Laufzeit- und Liquiditätsprämien eine Rolle dabei, wo sich die Renditen im Verhältnis zu den erwarteten Übernachtszinsen einpendeln. Die Federal Funds Rate und die Renditen von Staatsanleihen sind eng miteinander verbunden und bewegen sich oft in die gleiche Richtung. Es gibt jedoch auch Phasen, in denen sie voneinander abweichen, was heutzutage zu beobachten ist und die Besorgnis der Märkte über die Finanzpolitik in den USA widerspiegelt.

### Welche Erkenntnisse lassen sich aus Zinskurven gewinnen?

► **Frederik Mellors:** Zinskurven sind vergleichbar mit Wettervorhersagen: Sie liefern wertvolle Hinweise darauf, in welche Richtung sich eine Volkswirtschaft entwickeln könnte. Die Form der Kurve hängt von verschiedenen Faktoren ab, darunter die erwartete Entwicklung künftiger Leitzinsen, die Aufschluss über Wachstum und Inflation gibt, die Laufzeitprämie, also die zusätzliche Rendite, die Anleger für das Halten von längerfristigen festverzinslichen Vermögenswerten verlangen, sowie technische Faktoren aufgrund von Angebot und Nachfrage. Eine aufwärtsgerichtete Zinskurve, bei der die Zinssätze für längere Laufzeiten steigen, deutet auf eine Wirtschaft hin, die möglicherweise die Talsohle erreicht hat und bei

der das Wachstum in Zukunft zunehmen wird. Im Gegensatz dazu deutet eine inverse Zinskurve auf eine Wirtschaft mit einer straffen Geldpolitik und einem potenziell langsameren Wachstum hin.



### Was sind die Unterschiede zwischen Laufzeit und Duration?

► **Michel Habib:** Die Laufzeit (Englisch: maturity) bezeichnet die verbleibende Zeit bis zur vollständigen Rückzahlung des letzten Zahlungsstroms einer Anleihe. Die Duration hingegen gibt die durchschnittliche Laufzeit der Zahlungsströme einer Anleihe an und dient als Mass für das Zinsänderungsrisiko. Sie misst, über welchen Zeitraum die Zahlungen der Anleihe im Durchschnitt Zinsänderungen ausgesetzt sind. Eng damit verbunden ist die modifizierte Duration, die angibt, wie sensibel der Anleihepreis auf Änderungen des Zinssatzes reagiert. Im Fall einer Zero-Coupon-Anleihe sind Laufzeit und Duration identisch, da es keine Zwischenzahlungen gibt – beide Werte werden in Jahren gemessen. Kursschwankungen sind auf dem Anleihemarkt üblich, selbst bei vermeintlich "risikofreien" Anleihen. Nehmen wir zum Beispiel eine Schweizer Staatsanleihe aus dem Jahr 1999 mit einem Nennwert von 100 CHF und einem Kupon von 4%, die im Jahr 2049 fällig wird. Wie die meisten Anleihen wurde sie wahrscheinlich zum Nennwert oder sehr nahe am Nennwert emittiert. Aufgrund des starken Zinsrückgangs seit der Jahrtausendwende notiert diese Anleihe heute jedoch bei etwa 180 CHF – ein Preisanstieg von 80%. Eine Anlage auf dem Markt für Staatsanleihen kann also erheblichen Kursschwankungen ausgesetzt sein, obwohl im Falle von Ländern wie der Schweiz kein Kreditrisiko besteht.

### Welches sind die grössten Risiken für die Inhaberinnen und Inhaber von Staatsanleihen?

► **Frederik Mellors:** Es gibt eine Vielzahl von Risiken. Das wichtigste ist das Kreditrisiko, das sich in das Ausfallrisiko und das Spreadrisiko unterteilen lässt. Ausfallrisiko bedeutet, dass die Gläubigerin oder der Gläubiger entweder einen Kupon oder das gesamte Kapital nicht zahlt. Spread-Risiko bezieht sich auf Schwankungen im Marktwert der Anleihe, die durch veränderte Einschätzungen des Ausfallrisikos entstehen. Auch das Zinsänderungsrisiko kann zu Kursschwankungen bei Anleihen führen. Auch finanzielle Repression, bei der Regierungen die Zinssätze künstlich niedrig halten und Anlegende dadurch unterhalb des freien Marktniveaus verzinst werden, sollte berücksichtigt werden. Das Liquiditätsrisiko kann sich auf Marktpreise auswirken, da in Zeiten hoher Unsicherheit oder angespannter Finanzierungsbedingungen die Handelbarkeit eingeschränkt sein kann. Michael Milken, ein prominenter Hochzinsanleihenhändler (englisch: junk bond trader) aus den 1970er und 1980er Jahren, sagte einmal treffend: "Liquidität ist eine Illusion. Sie ist immer da, wenn man sie nicht braucht, und selten da, wenn man sie

braucht". Schliesslich können für Sparende und Kreditnehmende, die in anderen Währungen als ihrer eigenen handeln, Wechselkursrisiken entstehen.

► **Andreas Müller:** Staaten sind weltweit kreditwürdige Schuldner. Dennoch stellt die Inflation ein Risiko dar, unabhängig vom jeweiligen Staat. Obwohl die Finanzmärkte Lösungen zur Absicherung gegen Inflation, Zahlungsausfall und potenzielle Wechselkursrisiken bieten, sind diese Versicherungen mit Kosten verbunden und oft nicht perfekt. Zehnjährige Staatsanleihen in Landeswährung rentieren derzeit zwischen 0,8% für die Schweiz, 3,7% für Griechenland, 4,2% für die USA und bis zu 14,9% für Brasilien, was u. a. auf unterschiedliche Inflationserwartungen zurückzuführen ist. Die Kreditgebenden müssen das gesamte Risikospektrum verstehen und kalkulieren, wie viel Risiko sie zu akzeptieren bereit sind. Zahlreiche Marktteilnehmende, insbesondere in öffentlich gehandelten Staatsanleihenmärkten, sorgen dafür, dass keine Arbitragemöglichkeiten bestehen.



# Die Mechanismen

## Wie wirken sich finanzielle und politische Unsicherheiten auf die Zinssätze von Staatsanleihen aus?

► **Michel Habib:** Finanzielle und politische Entwicklungen beeinflussen den Kurs einer Anleihe und damit ihre Rendite. Dies geschieht, da sie die Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung oder den Zinssatz, mit dem die Kuponzahlungen und die Kapitalrückzahlung abgezinst werden, verändern. Entsprechend sind Anleiherenditen äusserst wichtige Kommunikationsinstrumente. Die Tatsache, dass die Rendite griechischer Anleihen heute viel näher an der Rendite deutscher Anleihen liegt als noch vor ein paar Jahren, deutet beispielsweise darauf hin, dass Anlegende – zu Recht oder zu Unrecht – glauben, dass Griechenland erhebliche Fortschritte auf dem Weg zu einer tragfähigen Verschuldung gemacht hat. Es könnte aber auch darauf hindeuten, dass Deutschland aufgrund seiner aktuellen politischen und wirtschaftlichen Lage turbulente Zeiten bevorstehen.

► **Andreas Müller:** Bei der Betrachtung politischer Unwägbarkeiten kommen mehrere Faktoren ins Spiel. Erstens wirkt sich der politische Wechselzyklus erheblich auf die Situation aus, insbesondere bei Neuwahlen, wenn die Mehrheit von einer Partei zur anderen wechseln kann. Zweitens entsteht Unsicherheit, wenn eine Regierung Schwierigkeiten hat, einen Haushalt zu verabschieden. Dann ist nämlich unklar, ob die Ausgaben durch Steuererhöhungen oder durch Kreditaufnahme gedeckt werden oder ob es zu einem Shutdown oder Zahlungsausfall kommen könnte. Schliesslich zeigt die Forschung, dass auch die politische Ausrichtung einer amtierenden Regierung die Emission von Staatsanleihen beeinflusst. Ironischerweise neigen rechtsgerichtete Regierungen in normalen Zeiten dazu, Schulden schneller anzuhäufen als linksgerichtete.

