

Langfristig tragfähige Staatsverschuldung

Prof. Dr. Bernd Lucke

Liebe Leserinnen und Leser,

Staatsschulden liegen vor, wenn ein Wirtschaftssubjekt einen Rechtsanspruch auf Zahlung einer bestimmten Anzahl von Währungseinheiten gegenüber einer staatlichen Institution hat. Sind Staatsschulden nach inländischem Recht und in inländischer Währung begeben, ist die Position des Gläubigers grundsätzlich schwächer als in einem privatrechtlichen Schuldverhältnis, weil der Staat der Souverän der Währung ist, in der die Rückzahlung zu leisten ist. Zudem ist er Souverän der Rechtsordnung, nach der der Rechtsanspruch des Gläubigers verbrieft ist. Dem Staat stehen damit Möglichkeiten zur Minderung seiner (realen) Schuldenlast zu Gebote, über die ein privater Schuldner nicht verfügt.

Westliche Demokratien nutzen traditionell eine institutionelle Trennung, um dem Gläubiger glaubhaft zu machen, dass sie ihre Gestaltungsmöglichkeiten nicht zum Nachteil des Gläubigers missbrauchen. In idealer Form folgt diese Trennung dem Prinzip der Gewaltenteilung: Entscheidungen über Verschuldung und Schuldendienst liegen bei der Legislative. Hingegen obliegt die Preisstabilität der Währung dem einzigen Teil der Exekutive, der der Kontrolle der Legislative entzogen ist: Einer unabhängigen Zentralbank. Über die Rechtsordnung schließlich wacht eine unabhängige Judikative, die insbesondere rückwirkende Änderungen von gültig zustande gekommenen Rechtsansprüchen als verfassungswidrig unterbindet.



In der Realität ist **die Gewaltenteilung unvollkommen**: So definiert die **Legislative** das gesetzliche Mandat der Zentralbank und entscheidet über ihr Führungspersonal. Werden der Zentralbank neben der Wahrung der Preisstabilität andere, zumindest gleichrangige Ziele auferlegt, ergeben sich Einflussmöglichkeiten für den staatlichen Schuldner, seinen realen Schuldendienst durch Geldentwertung zu mindern. Eine Verpflichtung der Zentralbank bspw. auf eine Unterstützung der Wirtschaftspolitik, auf eine Förderung des Wachstums, auf den Klimaschutz oder auf ESG-Ziele (Environmental, Social and Governance) kann – gewollt oder ungewollt – eine Schwächung des Preisstabilitätsziels und damit eine reale Teilentwertung der Rechtsansprüche von Gläubigern bewirken.

Auch die **Judikative** ist in der Realität dem Einfluss der Legislative nicht völlig entzogen, denn die Wahl der höchsten Richter erfolgt in den meisten Staaten durch das Parlament oder einen Parlamentsausschuss.

Zudem kann das Parlament entscheiden, ob eine Wiederwahl von Richtern zulässig ist und die Wiederwahlperspektive kann Einfluss auf die Rechtsprechung von Richtern haben.

Eine rückwirkende Änderung verbriefter Rechtsansprüche ist in westlichen Demokratien gleichwohl unwahrscheinlich und würde wohl allenfalls in nationalen Notlagen vor der Judikative Bestand haben.

Anders kann es sich allerdings mit Entscheidungen des Parlaments verhalten, die den nominalen Rückzahlungsanspruch unangetastet lassen, seinen realen oder faktischen Wert jedoch mindern. Dies kann entweder direkt durch enteignungsähnliche steuerliche Maßnahmen (Kapitalertrags- oder Vermögenssteuern) oder indirekt durch wirtschaftspolitische Maßnahmen mit inflationstreibender Wirkung erfolgen.

In funktionierenden Demokratien ist freilich zu berücksichtigen, dass die Legislative nicht nur – und vielleicht noch nicht einmal vorrangig – die fiskalischen Interessen des Schuldners vertritt. Denn politisch ist zumindest die direkt gewählte erste Kammer der Legislative die Vertretung der Bürger und damit auch die Vertretung der Gläubiger des Staates. Allerdings vertritt das Parlament sowohl die Bürger, die Nettosparer sind, als auch die Bürger, die Nettoschuldner sind. **Staatliche Maßnahmen, die staatliche Schuldner entlasten, entlasten auch private Schuldner.** Ist die Gruppe der Nettosparer politisch von untergeordnetem Gewicht oder wird die Ersparnisbildung durch wirtschaftspolitische Maßnahmen zunehmend geschwächt und die private Verschuldung gefördert, dominieren auch politisch die Interessen der Schuldner und fallen mit den Interessen des verschuldeten Staates zusammen. Unter solchen Umständen ist die Position der Gläubiger gegenüber einem staatlichen Schuldner in besonderem Maße geschwächt. Gewaltenteilung, Rechtsstaatlichkeit und Vermögensbildung hingegen stärken diese Position. Sie erschweren es dem staatlichen Schuldner, unter scheinbarer Wahrung der Rechtsansprüche der Gläubiger, diese auszuhöhlen und zu entwerten.



