

# Minenfeld Staatsanleihen

**Hans Kaufmann, Wirtschaftsberater, Wettswil**

Der rasche und tiefe Konjunkturerinbruch hat bei den Regierungen und Notenbanken Panik ausgelöst. Ein Rettungspaket für den Finanzsektor jagt das nächste. Konjunkturelle Impulsprogrammen werden mit Anschlusspaketen angereichert. Viele Politiker sehen ihre Zeit gekommen, unter dem Deckmantel Konjunkturstützung und Stabilisierung der Finanzmärkte auch für ihre Klientel Gelder vom Staat abzuzweigen. Wenn schon Banken mit Steuergeldern gerettet werden müssen, dann sollen auch die Autoindustrie, die Bauindustrie, die Presse etc. unterstützt werden. Sogar Regierungen glauben, mit zusätzlichen Staatsschulden die drohenden Insolvenzen von Banken, Konsumenten und Unternehmen im In- und Ausland bewältigen zu können. Dabei dürfte gerade die sich abzeichnende Kreditaufnahme der Staaten, auch die noch gesunden privaten Grossunternehmen vom Kapitalmarkt verdrängen. Letztere werden kaum noch in der Lage sein, Grossfinanzierungen in Form von Anleihen zu akzeptablen Bedingungen zu organisieren. Viele Unternehmen müssen schon froh sein, wenn sie ihre fällig werdenden Schulden zu einigermaßen tragbaren Konditionen verlängern können. Die Banken werden kaum im notwendigen Ausmass in die Bresche springen können, da sie mangels Eigenkapital und infolge immer noch unbewältigter Kreditpositionen in ihren Büchern das Eingehen zusätzliche Klumpenengagements im Vorfeld einer globalen Rezession nicht riskieren wollen.

## **Globale Staatsverschuldung wird um 15% bis 30% zunehmen**

Wenn man die von vielen Regierungen angekündigten Hilfen an den Finanzsektor und die Konjunkturpakete zusammenzählt, dann kommt man bis zum 20. Januar 2009 auf den stolzen Betrag von fast USD 7'000 Mrd. Dazu kommen temporäre Aufkäufe von Commercial Papers, Hypotheken etc. sowie versprochene Garantien in Höhe von über USD 8'000 Mrd., die teilweise über die Notenbanken erfolgen. Auch wenn viele dieser Garantien und Konjunkturprogramme nur teilweise finanzwirksam werden dürften, wird die Verschuldung vieler Staaten markant zunehmen. Immerhin muss man sich vor Augen führen, dass alleine die weltweit gesprochenen USD 7'000 Mrd. Gelder an den Finanzsektor und die angekündigten Konjunkturprogramme bezogen auf das nominelle Welt-BIP 2008 von rund USD 60'000 Mrd. fast 12% ausmachen. Verlässliche und vergleichbare Zahlen über die weltweite Staatsverschuldung liegen nicht vor, weil viele Staaten ihre Schulden nicht transparent offenlegen. Schulden der unteren Staatsebenen und von staatlichen Institutionen bzw. Regiebetrieben sind oft nicht in den Statistiken enthalten. Dazu kommen nicht finanzierte und nicht bilanzierte Verpflichtungen zahlreicher staatlicher Sozialwerke. Grob geschätzt dürften die Staatsschulden weltweit mindestens 65% des BIP betragen (zum Vergleich gemäss CIA-Factbook per Ende 2007: JP 170%, IT 104%, DE 64,9%, CA 64,2%, FR 63,9%, USA 60,8%, UK 43.6%). Wenn die bisher angekündigten neuen Verpflichtungen nicht unmittelbar durch höhere Staatseinnahmen finanziert werden, was in einer Rezession unrealistisch erscheint, dann erhöhen sich die Staatsschulden von heute rund USD 35'000 Mrd. um weitere mindestens USD 5'000 bis 10'000 Mrd. bzw. 15% bis 30%, denn auch ohne Hilfsprogramme sind viele Staatshaushalte defizitär, zumal die Steuereinnahmen sinken.