## Wer sind die wichtigsten Kreditgeber auf dem Markt für Staatsanleihen?

► **Frederik Mellors:** Drei unterschiedliche Gruppen agieren auf dem Markt für Staatsanleihen: institutionelle Anlegende, die Buy-and-Hold-Strategien verfolgen, Zentralbanken, die in den Markt ein- und aussteigen, um über ihre Bilanzen Inflation und Liquidität zu steuern, und Staatsfonds mit unterschiedlichen Zielen, die von geopolitischen Erwägungen über gezielte Wechselkursstrategien bis hin zu langfristigen Investitionen reichen. Das Einfrieren russischer Zentralbankreserven in Höhe von 300 Milliarden USD nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine im Jahr 2022 hat die Dynamik für alle Akteure, insbesondere aber für staatliche Investierende, verändert. Einige haben seither schrittweise versucht, ihr Engagement in US-Dollar zu diversifizieren, indem sie in Vermögenswerte wie Gold oder in nicht auf US-Dollar oder Euro lautende Anlagen umgeschichtet haben, um ihr Risiko gegenüber möglichen Sanktionen zu reduzieren.



## Welche Mechanismen ermöglichen es, dass Staatsanleihen, die im Wesentlichen ohne Sicherheiten ausgegeben werden, als hochliquide und begehrte Instrumente für Anlegende fungieren können?

► **Michel Habib:** Liquidität, d. h. die Fähigkeit, grosse Handelsvolumina mit nur geringen Preisänderungen abzuwickeln, hängt sowohl von Information als auch von Grösse ab. Junk Bonds sind weniger liquide als Investment-Grade-Anleihen, weil der Wert von Junk Bonds in der Regel mit grösserer Unsicherheit behaftet ist. Anleihen kleiner Länder sind in der Regel weniger liquide als die grosser Länder, weil ein Handel in bestimmtem Umfang einen grösseren Anteil des gesamten ausstehenden Anleihevolumen eines kleinen Landes ausmacht. Die Kreditwürdigkeit eines Landes erhöht die Liquidität, indem sie die Unsicherheit über dessen Fähigkeit zur Schuldentilgung verringert. Ebenso trägt Standardisierung zur Liquidität bei, beispielsweise durch eine gemeinsame Währung wie den Euro, da sie die Marktgrösse erhöht.

## Warum entscheiden sich Staaten für die Emission von Schuldtiteln, anstatt Steuern zu erhöhen oder Ausgaben zu kürzen, um fiskalische Ungleichgewichte zu bewältigen?

► **Frederik Mellors:** Wie jede Finanzministerin oder jeder Finanzminister weiss, ist es nie einfach, Steuern zu erhöhen oder Staatsausgaben zu senken. Die Aufnahme von mehr Schulden scheint oft die einfachere Option zu sein, zumindest bis die sogenannten "Bond Vigilantes" (Investierende, die Regierungen für hohe Schulden abstrafen) reagieren. Seit Jahresbeginn ist ein deutlicher Anstieg der Anleiherenditen zu verzeichnen, was auf finanzpolitische Herausforderungen hindeutet. Steigende Renditen erhöhen die Kreditkosten und erschweren Bemühungen, Defizite abzubauen und die Staatsverschuldung zu stabilisieren. Es ist wahrscheinlich, dass wir weltweit eine Kombination aus Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen erleben werden. Beispielsweise zeigen aktuelle Zahlen

für die USA, dass die Zinszahlungen der öffentlichen Hand in diesem Jahr voraussichtlich 13,5 % der gesamten Einnahmen der US-Bundesregierung ausmachen werden, gegenüber 6,5 % im Jahr 2020.

**Andreas Müller:** Auch die Alterung der Weltbevölkerung wirkt sich aus, denn die Kombination aus einem wachsenden Anteil älterer Menschen und steigenden Gesundheitskosten erfordert mehr öffentliche Gesundheitsdienste. Die Tatsache, dass die ältere Generation disziplinierter an Abstimmungen und Wahlen teilnimmt als die jüngere, erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass finanzielle Probleme in die Zukunft verschoben werden. Durch Schulden finanzierte Ausgaben verteilen die finanzielle Belastung auf mehrere Jahrzehnte – etwas, das ältere Menschen eher befürworten als die jüngere Generation.

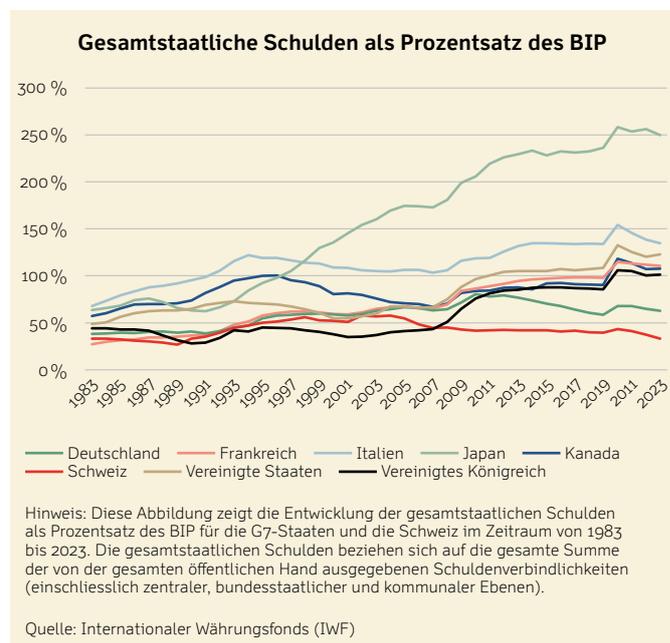
**Ist die Defizitfinanzierung – also die Aufnahme von Krediten zur Finanzierung des Staatsdefizits – kostenlos, wenn die Zinssätze niedriger sind als die Wachstumsraten?**

**Michel Habib:** Nein! Nur wenige gute Dinge sind kostenlos. Das berechnete Argument ist, dass die Schuldenquote (Schulden im Verhältnis zum BIP) im Laufe der Zeit sinkt, wenn die Zinssätze niedriger sind als die Wachstumsraten und keine grossen Primärdefizite bestehen. Allerdings ist wirtschaftliches Wachstum nicht vollständig exogen, sondern hängt letztlich davon ab, ob die Einnahmen aus der Kreditaufnahme in Projekte mit positivem Kapitalwert investiert werden.

**Gibt es eine ideale Höhe der Staatsverschuldung?**

**Andreas Müller:** Ich sehe hier keine einheitliche Zahl, die für alle passt. Die Unterschiede zwischen den Ländern in Bezug auf die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP sind beträchtlich, ebenso wie die Bandbreite der Aufgaben, die Regierungen übernehmen. Einige Staaten sorgen für Sicherheit, bauen Strassen und bieten eine Grundbildung an, während andere auch höhere Bildung, Gesundheitsdienste und Rentensysteme verwalten. Das Hauptaugenmerk sollte auf dem langfristigen Trend der Schuldenquote liegen und nicht auf dem Versuch, einen optimalen Wert zu ermitteln. In den letzten 20 Jahren haben einige Länder, wie z. B. Deutschland, eine konstante Schuldenquote beibehalten. Andere Länder wie Frankreich, Japan, Kanada und die USA verzeichneten einen Anstieg zwischen 50 und 100 %, im Vereinigten Königreich war er sogar noch höher. Die grosse Finanzkrise, die Pandemie-Rezession und die europäische Energiekrise haben diese Schuldenanhäufung vorangetrieben. Für Länder mit einer hohen Schuldenquote ist es wichtig, einen gewissen finanzpolitischen Spielraum zu bewahren oder wiederherzustellen, um sich auf die nächste mögliche Wirtschaftskrise vorzubereiten. Die Daten deuten darauf hin, dass für Europa eine Schuldenquote von 60 % in der "risikofreien" Zone liegt, in der zusätzliche Kreditaufnahmen nicht zu einem Anstieg der Zinssätze führen.

**Michel Habib:** Die Frage, ob es ein ideales Niveau der Staatsverschuldung gibt, ist eine gängige Forschungsfrage. Der IWF hat sich mit dieser Frage beschäftigt, ebenso wie viele Akademikerinnen und Akademiker. Interessanterweise gibt es keine eindeutige Antwort, da sie von der Wachstumsrate eines Landes und der Volatilität dieser Rate abhängt. Als Gordon Brown Finanzminister des Vereinigten Königreichs war, verpflichtete er die Labour-Regierung zur Einhaltung der "Goldenen Regel": Laufende Ausgaben sollten durch Steuern finanziert werden, und die Kreditaufnahme sollte nur für Investitionen verwendet werden. Brown strebte eine Nettoverschuldung im Verhältnis zum BIP von unter 40 % an, ein Ziel, das er während seiner Amtszeit im britischen Finanzministerium von 1997 bis 2007 im Durchschnitt erreichte. Die Krise von 2008 und die Notwendigkeit, zahlreiche britische Finanzinstitute zu retten, führten jedoch zu einem starken Anstieg der Schuldenquote des Vereinigten Königreichs.