Langfristige Tragfähigkeit von Staatsschulden

Ein staatlicher Schuldner unterscheidet sich von privaten Schuldnern nicht nur durch die Möglichkeit, den Rechtsanspruch seiner Gläubiger in ihrem Realwert zu schmälern. Wesentlich ist auch, dass ein **Staat** im Gegensatz zum privaten Schuldner über einen im Prinzip **unbegrenzten Lebenshorizont und einen ebenso langwährenden Strom von Einkünften verfügt**, insbesondere aus Abgaben seiner Bürger. Diese Einkünfte können – im Rahmen des gesamtwirtschaftlich Vertretbaren – durch Gesetzgebung selbst gestaltet werden. Zudem führt wirtschaftliches Wachstum typischerweise dazu, dass die Einkünfte im langfristigen Mittel real zunehmen.

Der **Staat** hat damit die (im Prinzip unbegrenzte) Möglichkeit, seine Schuldenlast auf künftige Jahre (und Generationen) zu überwälzen. In der Praxis ist es sogar eher selten, dass Staaten ihren Schuldenstand reduzieren: Per Saldo werden Staatsschulden gegenüber dem Privatsektor kaum je zurückgezahlt. Vielmehr werden **alte Staatsschulden lediglich durch neue Staatsschulden ersetzt**.

Die langfristige Tragfähigkeit der Staatsschulden ist daher nichts anderes als die Frage nach der Solvenz eines Staates. Dabei ist „Solvenz“ auf der theoretischen Ebene leicht und präzise zu definieren: Ein Staat ist solvent, wenn die Summe aller bestehenden Zahlungsverpflichtungen eines Staates kleiner oder gleich dem Gegenwartswert aller zukünftigen primären Budgetüberschüsse (Summe aller Einnahmen des Staates abzüglich aller Ausgaben mit Ausnahme der Zinszahlungen auf Staatsschulden) des Staates ist.

Langfristig tragfähige Staatsschulden

Denn in diesem Fall können alle gegenwärtigen Zahlungsverpflichtungen, soweit die gegenwärtigen Einnahmen unzulänglich sind, durch Neuverschuldung finanziert werden. Zur Finanzierung dieser Neuverschuldung stehen Kreditgeber bereit, weil die Summe der diskontierten künftigen Budgetüberschüsse die gesamte Schuldenlast deckt.

Ein solventer Staat kann deshalb nie illiquide werden, denn aufgrund seiner Solvenz kann er sich liquide Mittel durch weitere Verschuldung beschaffen. Im Umkehrschluss ist ein Staat, der in einer Liquiditätskrise steckt, nach Einschätzung maßgeblicher Marktteilnehmer offenbar nicht solvent, d. h. es bestehen zumindest begründete Zweifel an der langfristigen Tragfähigkeit seiner Schuldenlast.

Das Konzept der Solvenz ist wissenschaftlich unumstritten – es ist eine mathematische Trivialität. Seine Anwendung in der Praxis sieht sich jedoch großen Schwierigkeiten gegenüber, weil das Konzept die Kenntnis zukünftiger Größen erfordert: Aller zukünftigen primären Budgetüberschüsse und aller zukünftigen realen Zinssätze (für die Diskontierung).

Naturgemäß müssen diese zukünftigen Größen durch Erwartungen ersetzt werden, die sich oft ihrerseits auf Annahmen und Projektionen stützen. Diese sind schon über einen Zeitraum von wenigen Jahren mit großen Unsicherheiten behaftet. Mit zunehmendem Prognosehorizont gibt es nach heutigem Stand keinerlei auch nur annähernd verlässliche Quantifizierungen mehr – und daran wird sich auf absehbare Zeit auch nichts ändern. Schuldentragfähigkeitsanalysen, die auf das Konzept der Solvenz eines Staates abstellen, sind daher in der Regel kaum mehr als **Ausdruck politischer Wunschvorstellungen**. Diese Wunschvorstellungen sind allerdings, wenn sie erfolgreich als vermeintlich wissenschaftliche Analysen gewandet werden, nicht ohne Einfluss auf das Marktgeschehen. Denn Schuldentragfähigkeitsanalysen, die die Erwartungen von Marktteilnehmern mangels eigenen besseren Wissens beeinflussen, können die Zinssätze auf den Märkten für Staatsanleihen verändern.