## Staatsanleihen sind weder risikolos noch mündelsicher

Viele Anleger halten Staatsanleihen für mündelsichere Papiere, für sogenannte risikolose Anlagen. Diese Annahme könnte sich als folgenschwerer Fehler erweisen. Einerseits wird die zunehmende Staatsverschuldung die Rating-Agenturen früher oder später zu **Herabstufung der Schuldnerbonität** zwingen, was höhere Zinskosten zur Folge hat, weil solche minderwertigeren Schuldpapiere von vielen Anlegern gemieden werden. Dort, wo Anlagereglemente minderwertige Anlagen verbieten, müssen sogar Bestände liquidiert werden, was an der Börse wiederum die Renditen in die Höhe treibt. Damit sind Kursverluste verbunden. Dass solche Abstufungen nicht reine Theorie sind, haben anfangs 2009 sogar mehrere Euro-Länder erfahren müssen, die bonitätsmässig zurückgestuft wurden. Griechenland wurde abgestraft, weil das Ertragsbilanzdefizit dieses Landes auf rekordhohe 14% und die Staatsverschuldung bis 2010 von heute 94% des BIPs auf über 98% ansteigen soll. Griechenland muss nun für seine 10-jährigen Staatsanleihen mit 5,66% (20.1.2009) 2,67% mehr bezahlen als Deutschland. Auch Irland (+2.41%), Italien (+1,48%), Portugal (+1.37%) oder Spanien (+1.16%) bezahlen wesentlich mehr als die Bundesrepublik. Die Kreditbonität Spaniens wurde am 19. Januar 2009 herabgestuft, weil das Budgetdefizit bis 2011 das zulässige 3% Maastrichter-Maximum übersteigen soll. Für 2009 erwartet die EU ein Finanzloch von 6,2% des BIP. Weitere EU-Staaten stehen im Visier der Rating-Agenturen, so Portugal oder Irland, das bis vor kurzem noch als „Keltischer Tiger“ zum Musterschüler unter den EU-Staaten hochstilisiert wurde, nun aber für 2009 ein Defizit von 9,5% des BIP budgetiert. Die EU geht sogar von Fehlbeträgen von 11% (2009) und 13% (2010) aus. In Portugal erwartet selbst die EU-Kommission in ihrem Januar 2009-Bericht, dass die Staatsverschuldung von 63,6% im Jahre 2007 wieder auf 71,7% zunehmen wird, weil die jährlichen Budgetdefizite bis 2011 über 3% des BIP liegen werden. Ähnliches gilt für Italien, wo eine Zunahme der Staatschulden von 104,1% (2007) auf 110,3% (2011) prognostiziert wird.

Aber auch die bonitätsmässig bessergestellten grossen europäischen Volkswirtschaften stehen vor einem Verschuldungsschub. So erwartet die EU für 2009 in **Frankreich** ein Defizit von 5,4%, in Grossbritannien von 8,8%. Die staatliche Verschuldung Frankreichs soll von 63,9% im Jahre 2007 bis 2010 auf 75% des BIP zunehmen. Die Zweifel an **Grossbritanniens** Rettungsaktionen für den Finanzsektor und die Restwirtschaft mit haben sich auch bereits in einem massiven Kurseinbruch des Pfunds seit dem Jahreshoch 2008 gegenüber den meisten Währungen (bis 20.1.2009: USD- -31%, EUR -20%, CHF -29%, JPY -43%) niedergeschlagen. Die Rettungspakete und Verstaatlichungen der Regierung werden die britische Staatsverschuldung von GBP 527 Mrd. im Fiskaljahr 2007/08 bis 2012/13 auf über GBP 1000 Mrd. treiben. In Prozenten des BIP bedeutet dies einen Anstieg von 36,3% auf 55,6%. Auch wenn Grossbritannien mit diesem Anstieg des Schuldenberges noch innerhalb der Maastrichter Obergrenze liegt, bedeutet die jährliche Neuverschuldung doch eine massive Belastung des Kapitalmarktes. Waren es 2007/08 noch GBP 36.6 Mrd. Neugeld, so wird diese Marktbelastung zügig auf über GBP 100 Mrd. pro Jahr ansteigen.

Selbst in **Deutschland**, das in den letzten Jahren dank der guten Exportkonjunktur den Zuwachs der Neuverschuldung drosseln konnte, zeichnet sich wieder eine Trendwende zum Schlechteren ab. Mitte Januar 2009 hat denn auch die FDP eine Überarbeitung des deutschen Bundeshaushaltes 2009 gefordert, weil sich

wesentliche Determinanten geändert hätten. So sollen u.a. die Einnahmen wegbrechen, das Konjunkturpaket werde eine Milliardenbelastung bringen und dem Bundeshaushalt drohe eine neue Rekord-Neuverschuldung in Richtung EUR 50 Mrd. Im Budget 2009 war noch eine Nettokreditaufnahme von EUR 10,5 Mrd., im Folgejahr von EUR 6 Mrd. vorgesehen und gemäss Finanzplan hätte der Staatshaushalt ab 2010 ausgeglichen sein sollen. Auch das Rettungspaket für die Banken könnte zu zusätzlichen Schulden von bis zu EUR 100 Mrd. führe. Kommt dazu, dass in Deutschland bereits über ein weiteres Bankenrettungspaket diskutiert wird. Ein Überschreiten der 3%-Defizitobergrenze erscheint auch für Deutschland wahrscheinlich.