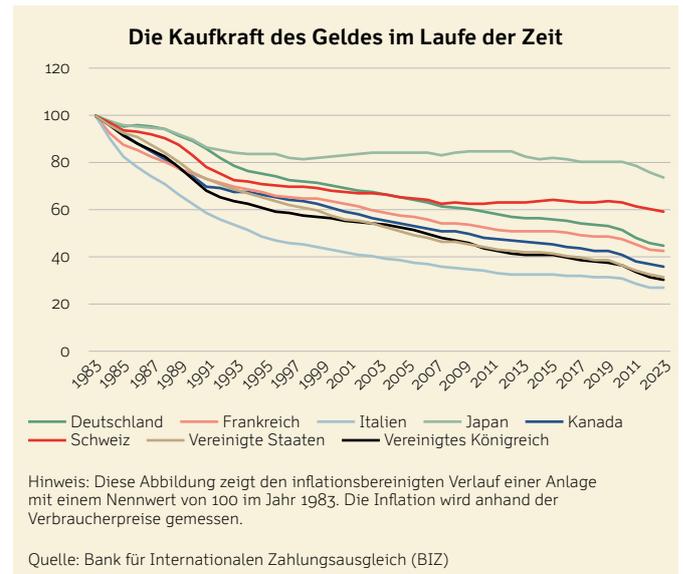
### Wie valide ist die Annahme, dass Staatsschulden "risikofrei" sind?

► **Frederik Mellors:** Es kommt darauf an, wie Sie "risikofrei" definieren, aber ich glaube nicht, dass es eine wirklich risikofreie Anlage gibt. Durch die Inflation beispielsweise sinkt der reale Wert der nominalen Rückzahlungen bei Fälligkeit. Zwar ist eine Absicherung gegen verschiedene Risiken wie Zahlungsausfall oder Inflation möglich, aber diese Lösungen haben ihren Preis. Lange Zeit galt die US-Staatsanleihe als globales risikofreies Asset, gestützt durch die US-Regierung, die US-Wirtschaft und den US-Dollar. Die Daten zeigen jedoch, dass die Verbraucherpreise in den USA in den letzten zehn Jahren um 35 % gestiegen sind: Eine 10-jährige U.S. Staatsanleihe, die Anfang 2015 zu einem Nominalwert von 100 USD gekauft wurde, ist heute real weniger als 75 USD wert. Dies stellt einen erheblichen Verlust dar. Wie Milton Friedman sagte: "Inflation ist Besteuerung ohne gesetzliche Legitimation".

### Was sind die verschiedenen Formen der Zahlungsunfähigkeit eines Staates?

► **Juerg Adamek:** Die Definitionen und Auffassungen darüber, was ein Zahlungsausfall ist, variieren je nach rechtlichem Rahmen, Ratingagenturen und Markt. Wichtig ist jedoch, dass eine Umstrukturierung der Schulden entweder nach dem Ausfall oder präventiv vorgenommen werden kann. Wenn sich eine Umstrukturierung als unvermeidlich erweist, trägt rechtzeitiges Handeln in der Regel dazu bei, die negativen Auswirkungen zu verringern.

► **Michel Habib:** Eine Form des *de facto*, aber nicht *de jure* Zahlungsausfalls ist eine höher als erwartete Inflation: Die Kreditgebenden werden zwar mit Zahlungen bedient, aber in einer Währung, die weniger wert ist, als sie zum Zeitpunkt der Kreditvergabe erwartet hatten. Wenn es keine finanzielle Repression gibt, werden sich die Kreditzinsen jedoch schliesslich an die höhere Inflation anpassen. Hyperinflation stellt eine extreme Form des Zahlungsausfalls dar, da sie den Wert der grundlegendsten Verbindlichkeit eines Staates – seiner Währung – zerstört. Wenn sie unerwartet auftritt, kann Hyperinflation einen Grossteil des Schuldenproblems eines Staates beseitigen – allerdings zu enormen Kosten für die Inhaberinnen und Inhaber von Staatsschulden. Ein historisches Beispiel ist die deutsche Hyperinflation der frühen 1920er Jahre, die es ermöglichte, einen Grossteil der Kriegsschulden des Ersten Weltkriegs mit einer Währung zurückzuzahlen, die nur noch einen Bruchteil ihres ursprünglichen Wertes besass.



### Welche Herausforderungen und Chancen ergeben sich aus der Umstrukturierung der Staatsschulden?

► **Juerg Adamek:** Es gibt viele Herausforderungen, da eine Umschuldung ein erhebliches Koordinierungs- und Kollektivhandlungsproblem darstellt, das oft unter Unsicherheit abläuft. Der Prozess beginnt mit der genauen Analyse der Schuldenlage. Anschliessend folgt die organisatorische Herausforderung, dass sich der Staat und die verschiedenen bilateralen öffentlichen sowie privaten Gläubigerinnen und Gläubiger auf neue Bedingungen einigen müssen. Multilaterale Organisationen wie der IWF oder die Weltbank nehmen zwar nicht direkt an den Umschuldungsverhandlungen zwischen Schuldner/innen und Gläubiger/innen teil, aber ihre Beratung, ihre Programme und ihre Kreditvergabe haben in der Regel einen erheblichen Einfluss auf den Ausgang dieser Umschuldungen. Sobald die Bedingungen für eine Umstrukturierung festgelegt sind, verlagert sich der Schwerpunkt auf die Umsetzung, was weitere Herausforderungen mit sich bringen kann. All dies geschieht in der Regel in einem sehr heiklen politischen und finanziellen Umfeld, in dem zahlreiche öffentliche und private Akteure agieren, was den Prozess besonders komplex macht. Staaten zögern häufig aus Angst vor negativen Folgen für ihren Zugang zu den Finanzmärkten. Ebenso zögern Gläubigerinnen und Gläubiger, um unnötige Verluste zu vermeiden. Die Umstrukturierung von Schulden verläuft daher oft nach dem Motto "zu wenig, zu spät".

► **Frederik Mellors:** Bei der Abwägung von Chancen ist es wichtig, die Vergangenheit zu betrachten. Diese ist voller Beispiele, in denen die Umstrukturierung von Schulden den Kreditnehmenden einen Neuanfang ermöglichte und zugleich Kreditgebenden Chancen bot. Obwohl notleidende Anleihen oft mit einem Abschlag gehandelt werden, nimmt der Optimismus während des Umstrukturierungsprozesses zu, was zu einem Anstieg der Anleihekurse führt. Es gibt jedoch auch Fälle von unkontrollierten Zahlungsausfällen und von Ländern, die über lange Zeiträume vom internationalen Finanzmarkt ausgeschlossen wurden. In den letzten 20 Jahren hat sich die geopolitische Landschaft erheblich verändert. So hat die chinesische Regierung, um Einfluss zu gewinnen, ihre direkte Kreditvergabe an Länder in Afrika, Asien und Lateinamerika stark ausgeweitet, anstatt sie über multilaterale Organisationen abzuwickeln. In einer zunehmend polarisierten Welt hat die Bedeutung makroökonomischer Faktoren abgenommen, während die Bedeutung geopolitischer Faktoren zugenommen hat. Dieses neue Gleichgewicht schafft auch Chancen für kleinere Schwellenländer, die verschiedene Gruppen von Gläubigerinnen und Gläubigern gegeneinander ausspielen können, um günstigere Kreditkonditionen zu erhalten. Ein aktuelles Beispiel ist die jüngste Umschuldung Sri Lankas, an der der IWF sowie private Gläubigerinnen und Gläubiger aus China und Indien beteiligt waren.

### Welche weitergehenden wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen hat ein Staatsbankrott?

► **Juerg Adamek:** Probleme auf der Ebene der Staatsverschuldung wirken sich in der Regel auch auf den inländischen Bankensektor aus und beeinträchtigen letztlich die gesamte Wirtschaft. Generell fallen Zahlungsausfälle oft mit negativen wirtschaftlichen oder politischen Entwicklungen in dem betroffenen Land zusammen. IWF-Programme helfen Ländern bei der Wiederherstellung makroökonomischer Stabilität und Wachstums, wie das Beispiel Irland zeigt, das von 2010 bis 2013 ein IWF-Programm umsetzte. Damit solche IWF-Programme wirksam sind, müssen die Behörden starkes Engagement und Verantwortungsbewusstsein zeigen. Idealerweise gibt es auch breite öffentliche Unterstützung für die notwendigen wirtschaftspolitischen Anpassungen und Reformen. Die Bewältigung von Schwachstellen, die Gewährleistung einer soliden makroökonomischen Politik und die Verbesserung der politischen Rahmenbedingungen, der Institutionen und der Fundamentaldaten sind entscheidend für eine robuste Erholung, die Stärkung der Widerstandsfähigkeit und die dauerhafte Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten. Finanzielle Unterstützung allein ist in der Regel nicht ausreichend.