Sinken die Zinsen für die Staatsanleihen eines Staates aufgrund eines positiven Tragfähigkeitsausblicks einer prominenten Institution, so erhöht sich der Gegenwartswert der künftigen primären Budgetüberschüsse. Dies nicht wegen höherer Überschüsse, sondern nur weil mit einem geringeren Risikoaufschlag diskontiert wird. Daher kann u. U. die Solvenz wiederhergestellt werden, ohne dass es eine Änderung in den erwarteten Budgetüberschüssen oder sonst eine relevante Entwicklung in den Fundamentaldaten des betroffenen Staates



gegeben hätte. Dies ist nichts Anderes als ein Spezialfall des allgemeinen Phänomens, dass die Solvenz eines Staates von selbsterfüllenden Erwartungen abhängen kann. Zweifeln die Märkte an der Zahlungsfähigkeit eines Staates, so steigen die Zinssätze seiner Staatsanleihen und die Nachfrage nach neu emittierten Anleihen ist unzureichend, weil die Summe der diskontierten primären Budgetüberschüsse sinkt. Zwar weiß niemand, wie groß dieser Gegenwartswert ist, aber man weiß, dass er durch die höheren Zinsen sinkt, d. h. dass eine Insolvenz wahrscheinlicher geworden ist. Damit sind die Erwartungen selbsterfüllend – übrigens natürlich auch im umgekehrten Fall.

Die langfristige Tragfähigkeit von Staatsschulden erweist sich damit im Kern als ein Problem des Erwartungsmanagements. Oder anders: Die **Tragfähigkeit der Staatsschulden ist kein objektives oder objektiverbares Kriterium**. Vielmehr ist sie das Resultat des Bonitäts-Nimbus, der einen Staat umgibt und der von diesem Staat insbesondere durch sein fiskalisches Verhalten, aber auch durch seine politische Verlässlichkeit, marktwirtschaftliche Ausrichtung und nicht zuletzt durch sein Marketing gesteuert werden kann.

Daumenregeln

In Ermangelung eines objektiv feststellbaren Kriteriums für die langfristige Tragfähigkeit von Staatsschulden sind immer wieder „Daumenregeln“ entwickelt und propagiert worden. Solche Daumenregeln sind zur Vereinfachung einer komplexen Situation nicht grundsätzlich unvernünftig, weisen aber zwei wesentliche Schwächen auf: Zum einen unterstellen sie unkritisch den Fortbestand des status quo, zum anderen können interessierte Kreise die alten Regeln relativ leicht durch neu formulierte (und politisch gewünschte) ersetzen, weil die Daumenregeln nicht wirklich eine Verankerung in einem Tragfähigkeitskonzept haben. Einige Beispiele:

a) Eine solche Daumenregel sind die erstmals im Maastrichter Vertrag festgehaltenen Schuldenstands- und Defizitregeln der Europäischen Union. Bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt soll ein Staat maximal 3% Defizit und maximal 60% Schuldenstand haben. Es gibt keine ernstzunehmende inhaltliche Begründung für diese Obergrenzen und es ist hinlänglich bekannt, dass manche Staaten (z. B. Japan mit einer Schuldenquote oberhalb von 200%) allgemein als solvent angesehen werden.

Man kann die (in der Vergangenheit vielfach missachtete) Maastricht-Regel noch nicht einmal damit rechtfertigen, dass man damit dem Vorsichtsprinzip Rechnung trage und zumindest auf der sicheren Seite sei.

Beispiel: Wenn die Zinsen für Staatsanleihen langfristig bei null Prozent liegen, sind 3% Budgetdefizit zugleich 3% Primärdefizit. Würde dies dauerhaft so realisiert, wären weder 60% Staatsschulden noch irgendein anderer Staatsschuldenstand durch den Gegenwartswert künftiger Primärüberschüsse gedeckt. Genauer: Wenn die Zinsen dauerhaft bei Null liegen, kann man nicht dauerhaft Budgetdefizite (und damit Primärdefizite) erwirtschaften – weder in der Höhe von 3% noch überhaupt. In einer solchen Situation ist es zwingend, dass der Staatshaushalt Überschüsse erwirtschaftet.

b) In einer groß angelegten empirischen Untersuchung hat der frühere IWF-Chefökonom Kenneth Rogoff (gemeinsam mit Carmen Reinhart) vor rund zehn Jahren die These aufgestellt, dass Staatsfinanzkrisen entstehen, wenn die Staatsschuldenquote fünf Jahre lang höher als 90% sei – eine weitere Daumenregel. Einmal abgesehen davon, dass es an dieser Behauptung wissenschaftliche Kritik gab (die gibt es bei empirischen Untersuchungen immer), gibt es keinerlei theoretischen Grund, weshalb 90% eine Art Wasserscheide sein sollte – hier erneut der Verweis auf Japan.

