



Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2005

Prof. Dr. Ernst Baltensperger

Vom Sinn und Unsinn des Schuldenmachens

Privatschulden, Staatsschulden, Aussenschulden
Plädoyer für langfristige Konsistenz

Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie (Hrsg.)

Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2005

an der Universität St. Gallen

Prof. Dr. Ernst Baltensperger

Vom Sinn und Unsinn des Schuldenmachens

**Privatschulden, Staatsschulden, Aussenschulden
Plädoyer für langfristige Konsistenz**

St. Gallen, August 2005

Herausgeberin: Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie
an der Universität St. Gallen
Bodanstrasse 1, CH-9000 St. Gallen
Internet www.fgn.unisg.ch
Telefon 0041 071 224 23 11
Fax 0041 071 224 28 74

Bezug: Nicht im Buchhandel erhältlich
Bezug über die Herausgeberin

Auflage: 1'300

Copyright: Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie,
August 2005

Druck: Difo-Druck OHG
Laubanger 15, DE-96052 Bamberg

Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung an der Universität St. Gallen



Walter Adolf Jöhr

Die Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesungen finden seit 1988 in jährlichem Abstand an der Universität St. Gallen statt. Ins Leben gerufen wurde diese Vortragsreihe zu Ehren von Professor Dr. Walter Adolf Jöhr (1910 - 1987), der von 1937 an fünfzig Jahre lang an der Universität St. Gallen wirkte. Als Rektor nahm Professor Jöhr in den Jahren 1957 bis 1963 entscheidenden Einfluss auf die Entwicklung der Universität. Die Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie an der HSG wurde von Professor Jöhr gegründet und massgeblich geprägt. Dem Wissenschaftler Walter Adolf Jöhr haben wir verschiedene bahnbrechende Publikationen aus dem Bereich der Volkswirtschaftslehre zu verdanken.

Prof. Dr. Ernst Baltensperger*

Vom Sinn und Unsinn des Schuldenmachens

Privatschulden, Staatsschulden, Aussenschulden

Plädoyer für langfristige Konsistenz

Zum Schuldenmachen haben die Menschen, und das gilt auch für die Ökonomen, häufig ein ambivalentes Verhältnis. Begriffe wie „Schuldenwirtschaft“, „Schuldenstaat“ oder etwa das sprichwörtliche „Schuldenbäuerlein“ sind klar negativ geprägt und deuten unerwünschte Konsequenzen einer (übermässigen) Verschuldung an. „Besser ohne Abendessen zu Bett gehen als mit Schulden aufstehen“ lautet etwa eine (noch vergleichsweise zurückhaltend formulierte) Volksweisheit. Die Europäische Union wurde nach dem EU-Entscheid zur sogenannten „Flexibilisierung“ ihres Stabilitätspakts von der NZZ (am 21. März 2005) als „Schuldenunion“ tituliert. Und dafür, dass dies nicht positiv gemeint war, bürgt die Tatsache, dass der Tag dieser Entscheidung im gleichen Artikel als „schwarzer Sonntag“ bezeichnet wurde. Die Skepsis gegenüber dem Schuldenmachen kann bis hin zu moralischen Vorbehalten führen, so wenn das Geldverleihen gegen Zins als Wucher bezeichnet wird oder gar, wie in gewissen religiösen Traditionen, als etwas Verbotenes beurteilt wird.

Auf der anderen Seite ist ein funktionsfähiges Kreditsystem ein essentielles Element einer effizienten Wirtschaft und sine qua non des mit unseren modernen Volkswirtschaften verbundenen ökonomischen Wohlstands. Finanzintermediäre verschiedenster Art, insbesondere die Banken, machen die Vermittlung von Kreditgeschäften zu ihrer zentralen Aktivität und sind aus unserer Wirtschaftswelt nicht wegzudenken. Bankiers, die ihre Aktiva zu 90 oder mehr Prozent mit Schulden finanzieren, können trotzdem zu den angesehenen Mitgliedern unserer Gesellschaft zählen (und hoffentlich auch

* Volkswirtschaftliches Institut, Universität Bern

ruhig einschlafen und aufwachen, jedenfalls wenn sie sonst nichts auf dem Kerbholz haben).

Woher kommen diese unterschiedlichen Empfindungen, und wie müssen wir mit ihnen umgehen? Was trennt die sinnvolle, verantwortungsbewusste Verwendung von Kreditinstrumenten von ihrem unverantwortlichen Gebrauch? Mit diesem Spannungsverhältnis will ich mich in diesem Vortrag auseinandersetzen. Ich will meine Überlegungen dann auf zwei zentrale wirtschaftspolitische Problembereiche anwenden, die Staatsverschuldung einerseits und die internationale Verschuldung andererseits.

Die ökonomische Funktion des Kredits und des Schuldenmachens

Das Volumen und die Komplexität der Kredittransaktionen ist über die Jahrzehnte hinweg immens gewachsen. Der Akt der Kreditgewährung und der Verschuldung als solcher hingegen ist vermutlich so alt wie die menschliche Gesellschaft. Kredit gewähren heisst, ein Objekt oder einen Anspruch auf ein solches (z.B. auf eine bestimmte Summe an Geld) an jemanden abtreten, im Austausch für den Anspruch auf spezifizierte Gegenleistungen (z.B. bestimmte Geldsummen) zu festgelegten Terminen in der Zukunft. Kreditaufnahme – Verschuldung – ist einfach die andere Seite derselben Münze.