Die Euro-Länder haben ihren konjunkturpolitischen Spielraum mit der Abtretung der Währungshoheit an die EZB massiv eingeschränkt. Weder mit Abwertungen noch mit landesspezifischen Zinsen kann die Wirtschaft derzeit beeinflusst werden. Es verbleibt zur Konjunktursteuerung einzig die Fiskalpolitik, und dies bedeutet konkret: staatliche Schuldenwirtschaft bis zum „Geht nicht mehr“. Damit besteht die Gefahr, dass die angestrebte fiskalpolitische Disziplin innerhalb der Euro-Gemeinschaft verlüdert. Die Euro-Länder haben denn auch schon teilweise den Maastricht-Kriterien abgeschworen und auch die Regeln betreffend Staatshilfen an Unternehmen teilweise ausser Kraft gesetzt. Die EZB darf im Gegensatz zum US-Fed keine Staatsschulden aus Emission übernehmen, aber immerhin an der Börse aufkaufen. Solche Massnahmen setzen allerdings einen Entscheid des EZB-Bankrates voraus. Wie sich die Ratsmitglieder in einem staatlichen Insolvenzfall verhalten würden, ist derzeit ungewiss. Das Positive an der Ausweitung der Risikoprämie für Staaten besteht darin, dass der Markt wenigstens in diesem Segment des Finanzsektors wieder funktioniert.

### **Emerging Markets, ein Minenfeld für Kreditgeber**

Zu einem eigentlichen Minenfeld sind Anleihen von Emerging Markets Staaten geworden. Nachdem sich Ecuador (Rendite von Anleihen in USD Fälligkeit 2030 = 35,6%) weigerte, seine Auslandschulden zu bedienen, obwohl das Land noch über entsprechende Barmittel verfügte, sind auch Venezuela (2027 = 17,1%), Argentinien (2033 = 24,5%) und die Ukraine (2013 = 28,9%) unter den Verdacht eines drohenden Staatsbankrotts geraten. Russland (2030 = 10%) steht dank seinen Währungsreserven zwar noch besser da, aber seine Grosskonglomerate bezahlen auch bereits Zinsen zwischen 12% und 25% für ihre USD-Schulden. Die Ratings für Staatsschulden der Mongolei oder von Taiwan wurden anfangs 2009 gesenkt und weitere Rückstufungen von EM sind pendent. Als nächster Brandherd könnte sich Osteuropa erweisen, dessen Boom-Wachstum in den letzten Jahren vor allem durch Kredite der Töchter westeuropäischer Banken finanziert wurde. Das Engagement der EU-Institute (Österreich, Italien, Frankreich, Schweden und Griechenland) in diesen Ländern wird auf rund USD 1'500 Mrd. geschätzt. Erschwerend kommt hinzu, dass viele dieser Kredite in Fremdwährungen, u.a. auch in Schweizer Franken gewährt wurden. Der Wertverlust ihrer eigenen Währungen (2008 gegen CHF: Baltikum -7%, BGN -10%, CZK -12%, HUF -15%, ROL -20%, PLN -22%, RUB -25%, TRY -28%), verwandelte die vermeintlich zinsgünstigen Fremdwährungskrediten innert Kürze zu sehr teure Schulden. Dazu kommt der Konjunkturreinbruch im Westen. Deshalb wird ein massiver Anstieg fauler Kredite in Osteuropa erwartet. Dieses Risiko besteht vor allem in den baltischen Staaten, in Ungarn, Rumänien und der Ukraine. In einigen dieser Länder liegt der Anteil von Darlehen in Fremdwährungen bei über der Hälfte.