Was Reinhart und Rogoff erarbeitet haben, ist eine umfassende Analyse von Erfahrungen aus den letzten 200 Jahren. Es gibt keine Gewähr dafür, dass wir in der Zukunft (bei möglicherweise sehr viel niedrigeren Realzinsen und hoffentlich weniger Kriegen und Revolutionen) ähnliche Erfahrungen machen werden. Wenn ein ehemaliger IWF-Chefökonom eine solche Regel in den Raum stellt, muss man sie wohl eher als einen Versuch der Erwartungssteuerung auch vor dem Hintergrund der damals aufziehenden Eurokrise lesen: Die 60% von Maastricht kann man ignorieren, mehr als 90% sind einige Jahre lang auch noch ok, bitte keine Panik auf den Finanzmärkten – das könnte die eigentliche Botschaft gewesen sein. Aber natürlich auch: Wer dauerhaft fiskalisch unsolid ist, soll von den Märkten abgestraft werden.

c) Angesichts der niedrigen Zinsen rücken IWF und EU-Kommission bereits seit längerem von Schuldenstandsquoten als Daumenregel ab und stellen stattdessen maßgeblich auf den jährlichen Bruttofinanzbedarf (=Staatsdefizit plus fällige Tilgung) eines Staates ab. Die EU gibt zurzeit 15,94% des BIPs als kritischen Finanzbedarf an, der nicht überschritten werden sollte. Wie die Kommission auf diesen Wert gekommen ist, ist hochgradig intransparent und man mag darüber spekulieren, ob der Schwellenwert mit Blick darauf gewählt wurde, dass Griechenlands Bruttofinanzbedarf mit lt. EU-Kommission „über 15%“ offenbar gerade ganz knapp unter der kritischen Marke liegt – Stichwort „Erwartungssteuerung“.

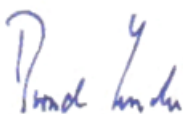
Langfristig tragfähige Staatsschulden

d) Fiskalregeln, die den zu erzielenden Primärüberschuss in Abhängigkeit vom Schuldenstand bestimmen, stellen eine weitere Form von Daumenregeln dar. Man kann beweisen, dass ein Staat unter recht allgemeinen Bedingungen solvent ist, wenn sein Primärüberschuss in jedem Jahr einem festen, positiven Prozentsatz seines Schuldenstandes entspricht. (Dieser Prozentsatz kann beliebig klein sein.) Der Fiskalpakt der EU und weitere EU-Regeln (u. a. in den sog. Sixpack- und Twopack-Regulierungen) lassen sich von diesem Gedanken leiten.

Allerdings kann man aus der bloßen Tatsache, dass ein Staat derzeit eine solche Politik verfolgt, nicht schließen, dass er dies auch in Zukunft tun wird. Eine Fiskalregel ist eine vertrauensbildende Maßnahme gegenüber den Gläubigern, aber ob sie verlässlich befolgt wird, ist ungewiss. Gerichtlich erzwungen werden kann sie zweifellos nicht. Immerhin aber ist der Bruch oder das temporäre Aussetzen der Regel der Reputation des Schuldners abträglich und insofern für diesen mit Kosten verbunden. Eine gewisse disziplinierende Wirkung ist Fiskalregeln daher zuzubilligen.

e) Schließlich sei die einfache Daumenregel erwähnt, dass die Wachstumsrate der nominalen Staatsschulden geringer als die Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts sein solle. Wird dies dauerhaft befolgt, ist die Solvenz eines Staates gewährleistet, weil die Staatsschuldenquote langfristig gegen Null strebt. (Die Schuldenbremse des Grundgesetzes ist von dieser Daumenregel inspiriert.) Aber ähnlich wie bei der vorstehend beschriebenen Fiskalregel kann auch hier aus einer augenblicklichen Befolgung der Regel nicht auf deren dauerhafte Befolgung geschlossen werden. An den Diskussionen um die deutsche Schuldenbremse zeigt sich dies sehr deutlich. Wird die Schuldenbremse zu einem diskretionären Instrument der Finanzpolitik, das konjunkturabhängig bei Bedarf ausgesetzt werden kann, ist ihr vertrauensbildender und erwartungssteuernder Effekt gering. Eine Regel, die nicht strikt befolgt wird, ist wertlos und könnte ehrlicherweise dann auch ganz abgeschafft werden.

Mit besten Grüßen



Univers. Professor Dr. Bernd Lucke
- Wissenschaftlicher Beirat -