# Die heutige Landschaft

## Mit globalen Staatsschuldenquoten auf Rekordhöhen – welche wirtschaftlichen Risiken ergeben sich daraus?

► **Steven Ongena:** Die Forschungsliteratur zu dieser Frage ist aufgrund der begrenzten Anzahl von Datenpunkten und unterschiedlicher Narrative umstritten. Dennoch reagieren die Finanzmärkte im Allgemeinen nicht positiv auf hohe oder steigende Schuldenquoten. Dies schränkt die Fähigkeit eines Staates ein, zusätzliche externe Schocks durch weitere Finanzierungen abzufedern. Jeder Anstieg der nominalen Zinssätze erhöht die Kosten der Neuverschuldung sowie die Kosten der bestehenden Schulden, die unter den derzeitigen Marktbedingungen refinanziert werden müssen. Angesichts dieser Faktoren beschränken sich Regierungen mit hohen Schulden oder Defiziten selbst in der Erfüllung ihrer Aufgaben. Interessanterweise bleibt die Diskussion über eine maximale Schuldenquote sowohl für Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler als auch für Praktikerinnen und Praktiker eine dynamische Grösse. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf den USA, die eine historisch hohe Schuldenquote aufweisen und der grösste Anleiheemittent der Welt sind. Ich glaube, dass die US-Regierung unter den derzeitigen Marktbedingungen Schwierigkeiten haben wird, sich erhebliche zusätzliche Finanzmittel zur Bewältigung eines grossen unerwarteten Schocks zu beschaffen. In diesem Zusammenhang stösst das traditionelle Argument über die Fähigkeit einer Regierung, ihre finanziellen Ressourcen durch Steuern zu erhöhen, an seine Grenzen. Die Besteuerung kann nicht unbegrenzt sein. Zudem zeigen Daten, dass Unternehmen erhebliche Gewinne aus Hochsteuerländern wie Frankreich und den USA in Steueroasen wie Bermuda, die Britischen Jungferninseln, die Cayman-Inseln, Irland und die Vereinigten Arabischen Emirate verlagern. Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass die jährlichen weltweiten Gewinnverlagerungen von Unternehmen die Billionengrenze überschreiten und die Besteuerungsmöglichkeiten souveräner Staaten um Hunderte von Milliarden US-Dollar verringern. Auch vermögende Privatpersonen verlagern ihr Vermögen in ähnlicher Weise.

► **Juerg Adamek:** Ein bemerkenswertes Problem ist die Verdrängung (Englisch: crowding out) von Staatsausgaben, die durch die Kosten des Schuldendienstes entsteht. Bei einer hohen und steigenden Schuldenquote und hohen Finanzierungskosten müssen viele Länder immer mehr Mittel für den Schuldendienst aufwenden, anstatt diese Mittel beispielsweise für Infrastruktur, Bildung, Gesundheit, Klima oder Verteidigung zu verwenden. Darüber hinaus gibt es das Problem des "Staat-Bank-Nexus". In vielen Ländern halten Geschäftsbanken erhebliche Mengen an Staatsanleihen, so dass Wertverluste dieser Schulden direkt auf die Banken durchschlagen. Finanzielle Instabilität kann wiederum Auswirkungen auf die Staatsfinanzen haben, direkt und vor allem indirekt durch Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Am Vorabend der Staatsschuldenkrise in der Eurozone machte die griechische Wirtschaft nur 2% der EU-Wirtschaft aus. Dennoch löste die griechische Schuldenkrise von

2010 erhebliche Turbulenzen im europäischen Bankensektor und der Gesamtwirtschaft aus. Die möglichen Folgen einer vergleichbaren Schuldenkrise in einer wesentlich grösseren Volkswirtschaft wären kaum vorhersehbar. Weltweit hat die Verschuldung ein Niveau erreicht, das seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs nicht mehr erreicht wurde. Um die Verschuldung langfristig zu stabilisieren und abzubauen, ist eine Haushaltskonsolidierung ebenso unverzichtbar wie herausfordernd – insbesondere angesichts der steigenden dringenden Staatsausgaben. Eine strikte Prioritätensetzung sowie die Steigerung der Effizienz der Staatsausgaben, um eine effizientere Verwendung öffentlicher Mittel zu erreichen, werden daher entscheidend sein. Darüber hinaus würde ein robustes Wirtschaftswachstum zur Schuldentragfähigkeit beitragen. Entschlossene Massnahmen zur Förderung eines starken und nachhaltigen Wachstums, einschliesslich struktureller Reformen, sollten daher konsequent verfolgt werden – insbesondere angesichts der derzeit eher verhaltenen globalen Wachstumsaussichten.

► **Michel Habib:** Untersuchungen der Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff legen nahe, dass Schuldenquoten von 90% und mehr mit niedrigeren Wachstumsraten verbunden sind. Obwohl nicht alle dieser Analyse und ihren Schlussfolgerungen zustimmen, so ist doch klar, dass ein Staat, der erhebliche Mittel für den Schuldendienst aufwenden muss, weniger Mittel für andere Zwecke wie Bildung oder Investitionen zur Verfügung hat.

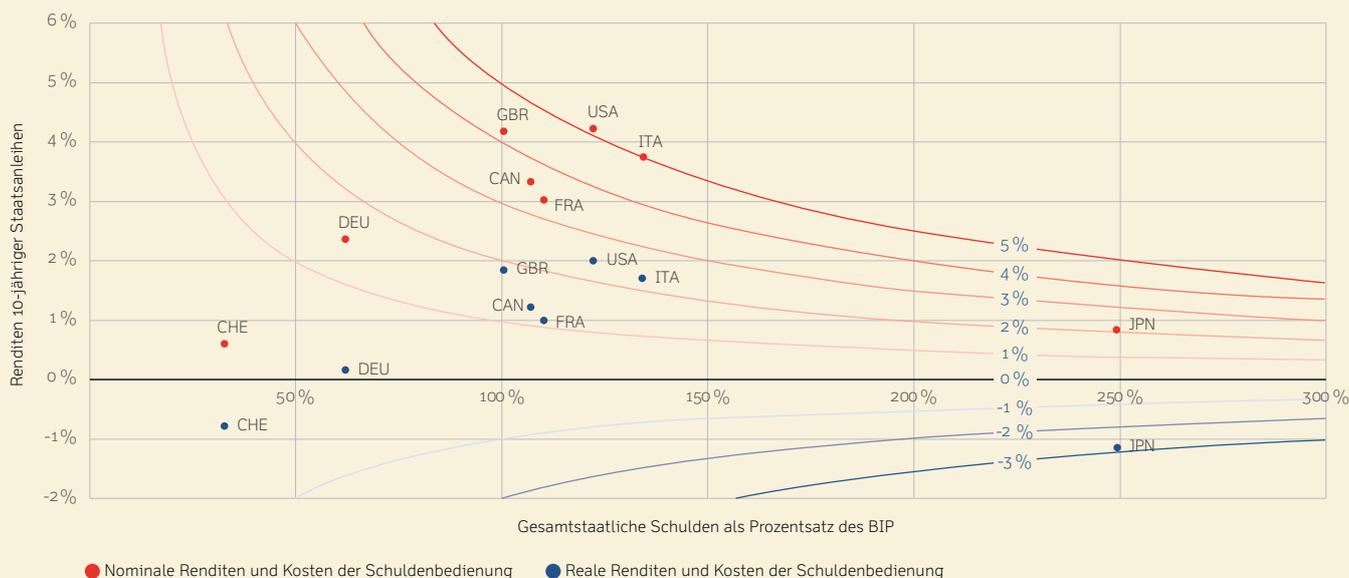
## Welche alternativen Kennzahlen können neben dem Verhältnis von Schulden zu BIP die fiskalische Gesundheit eines Landes effektiv bewerten?