In Lettland und Estland beträgt er mehr als 80%. In diesem Zusammenhang dürften auch die Swap-Transaktionen der SNB mit der EZB stehen, die letztlich die Versorgung von Polen und Ungarn mit Schweizer Franken bezwecken. Bereits musste der IMF zwei EU-Ländern, Ungarn (USD 15,7 Mrd.) und Lettland (USD 2,4 Mrd.) finanziell beistehen. Dazu kommen weitere Nothilfen an Island (USD 2,1 Mrd.), Weissrussland (USD 2,5 Mrd.), die Ukraine (USD 16,4 Mrd.) und Serbien (USD 402 Mio.). Die bereits gesprochenen USD 39 Mrd. werden aber kaum ausreichen, wie die Forderung des IMF Direktors Strauss-Kahn zeigen, der weitere USD 150 Mrd. an zusätzlichem Kapital für die Unterstützung ärmerer Länder fordert.

### **Existenzgefährdende Sippenhaftung der Privatunternehmen mit dem Staat**

Dazu kommt, dass eine Abstufung der Staatsschuldner auch die Privatschuldner dieser Länder trifft. Diese Sippenhaftung führt dazu, dass selbst vermeintlich erstklassige Industriekonzerne aus solchen Ländern an den internationalen Kapitalmärkten für ihre Schulden höhere Zinsen bezahlen müssen und damit gegenüber Konkurrenten aus bonitätsmässig bessergestellten Ländern ins Hintertreffen geraten. In Fernost klagen Privatunternehmen aber auch Unternehmen aus angesehenen Industrieländern wie Australien oder Südkorea über Refinanzierungsprobleme. Unter Zeitdruck stehen vor allem südkoreanische Firmen, die sich meistens kurzfristig refinanzieren und die deshalb rund 39% ihrer Schulden noch 2009 umschulden müssen. Australische Grosskonzerne hängen in starkem Ausmass von westlichen Geldgebern ab und bangen deshalb um neue Kredite oder Verlängerungen.

Zu den Staatsschuldnern gehören heute nicht nur die eigentlichen Staaten und Kommunen, sondern auch staatlich garantierte Banken. Damit wird der Wettbewerb auf den internationalen Kapitalmärkten noch weiter verfälscht und es dürfte zu einem eigentlichen „**Crowding out**“ kommen. Die Privatschuldner werden angesichts der Megavolumina der Staatsschuldner an die Wand gedrückt. Trotz weltweiten Leitzinssenkungen bezahlen private Schuldner heute teils höhere Zinsen für langfristige Anleihen als zu Beginn der Finanzkrise Mitte 2007. Der Renditevergleich im USD-Bereich zwischen erstklassigen (Moody's AAA-Schuldner), gerade noch solventen Schuldnern (BAA) und Staatsanleihen (USA 10-jährige) zeigt, dass die Privatschuldner heute (15.1.2009) 2,6% mehr als der US-Staat, die kritischen Schuldner sogar 5,7% mehr bezahlen. Noch Mitte 2007 betragen die Risikoaufschläge lediglich 1,6% bzw. 0,7%. Derart hohe Zinsdifferenzen wurden letztmals in den 30er-Jahren registriert. Viele staatliche Konjunkturpakete sind noch nicht umgesetzt, geschweige denn finanziert worden. Es ist nicht auszuschliessen, dass die **Flut der Neuverschuldungen** letztlich zu einem Zinsanstieg führen wird.

### **USA: Staatsschulden nehmen täglich um USD 3'600 Mio. zu!**

Ein spezielles Problem stellen in diesem Zusammenhang die USA dar. Immerhin erreicht die US-Staatsschuld am 30. September 2008 ohne grossen Presserummel den Betrag von USA 10'024'724'896'912 und überschritt damit zum ersten Mal in der Geschichte die USD 10'000 Mrd. Marke. Sie hat sich seit 1997 praktisch verdoppelt. Diese Staatsschuld dürfte in den kommenden Jahren zügig weiter ansteigen. Sie nimmt derzeit täglich um rund USD 3'600 Mio. zu und erreichte am 20. Januar USD 10'644 Mrd. Für 2009 wird ein Budgetdefizit zwischen USD 1200 Mrd. (Congressional Budget Office 8.1.2009) und USD 1700 Mrd. (IFF 18.12.2008)

geschätzt. Alleine in den ersten 3 Monaten des Fiskaljahres 2009, d.h. im vierten Quartal 2008 stellte sich das Budgetdefizit auf USD 485 Mrd. und übertraf damit bereits das Ausmass des Rekorddefizit des Fiskaljahres 2008 von USD 455 Mrd. Ursprünglich war für 2009 ein Defizit von USD 407 Mrd. vorgesehen. Wenn man die angekündigten amerikanischen Finanzspritzen und Garantien pro Kopf der Bevölkerung berechnet, so kommt man bereits heute auf USD 24'000. Der Betrag entspricht etwa dem Neunfachen, was die Kriege im Irak und in Afghanistan bisher gekostet haben. Mit diesem Geld hätte man aber auch rund die Hälfte der ausstehenden US-Hypotheken abbezahlen können.

Die bundesstaatlichen Finanzierungsbedürfnisse der USA werden allein für 2009 auf rund USD 1400 Mrd. veranschlagt, was rund 13% der heutigen Staatschulden von USD 10'600 entspricht. Bezogen auf die Publikumsschulden beträgt der Anstieg sogar 22%. Bekanntlich refinanziert sich die USA zu einem grossen Teil (USD 4'200 Mrd.) bei ihren Sozialwerken. Deren Vermögen dürfte jedoch im Verlaufe der nächsten Jahre sukzessive aufgezehrt werden, so dass sich für den US-Staat auch von dieser Seite her ein zusätzlicher Refinanzierungsbedarf ergibt. Die US-Regierung ist sich dieser Tatsache bewusst und hat im Rahmen ihrer längerfristigen Finanzplanung die Konsequenzen in einer Spezialstudie aufgezeigt. Im Vergleich zum nominellen BIP des Jahres 2008 von schätzungsweise USD 14'200 Mrd. erreicht die Verschuldung insgesamt knapp 75%. Die Publikumsschulden (USD 6'400 Mrd.) stellen sich auf 45%. Für die Finanzierung sämtlicher Rettungs- und Konjunkturpakete und der Budgetdefizite wird die USA möglicherweise sogar bis USD 2'000 Mrd. zusätzliche Schulden aufnehmen. Wenn sich nun die Finanzsituation der staatlichen Sozialwerke, insbesondere des Gesundheitssystems in den nächsten Jahren verschlechtert und der Staat diese nicht mehr als Refinanzierungsquelle anzapfen kann, dann wird er gezwungen sein, sich im In- und Ausland beim Publikum zu verschulden. Die US-Regierung rechnet denn auch damit, dass sich die Publikumsschulden im Vergleich zum BIP bis 2040 mehr als verdreifachen werden und damit den Höchststand während des Zweiten Weltkrieges von 109% mit rund 135% klar übertreffen werden. Bis 2060 soll sich diese Verschuldung zum BIP nochmals verdoppeln, bis 2080 sogar versechsfachen. Damit deutet selbst die US-Regierung den langfristigen Bankrott der US-Staatskasse an, denn wenn die Verschuldung 600% des BIP erreicht, werden alleine die Verzinsung dieser Schuld bei 3% rund 18% des BIP, bei 5% sogar 30% des BIP auffressen. Werden es die grossen drei Rating Agenturen, von denen zwei in den USA domiziliert sind, aber tatsächlich wagen, die AAA-Bonität der Vereinigten Staaten angesichts dieser besorgniserregenden Aussichten in Frage zu stellen?

### **Historisch hohe Auslandabhängigkeit der USA**

Zusehends wird sich aber dennoch die Frage stellen, ob die ausländischen Investoren weiterhin bereit sind, die staatliche Schuldenwirtschaft der USA zu finanzieren. Immerhin befanden sich Ende November 2008 bereits USD 3'086 Mrd. der US-Staatsschulden in ausländischem Besitz. Der Anteil hat somit in den letzten 20 Jahren von 13,5% auf 28,9% der Gesamtschulden zugenommen. Bezogen auf die reinen Publikumsschulden (ohne Verschuldung bei den US-Sozialwerken) nahm der Anteil sogar von 17,3% auf heute 48,2% zu. Wenn man nur die marktgängigen Staatsanleihen zum Vergleich heranzieht, dann wird heute die Mehrheit der US-Staatsschulden von Ausländern gehalten. Dazu kommen weitere Auslandengagements an den US-Pfandbriefinstituten (Fannie Mae, Freddie Mac)

und bei anderen Staatsagenturen. Mitte 2007 (die nächste Statistik über den ausländischen Wertschriftenbesitz per Mitte 2008 wird erst im April 2009 publiziert werden) wurden im Ausland 21.4% dieser Schuldpapiere von ausländischen Investoren gehalten, davon USD 376 Mrd. von China, das zudem für USD 682 Mrd. Staatsschuld-papiere hält und damit der grösste Gläubiger des US-Staates geworden ist. Der Auslandanteil an den übrigen Schulden betrug Mitte 2007 24% bzw. USD 2'738 Mrd. Die USA ist somit stark vom Ausland abhängig geworden und eines Tages könnten die Kapitalströme einen Richtungswechsel einschlagen. Wenn der gleiche Betrag an Auslandgeldern, d.h. über USD 700 Mrd., der in den ersten 11 Monaten 2008 in US-Treasuries floss, abgezogen würde, dann müsste dies schwerwiegende Folgen für die US-Zinsen und den USD-Wechselkurs haben.