► **Andreas Müller:** Eine alternative Kennzahl ist der Zinsaufschlag gegenüber dem risikofreien Zinssatz. Marktmechanismen zeigen, dass mit steigender Schuldenquote immer weniger Einnahmen mit jeder weiteren Schuldenaufnahme generiert werden, da die Zinssätze steigen. Dennoch bleibt es eine Herausforderung, eine einzelne perfekte Kennzahl zur Bewertung der Gesundheit staatlicher Finanzen zu finden. Was mich beunruhigt, ist der anhaltende Aufwärtstrend, den wir in vielen Ländern in den letzten 20 Jahren beobachten konnten. Es ist wichtig, sich daran zu erinnern, dass der Maastricht-Vertrag von 1993 eine feste Obergrenze von 60% für die Schuldenquote festlegte – eine Vorgabe, die derzeit nur die Hälfte der 27 EU-Mitgliedstaaten erfüllt. Von den ursprünglichen sechs europäischen Ländern erreichen dieses Ziel lediglich Luxemburg und die Niederlande. Dieser Aufwärtstrend bei der Verschuldung deutet darauf hin, dass viele Staaten Schwierigkeiten haben werden, die nächste Herausforderung zu meistern, und die Finanzmärkte beginnen, über die Wahrscheinlichkeit einer vollständigen Rückzahlung zu diskutieren. Die angemessene Reaktion wäre ein Schuldenabbau in wirtschaftlich günstigen Zeiten, ein Ziel, das nur wenige Länder aktiv verfolgen.

**Juerg Adamek:** Die Bruttoverschuldung im Verhältnis zum BIP ist zwar die wohl bekannteste und am häufigsten verwendete Kennzahl, doch können auch viele andere Indikatoren zur Beurteilung der Schuldenlage eines Staates herangezogen werden. Dazu gehören Kosten des Schuldendienstes, die Widerstandsfähigkeit und Kapazität des inländischen Banken- und Finanzsektors, die Abhängigkeit von externer Finanzierung, die Abhängigkeit von Einnahmen aus dem internationalen Handel und die durchschnittliche Laufzeit der Schulden. Die Höhe der Bruttostaatsverschuldung, die ein Staat nachhaltig tragen kann, unterscheidet sich daher von Land zu Land erheblich. Japan beispielsweise hat eine Bruttoschuldenquote von über 250% des BIP, steht jedoch nicht vor einer akuten Schuldenkrise. Ein mildernder Faktor ist, dass die Nettoschuldenquote aufgrund der beträchtlichen finanziellen Vermögenswerte des japanischen Staats deutlich niedriger ist – etwa 150% des BIP. Im Gegensatz dazu befand sich der Tschad Ende 2020 in einer Schuldenkrise, obwohl seine Bruttoschuldenquote nur leicht über 50% lag. Währungsinkongruenzen, die sich aus der Kreditaufnahme in einer Fremdwährung ergeben, sind eine weitere bedeutende Risikoquelle für viele Staaten, insbesondere für Schwellen- und

Entwicklungsländer, die dadurch Schwankungen der Wechselkurse und Kapitalströme ausgesetzt sind. Untersuchungen zeigen, dass Schwellenländer in den letzten zwei Jahrzehnten zunehmend in der Lage waren, Kredite in ihrer Landeswährung aufzunehmen. Eine vertiefende Analyse zeigt jedoch, dass in den Fällen, in denen auf Landeswährung lautende Anleihen in erheblichem Umfang von ausländischen Anlegenden gehalten werden und Währungsinkongruenzen somit in die Bilanzen dieser Anlegenden gewandert sind, die Anfälligkeit für Kapitalfluss- und Wechselkursschwankungen bestehen bleibt. Um dieses Problem wirklich zu überwinden, müsste die inländische Kreditaufnahme in erster Linie durch inländische Ersparnisse finanziert werden.

**Renditen von Staatsanleihen, gesamtstaatliche Schulden und die Kosten der Schuldenbedienung**



Hinweis: Diese Abbildung zeigt die gesamtstaatlichen Schulden als Prozentsatz des BIP für das Jahr 2023 sowie die nominalen Renditen (rot) und die extrapolierten realen Renditen (blau) auf 10-jährige Staatsanleihen für die G7-Staaten und die Schweiz im Jahr 2024. Die konvexen Iso-Kosten-Kurven stellen die Kosten der Schuldenbedienung relativ zum BIP dar, basierend auf der Annahme, dass die Kosten für die Bedienung der gesamtstaatlichen Schulden den aktuellen Renditen von Staatsanleihen entsprechen. Die gesamtstaatlichen Schulden beziehen sich auf die gesamte Summe der von der öffentlichen Hand ausgegebenen Schuldenverbindlichkeiten (einschliesslich zentraler, bundesstaatlicher und kommunaler Ebenen).

Quellen: Internationaler Währungsfonds (IWF), Investing.com, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) und Schweizerische Nationalbank (SNB)

### Wie effizient ist der Handel am Markt für Staatsanleihen?

► **Steven Ongena:** In den letzten 15 Jahren hat sich der Primärmarkt besser organisiert, während der Sekundärmarkt durch die Einführung elektronischer Handelsplattformen für Anleihen sehr liquide, transparent und effizient geworden ist. Es wird erwartet, dass Blockchain-Technologie und das dezentralisierte Finanzwesen den Markt durch sofortige Abwicklung weiter verbessern werden. Jeder Effizienzgewinn macht einen erheblichen Unterschied. Im vergangenen Jahr überstieg der Gesamtwert der ausstehenden marktfähigen US-Staatsanleihen 28 Billionen USD. Eine Differenz von nur einem Basispunkt entspricht fast 3 Milliarden USD.

### Welche Faktoren werden bei der Bewertung der Kreditwürdigkeit von Staaten berücksichtigt, und wie zuverlässig sind sie?

► **Steven Ongena:** Kreditratings sind aus mehreren Gründen von Bedeutung. Einerseits führen niedrigere Ratings zu höheren Nominalzinsen für staatliche Einrichtungen. Andererseits unterliegen institutionelle Investierende aufgrund dieser Ratings internen Portfoliobeschränkungen hinsichtlich ihrer Allokationen. Daher ist es für Staaten immer von Vorteil, sich die bestmöglichen Ratings zu sichern, um niedrige Zinsen und eine starke Nachfrage zu gewährleisten. Daten belegen, dass Kreditratings die Marktwahrnehmung beeinflussen, was darauf hindeutet, dass sie als wichtige Informationsquellen angesehen werden. Dennoch hat es Fälle gegeben und wird es auch in Zukunft Fälle geben, in denen solche Ratings nicht ausreichen.

► **Frederik Mellors:** Kreditratings liefern wertvolle Einblicke. Sie berücksichtigen sowohl inländische als auch externe makroökonomische Faktoren, steuerliche Flexibilität, bestehende Schulden, die Fähigkeit der Regierung, Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen durchzusetzen, und ihre Fähigkeit, Steuern einzutreiben. Obwohl keine Kennzahl perfekt ist und wir uns nicht ausschliesslich auf diese Ratings verlassen können, sind sie dennoch von Bedeutung. Interessanterweise bezieht der Markt alternative Indikatoren, wie geopolitische Veränderungen, ebenso mit ein wie qualitative Faktoren, etwa die Qualität staatlicher Institutionen und des Justizsystems – und das oft proaktiv. Zudem sollten wir nicht vergessen, dass der Markt die Einschätzungen von Millionen von Investorinnen und Investoren widerspiegelt, nicht nur die Meinung eines einzelnen Unternehmens. Daher ist es wichtig, unterschiedliche Perspektiven zu berücksichtigen.

### Staatliche Kreditratings und Renditen von Staatsanleihen

S&P-Kredit-rating	Land	Nominale Renditen 10-jähriger Staatsanleihen	Inflationsprognose	Extrapolierte reale Renditen 10-jähriger Staatsanleihen
AAA	Deutschland	2.35 %	2.20 %	0.15 %
AAA	Kanada	3.33 %	2.10 %	1.20 %
AAA	Schweiz	0.59 %	1.40 %	-0.80 %
AA+	Vereinigte Staaten	4.22 %	2.20 %	1.98 %
AA	Vereinigtes Königreich	4.17 %	2.30 %	1.83 %
AA-	Frankreich	3.00 %	2.00 %	0.98 %
A+	Japan	0.82 %	2.00 %	-1.16 %
BBB	Italien	3.71 %	2.00 %	1.68 %

Hinweis: Diese Abbildung zeigt die langfristigen Kreditratings für Staatsanleihen in Fremdwährung von S&P Global für die G7-Staaten und die Schweiz im Jahr 2024, die nominalen Renditen 10-jähriger Staatsanleihen für 2024, die jährlichen Inflationsprognosen für 2025 und die extrapolierten realen Renditen 10-jähriger Staatsanleihen.