### **Extrem tiefe Zinsen bergen hohe Anlagerisiken in sich**

Dort wo es zu keinen Rating-Absenkungen kam, haben die Renditen ein derart tiefes Niveau erreicht, dass bereits eine kleine Gegenbewegung an der Zinsfront, zu Kursverlusten führen würde. Die Renditen der langfristigen US-Staatsanleihen wurden durch die Aufkäufe der US-Fed künstlich auf ein historisches Tief gedrückt, das kaum längerfristig Bestand haben dürfte. 30-jährige Treasuries warfen in den letzten Tagen des Jahres 2008 noch eine Rendite von 2,6%-2,7% ab. Mitte Januar 2009 lag die Rendite bei 2,9%. Es bedarf einer hohen Risikobereitschaft, solche langfristigen Engagements zu derart tiefen Zinssätzen einzugehen, wenn man bedenkt, dass die Inflation in den USA in seit 1990 bei durchschnittlich 2,7% lag. In den 90er-Jahren stellte sich die Inflation auf durchschnittlich 4,5%, im Jahrzehnt zuvor sogar auf 8%. Sollte die Inflation in den kommenden Jahren nicht zuletzt wegen der extrem hohen Geldschöpfung wieder ansteigen, dann resultiert eine negative Realverzinsung und weil dann die Inflationserwartungen ebenfalls ansteigen, werden die Zinsen steigen. Es drohen damit grosse Kursverluste, vor allem auf langfristigen Anleihen. Ein Zinsanstieg um 1% bedeutet beispielsweise für eine 30-jährige USD-Staatsanleihe rein rechnerisch einen Kursverlust von 17%.

Es sind aber nicht nur die grassierenden Staatsschulden, die die Bürgerinnen und Bürger alarmieren müssten. Auch die Notenbanken schlagen mit Milliardenbeträgen um sich. Auch diesbezüglich besteht wenig Transparenz, weil viele dieser kurzfristigen Kredite wieder vom Markt abgezogen, aber auch verlängert und aufgestockt werden. Als Hilfsgrösse lässt sich immerhin anhand der Zunahme der Bilanzsummen der Notenbanken zeigen, dass die zusätzlichen Liquiditätszufuhren der Notenbanken zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte seit Ende 2006 die USD 4'000 Mrd.-Marke erreicht hat. Selbst die Bilanzsumme der SNB hat in den letzten zwei Jahren um CHF 102 Mrd. (+92%) auf CHF 214 Mrd. per Ende 2008 zugenommen. Ob aus dieser Expansion der Staatsschulden und der Notenbankbilanzen ein Inflationsschub entsteht, lässt sich nicht schlüssig vorhersagen, aber auch nicht ausschliessen. Nebst der Überflutung der Kapitalmärkten mit Staatspapieren, Herabstufungen durch Rating-Agenturen könnten auch steigende Inflationserwartungen zu höheren Langfristzinsen führen. Dazu kommen allfällige Währungsverluste oder -aufwertungen, die die Konkurrenzfähigkeit einzelner Volkswirtschaften signifikant verändern könnten. Die gut gemeinten Staatshilfen könnten sich damit letztlich als Boomerang erweisen. Diese Erkenntnis teilt auch der IMF, der sich anfangs 2009 bereits um die Prioritäten der Wirtschaftspolitik nach der Bewältigung bzw. Stabilisierung der Krise in Ost und West zu kümmern begann. Gemäss IMF werden der Umgang mit der erhöhten

Staatsverschuldung und die Verstrickung der Regierungen mit dem Finanzsektor die grössten Herausforderungen sein. Die höheren als bisher erlebten Ausfallquoten und Insolvenzzsummen, die Umschuldungen und Entschuldungen der Privatwirtschaft, angefangen bei den Haushalten bis zu den Unternehmen werden, werden die Regierungen weiterhin stark fordern.