Quellen: Investing.com, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), S&P Global und Schweizerische Nationalbank (SNB)

### Inwieweit beeinflussen staatliche Sparmassnahmen die Kosten der Staatsverschuldung?

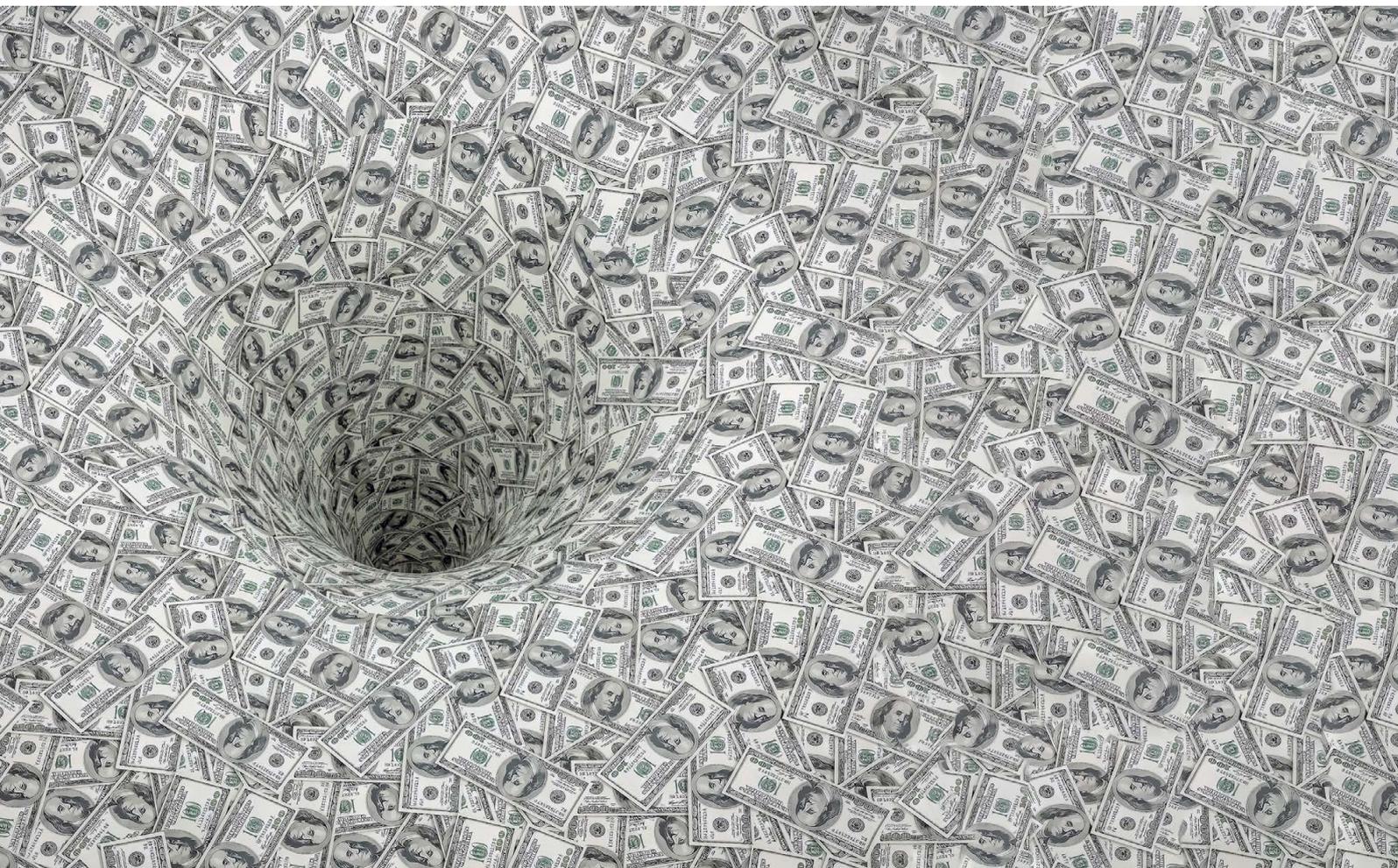
► **Juerg Adamek:** Dies ist eine empirische Frage, die angesichts der Komplexität und Endogenität schwer zu beantworten ist. Selbst die Abschätzung der Auswirkungen von Sparmassnahmen auf das Wirtschaftswachstum ist nicht trivial: Während die unmittelbare Wirkung der Haushaltskonsolidierung zwangsläufig kontraktiv ist, hängt die letztendliche Gesamtwirkung auf die Wirtschaftsleistung von vielen Faktoren ab. Für politische Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger scheint Glaubwürdigkeit entscheidend zu sein. Einerseits sollte eine glaubwürdige Konsolidierungsstrategie – ambitioniert, aber realistisch – formuliert werden. Andererseits sollten sich die politischen Entscheidungstragenden glaubwürdig dazu verpflichten, diese Strategie konsequent umzusetzen und über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum aufrechtzuerhalten. Fiskalische Regeln wie die Schweizer Schuldenbremse können hier hilfreich sein. Um eine wachstumsfreundliche Haushaltskonsolidierung zu ermöglichen, ist es auch wichtig, die Qualität der Finanzpolitik zu verbessern. Dies kann zum Beispiel durch eine effizientere Nutzung öffentlicher Mittel oder durch eine Ausgabenrationalisierung in Bereichen mit vergleichsweise geringen Auswirkungen auf das Wachstum erreicht werden. Auch wenn der quantitative Effekt von Sparmassnahmen nur schwer genau zu beziffern ist, ist es kaum vorstellbar, dass die Märkte nicht zwischen glaubwürdigen Bemühungen zur Sicherstellung der Schuldentragfähigkeit und dem völligen Fehlen solcher Anstrengungen unterscheiden.

### Sollten in Landeswährung begebene Staatsanleihen als sicherer angesehen werden als in Fremdwährung begebene?

► **Andreas Müller:** Die Emission von Staatsanleihen in einer Fremdwährung erhöhet die Komplexität und das Risiko des Geschäfts. Staaten haben jedoch oft keine andere Wahl, um sich ausreichende Finanzmittel zu beschaffen. Interessanterweise können die mit Staatsanleihen verbundenen Risiken sowohl den Kreditgebenden als auch den Kreditnehmenden belasten. Während solche Geschäfte das Währungsrisiko für die Kreditgebenden verringern, erhöhen sie die Wahrscheinlichkeit, dass die Kreditnehmenden aufgrund einer Abwertung der Landeswährung ausfallen. Beispielsweise hat der argentinische Peso in den letzten fünf Jahren fast 90% seines Wertes gegenüber dem US-Dollar verloren, so dass die Rückzahlung einer vor fünf Jahren in US-Dollar begebenen argentinischen Staatsanleihe für die argentinische Regierung heute fast zehnmal teurer ist. Zwar gibt es Lösungen zur Absicherung gegen Währungsrisiken, doch sind diese selten in einem Umfang realisierbar, der dem Emissionsvolumen von Staatsanleihen gerecht wird.

### Könnten Regierungen ihre Zahlungsausfälle strategisch timen?

► **Steven Ongena:** Zwar haben Regierungen im Allgemeinen die Oberhand – da es in der Regel keine Konkursgerichte gibt und die Wahrscheinlichkeit der Beschlagnahme von Vermögenswerten minimal ist –, doch gibt es nur wenige Hinweise auf strategische Zahlungsausfälle. Ein Zahlungsausfall, in welcher Form auch immer, ist äusserst kostspielig. Eine spannende Entwicklung in Bezug auf die Beschlagnahme von Vermögenswerten ist derzeit im Gange, da der Oberste Gerichtshof der USA vor kurzem Gläubigerinnen und Gläubigern die Möglichkeit eröffnet hat, über 300 Millionen USD auf argentinischen Auslandskonten zu beschlagnahmen. Obwohl diese Änderung bahnbrechend ist, bleibt der Betrag im Vergleich zu den betroffenen Gesamtbetragen gering. Letztendlich übt der Markt den stärksten Druck aus, da er jeden Versuch eines strategischen Zahlungsausfalls bestrafen kann, indem er den Staat vom Markt ausschliesst oder seine Kreditkosten für Neuemissionen erhöhet.



# Die Zukunft

## Was sind die Vorteile, Kosten und langfristigen Risiken für Länder, in denen Zentralbanken in erheblichem Umfang inländische Staatsanleihen halten?

► **Michel Habib:** Dieses zunehmend wichtige Thema verdeutlicht die Komplexität der Beziehungen zwischen Zentralbanken und Regierungen: Zentralbanken sind unabhängig, befinden sich im Besitz ihrer Regierungen und halten grosse Teile der Verbindlichkeiten ihrer Regierungen. Eine übermässige Staatsverschuldung in der Bilanz einer Zentralbank kann die Solvenz der Bank beeinträchtigen und den Wert ihrer Verbindlichkeiten, wie Währungs- und Geschäftsbankreserven mindern. Eine solche Entwicklung hätte äusserst negative Folgen für das Finanzsystem des Landes.

## Wie können Staaten ihren Kreditbedarf effektiv ausgleichen, wenn ihre Zentralbanken versuchen, die Inflation durch eine Erhöhung der Leitzinsen zu kontrollieren?

► **Steven Ongena:** Inflation hat viele Facetten und Zielkonflikte. Einerseits führt sie zu negativen wirtschaftlichen Auswirkungen, indem sie die Kaufkraft verringert, die realen Renditen schmälert und den Wert von Ersparnissen mindert. Andererseits kann sie wirtschaftliche Vorteile bieten, wie die Förderung des Konsums gegenüber dem Sparen, eine potenzielle Senkung der Arbeitslosigkeit, eine Reduzierung der realen Kosten bestehender Finanzkredite und eine Verringerung des tatsächlichen Werts der bestehenden Schulden. Diese Vor- und Nachteile der Inflationssteuerung machen sie anfällig für politischen Druck. Es ist wichtig, sich daran zu erinnern, dass Zentralbanken zwar unabhängig sind, aber letztlich politische Konstrukte darstellen, oft im Besitz des Staates sind, von ihm reguliert werden und innerhalb eines politischen Rahmens agieren. Zentralbanken befinden sich in einer heiklen Position, wenn es darum geht, wirksame Massnahmen gegen die Inflation zu ergreifen, ohne unbeabsichtigt die staatliche Schuldenaufnahme zu unterstützen. Die Unabhängigkeit der Zentralbanken darf im heutigen politischen Klima nicht als selbstverständlich angesehen werden.

## Während der griechischen Schuldenkrise kam es zu einer Ansteckung auf den Märkten für Staatsanleihen in der Eurozone. Wie zuverlässig sind die damals eingeführten Lösungen, um eine Wiederholung solcher Ansteckungsrisiken zu verhindern?

► **Frederik Mellors:** Die Staatsschuldenkrise in der Eurozone, die zwischen 2010 und 2012 ihren Höhepunkt erreichte, ist wohl eine der bedeutendsten Krisen der Geschichte. Die Abschläge auf griechische Anleihen waren erheblich und für eine entwickelte Volkswirtschaft beispiellos. Um ein Ausscheiden Griechenlands aus

der Eurozone zu verhindern, musste die Troika – die Europäische Zentralbank, die Europäische Kommission und der IWF – eingreifen und die Wirtschaft durch die Überwachung des Bankensystems, die Umsetzung von Reformen und die Bereitstellung von Krediten restrukturieren. Während dieses Prozesses führten die Behörden rückwirkend eine Collective Action Clause für unter griechischem Recht ausgegebene Anleihen ein. Bis dahin war für jede Umstrukturierung die einstimmige Zustimmung der Anleihegläubigerinnen und -gläubiger erforderlich. Diese Änderung ermöglichte es einer qualifizierten Mehrheit der Gläubiger, Restrukturierungsbedingungen für alle Anleiheinhaberinnen und Anleiheinhaber durchzusetzen, einschliesslich jener, die dagegen stimmten. In einigen Fällen betrug die Abschläge mehr als 50%. Auch wenn es sich hierbei eindeutig um eine sinnvolle und notwendige Anpassung handelte, so zeigt sie doch, dass staatliche Stellen und supranationale Behörden in einer Krise die Regeln ändern können. Anlegende sollten dies beim Kauf von Wertpapieren im Hinterkopf behalten.

## Welche Rolle spielen Staatsfonds auf dem Markt für Staatsanleihen?

► **Steven Ongena:** Staatsfonds halten in der Regel ein breit diversifiziertes Portfolio aus internationalen Staatsanleihen, wobei jeder Fonds eine eigene Strategie verfolgt. So gab der norwegische Staatsfonds kürzlich bekannt, dass er 167 Milliarden USD in US-Staatsanleihen hält – seine grösste Einzelinvestition, die 9% des gesamten Fondsvermögens ausmacht. Diese Institutionen sind naturgemäss stark politisch geprägt. Die grössten Inhaberinnen von Staatsanleihen sind jedoch in der Regel Zentralbanken. Die US-Notenbank hält fast 20% aller US-Staatsanleihen, während mehr als 40% der Vermögenswerte der Banque de France mit der Finanzierung des französischen öffentlichen Sektors verbunden sind.

## Wie einflussreich sind private Gläubigerinnen und Gläubiger bei Verhandlungen über Staatsschulden und bei der Beilegung von Streitigkeiten?

► **Michel Habib:** Private Investierende können erheblichen Einfluss ausüben. Dies gilt insbesondere für sogenannte Vulture Funds – wie die Hedgefonds, die ausgefallene lateinamerikanische Schuldtitel zu stark reduzierten Preisen aufkauften. Ihre Forderung nach vollständiger Rückzahlung, selbst wenn andere Gläubigerinnen und Gläubiger bereit sind, einen Schuldenschnitt zu akzeptieren, kann eine erfolgreiche Umschuldung gefährden. Steigende Schuldenstände, höhere Zinsen und die Möglichkeit einer globalen Rezession könnten einen fruchtbaren Boden für künftige Aktivitäten von Vulture Funds bilden.

### Was sind die treibenden Kräfte hinter den jüngsten Bestrebungen einiger Länder, ihre Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern, und wie erfolgreich waren sie?

► **Frederik Mellors:** Länder und Regierungen, die von den USA sanktioniert wurden – wie Iran, Kuba, Nordkorea, Syrien, Venezuela und seit kurzem auch Russland – müssen Wege finden, den US-Dollar zu umgehen, um am internationalen Handel teilzunehmen und ausländische Staatsfinanzierung zu sichern. Doch auch andere Länder wie zum Beispiel China werden immer vorsichtiger, wenn es darum geht, Reserven in US-Dollar oder Euro zu halten, insbesondere nachdem die Währungsreserven der russischen Zentralbank Anfang 2022 eingefroren wurden. Während die USA von der Dominanz ihrer Währung profitieren, gibt es keine überlegenen Alternativen, die ohne weiteres verfügbar wären. Der Euro bleibt ein unvollendetes fiskalpolitisches Projekt, und die chinesische Regierung behält letztlich die Kontrolle über den Renminbi. Das Bestreben, sich vom US-Dollar unabhängiger zu machen mag ein lobenswertes Ziel sein, aber der US-Dollar wird noch viele Jahre lang seine Spitzenposition behalten.

► **Steven Ongena:** Die USA haben ihren Dollar tatsächlich als aussenpolitisches Instrument eingesetzt. Es ist verständlich, dass andere Länder dem Druck der USA nicht ausgesetzt sein wollen, ob er nun gerechtfertigt ist oder nicht. Langfristig wird der US-Dollar wahrscheinlich seine zentrale Rolle verlieren, ähnlich wie der spanische Real de a Ocho und das britische Pfund Sterling. Die anhaltenden Probleme mit der Schuldenobergrenze in den USA sorgen weltweit für Unsicherheit und entfachen Diskussionen über stabilere Lösungen. Zwar gibt es in absoluter Hinsicht keine vollkommen risikofreie Option, doch relativ betrachtet erscheinen die Staatsanleihen und Währungen von Australien, Dänemark, Deutschland, Kanada, Liechtenstein, Luxemburg, den Niederlanden, Norwegen, Schweden, der Schweiz und Singapur sicherer als US-Staatsanleihen, und ihre Währungen scheinen besser verwaltet zu sein als der US-Dollar. Doch selbst innerhalb dieser Ländergruppe gibt es Unterschiede. Und lassen Sie uns der Realität ins Auge sehen: Selbst Deutschland, die grösste Volkswirtschaft in dieser Gruppe, hat ein BIP, das sechsmal kleiner ist als das der USA. Gegenwärtig gibt es keine klare Alternative zum US-Dollar und ich erwarte in absehbarer Zeit keine Veränderungen.

### Haben frühere Rettungsaktionen für Staatsschulden das Risiko eines Moral Hazard erhöht?

► **Michel Habib:** Zumindest bis zu einem gewissen Grad, ja. Bailouts verringern die Kosten eines Zahlungsausfalls. Die Erwartung eines Rettungspakets kann daher die Attraktivität eines Zahlungsausfalls erhöhen. Der Effekt scheint jedoch im Allgemeinen gering zu sein. Ein Zahlungsausfall bleibt kostspielig und wird von den Regierungen der verschuldeten Länder in der Regel vermieden. Selbst wenn kein Moral Hazard besteht, erleichtert ein Schuldenerlass – die aus Sicht der Schuldner ideale Form einer Rettung – die Neuverschuldung, was mitunter zur Rückkehr in die gleiche finanzielle Lage wie vor der Rettung führt. So sind beispielsweise viele der Länder, die von der HIPC-Initiative (Heavily Indebted Poor Countries Initiative; deutsch: Hochverschuldete arme Länder Initiative) und der MDRI Initiative (Multilateral Debt Relief Initiative; deutsch: Multilateralen Entschuldungsinitiative) profitierten – Programme, die zwischen 1996 und 2014 über 100 Milliarden USD an Schulden für mehr als 30 einkommensschwache Länder erliessen – heute erneut hoch verschuldet.

► **Andreas Müller:** Wenn der IWF seine Hilfe anbietet, befindet sich ein souveräner Staat bereits in einer kritischen Lage und andere Investierende sind nicht mehr bereit einzugreifen. Die IWF-Hilfe geht in der Regel mit notwendigen Bedingungen und Reformen einher. Historische Daten zeigen, dass solche strukturellen Anpassungen nicht nur unerlässlich, sondern langfristig auch vorteilhaft sind. Die Daten über die Auszahlungen und Rückzahlungen für alle IWF-Mitglieder in den letzten 40 Jahren deuten nicht darauf hin, dass der IWF den Ländern zunehmend einen Blankoscheck ausstellt. Auch wenn es einen Fall von Moral Hazard geben kann, glaube ich nicht, dass der IWF einen solchen Trend ausgelöst hat. Zudem ist der IWF nicht die einzige Institution, die Regierungen unterstützt, die Schwierigkeiten bei der Schuldenaufnahme haben. Die Europäische Zentralbank beispielsweise sieht sich zunehmender Kritik ausgesetzt, weil sie bestimmte Länder der Eurozone unterstützt, wenn sich deren Anleihespreads ausweiten.

### Welche wesentlichen Faktoren sind für eine erfolgreiche Umschuldung entscheidend?

► **Juerg Adamek:** Die Liste ist lang. Für die Umstrukturierung selbst ist es wichtig, über solide und transparente Daten und eine gründliche und umsichtige Schuldentragfähigkeitsanalyse als Grundlage zu verfügen. Klarheit über das Ausmass und die Art des Schuldenproblems ist eine Voraussetzung für die richtige Vorgehensweise. Darüber hinaus ist eine enge Abstimmung zwischen dem/der Schuldner/in und den Gläubiger/innen sowie unter den Gläubiger/innen wichtig, um das Problem des kollektiven Handelns zu überwinden und eine wirksame Lösung zu finden. Darüber hinaus muss eine Umschuldung oft von einem politischen und Reformprogramm begleitet werden, wie z. B. einem IWF-Programm. Ein solches Programm hilft dem Schuldnerland, widerstandsfähiger zu werden und seine makroökonomische Situation dauerhaft zu verbessern. Dies wiederum verbessert die Fähigkeit des Landes, seine Gläubigerinnen und Gläubiger in Zukunft zurückzuzahlen, was das Land für Investierende wieder attraktiv macht. Ein starkes Engagement für die notwendigen politischen Anpassungen und Reformen sowie die Fähigkeit, diese umzusetzen, ist daher ein weiteres wichtiges Element für eine erfolgreiche Umschuldung.

### Welche grossen Herausforderungen werden politische Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger im sich wandelnden Markt für Staatsanleihen von morgen bewältigen müssen?

► **Steven Ongena:** Wir müssen hier das Gesamtbild betrachten. Die weltweite Staatsverschuldung befindet sich auf einem nicht nachhaltigen Pfad. Die Staaten stehen vor vielen Aufgaben und Herausforderungen, wobei die Politik – ob in einem vollständig demokratischen System oder in einem strengen autoritären Regime – immer eine zentrale Rolle spielt. Ein schwacher Staat verfügt nicht über die notwendige fiskalische Disziplin, und eine begrenzte finanzielle Handlungsfähigkeit bietet keine tragfähige Lösung für die nächste Krise. Dies hat sich in der jüngsten Vergangenheit gezeigt, als Länder und Regionen, die stärker von der globalen Finanzkrise betroffen waren, weniger gut auf den ersten COVID-Ausbruch reagieren konnten und eine höhere Sterblichkeitsrate verzeichneten. Die Geschichte wird sich wiederholen, und irgendwann werden wir einen neuen Wendepunkt erreichen.

### Welche Ratschläge würden Sie schliesslich angesichts der zunehmenden Risiken auf dem Markt für Staatsanleihen geben?

► **Frederik Mellors:** Ein globaler Trend der letzten Jahre ist, dass das Verhältnis von Schulden zu BIP in wirtschaftlich schwierigen Zeiten zunimmt, in guten Zeiten jedoch nicht wieder sinkt. Regierungen und Politikerinnen und Politiker greifen zunehmend aktiv in wirtschaftliche Zyklen ein. Im Jahr 2024 verzeichnete die US-Wirtschaft beispielsweise ein reales Wirtschaftswachstum von 3% und eine Arbeitslosenquote von 4%. Doch trotz dieser Vollauslastung und Vollbeschäftigung liegt das Defizit im Verhältnis zum BIP bei über 6% – ein Wert, der normalerweise in der tiefsten Phase einer Rezession zu beobachten ist. Angesichts der heutigen prekären Haushaltslage könnte die nächste Krise besonders schmerzhaft sein, da Staaten nur begrenzt auf die Reaktionen der Finanzmärkte reagieren können. Leider könnte die Last der Verantwortung während des nächsten Abschwungs auf die Zentralbanken fallen, die möglicherweise gezwungen wären, staatliche Schulden zu monetarisieren. Die Balance zwischen dieser Nachfrage und der Wahrung ihrer Preisstabilitätsziele könnte sich als äusserst schwierig erweisen.

► **Steven Ongena:** Der Anstieg der Staatsverschuldung gibt Anlass zu grosser Sorge – insbesondere die der USA aufgrund ihrer Grösse und ihres globalen Einflusses. Jegliche Unsicherheiten in den G7-Volkswirtschaften werden sich auf den globalen Markt für Staatsanleihen, den Finanzsektor im Allgemeinen und letztlich auf die Weltwirtschaft auswirken. Es ist schwierig, zukünftige Entwicklungen vorherzusagen, aber wir müssen uns darüber im Klaren sein, dass Regierungen wahrscheinlich nicht in der Lage sein werden, das gleiche Niveau an Dienstleistungen in den Bereichen Justiz, Bildung oder Gesundheitswesen aufrechtzuerhalten, an das wir uns derzeit gewöhnt haben. Dies gilt insbesondere, wenn man die zukünftigen Kosten im Zusammenhang mit der alternden Bevölkerung, dem Klimawandel und der Verteidigung berücksichtigt.

► **Michel Habib:** Regierungen, die eine umfangreiche Schuldenfinanzierung in Erwägung ziehen, sollten sich vielleicht an die Worte der Prophetin in Vergils Aeneis erinnern:  
"Leicht ist der Abstieg zum Avernus;  
Tag und Nacht steht offen des schwarzen Pluto Pforte;  
Aber zurückzuschreiten und wieder zu schauen des Himmels Licht,  
das ist die Arbeit, das ist die Mühe".<sup>1)</sup>

1) Virgil. (Originalwerk ca. 19 v. Chr.) Deutsche Übersetzung von Johann Heinrich Voss (1799), frei online verfügbar unter: <https://www.projekt-gutenberg.org/virgil/aeneis/aeneis.html>

## Swiss Finance Institute

Mit Unterstützung seiner Gründer – der Schweizer Bankenbranche, der Schweizerischen Eidgenossenschaft sowie führender Schweizer Universitäten – fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv Forschung und Lehre auf Weltniveau im Bereich Banking und Finance in der Schweiz. Durch die Verbindung von akademischer Exzellenz mit Praxiserfahrung trägt das SFI zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes bei.

## Herausgeber und Kontakt

Dr. Cyril Pasche  
Senior Director Publications and Topic Development  
+41 22 379 88 25  
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80  
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71  
www.sfi.ch