Der Kreditmarkt ist also ein Markt für den intertemporalen Tausch. Man gibt heute etwas auf im Tausch für eine Gegenleistung morgen. Die zukünftige Rückzahlung schliesst dabei typischerweise eine über die ursprüngliche Zahlung hinausgehende Prämie ein, den Zins. Der Zinssatz spielt die Rolle des relativen Preises im Markt für den intertemporalen Tausch. In dieser ökonomischen Transaktion liegt grundsätzlich gewiss nichts Anstössiges, auch nichts besonders Auffälliges. Und doch birgt sie viel Sprengstoff.

Die Möglichkeit intertemporaler Tauschhandlungen wirkt grundsätzlich nutzensteigernd, genau wie der freiwillige Tausch im allgemeinen. Der Grund dafür liegt im Kern darin, dass die Verteilung ihres Konsums über die Zeit hinweg für die Wirtschaftsteilnehmer wichtig ist, dass sie etwa zwischen einer sehr ungleichen Verteilung und einer völlig gleichmässigen Verteilung einer gegebenen Gesamtkonsummenge über die Zeit nicht indifferent sind.

Diese für die Erklärung des Kredits fundamentale Vorstellung der „Zeitpräferenz“¹ hat Irving Fisher (1930) als erster modellmässig sauber erfasst, indem er datierte Konsummengen als separate Argumente der Präferenzfunktionen der Wirtschaftsteilnehmer identifizierte. Die optimale Verteilung des Konsums über die Zeit wird für ein Individuum häufig nicht mit dem zeitlichen Profil seines erwarteten Einkommensstroms identisch sein. Die Existenz eines Kreditmarktes, also die Möglichkeit intertemporaler Tauschhandlungen, ermöglicht die Umformung dieses Stroms in einen bevorzugten Strom – Vorwegnahme zukünftiger Einkommen durch Kreditaufnahme und Verschuldung oder Übertragung gegenwärtiger Einkommen in die Zukunft via Kreditgewährung. Mit der Ausnutzung intertemporaler Produktionsmöglichkeiten (Kapitalakkumulation) und einer entsprechenden Endogenisierung des erwarteten zukünftigen Einkommensstroms erlaubt die Existenz eines Kreditmarktes ausserdem die Wahl einer besseren Investitionsentscheidung, welche letztlich wiederum ein höheres Wohlstandsniveau zulässt. Der Kreditmarkt ermöglicht also, kurz gesagt, eine überlegene Allokation von Inputs und Outputs, analog zum Tausch auf anderen Märkten, und zwar speziell in zeitlicher Hinsicht.

Nicht selten wird die Unterscheidung zwischen Kreditaufnahme für investive Zwecke und Kreditaufnahme für Konsum als Abgrenzungskriterium zwischen „zulässigen“ und „problematischen“ Kreditgeschäften herbeigezogen. So ist etwa in der Diskussion um den Stabilitätspakt der EU vorgeschlagen worden, Investitionsausgaben bei der Berechnung (un)zulässiger Defizite auszuklammern. Diese Unterscheidung ist aber so nicht richtig und erfasst nicht das Essentielle. Auch konsumptive Kredite können sinnvoll sein, und auch investive Kredite können problematisch werden. Es geht in beiden Fällen um die Frage des richtigen Masses.

Die intertemporale Budgetrestriktion und ihre Durchsetzbarkeit

Zentral für Kredittransaktionen ist die Frage, ob und wie der Schuldner dazu gebracht werden kann, den von ihm eingegangenen Verpflichtungen wirklich nachzukommen. Dies hat essentiell mit der zeitlichen Natur dieses Geschäfts zu tun. Das zukünftige Rückzahlungspotential des Schuldners unterliegt praktisch immer gewissen Zufallseinflüssen. Zudem hat der Schuldner im Prinzip einen starken Anreiz „sich davonzuschleichen“, wenn er einmal seinen Kredit erhalten hat. Entsprechendes Verhalten kann von

¹ Hier in einer allgemeinen und neutralen Weise aufgefasst, welche nicht notwendigerweise Präferenz für Gegenwartskonsum über Zukunftskonsum impliziert.

der Verminderung seiner Anstrengungen zur Erhaltung seiner Rückzahlungsfähigkeit über die Missrepräsentation seiner tatsächlichen finanziellen Verhältnisse bis zum Betrug im eigentlichen Sinne reichen. Welche Mechanismen sorgen dafür, dass Kreditverträge durchsetzbar bleiben und eingehalten werden? Es ist klar, dass potentielle Kreditgeber nur dazu gebracht werden können, Kredit zu gewähren und Kreditmärkte nur entstehen und funktionieren können, wenn diesbezüglich eine hinreichende Sicherheit besteht. Andernfalls versagen sie und können damit ihre grundsätzlich wohltuende wirtschaftliche Wirkung nicht entfalten. Wenn dies in gesamtwirtschaftlich bedeutendem Umfang geschieht, können massive Störungen der Volkswirtschaften und der Weltwirtschaft entstehen.²

Grundsätzlich ist das Kreditaufnahmepotential begrenzt durch die zukünftige Zahlungsfähigkeit des Schuldners, also durch seinen zukünftigen Einkommensstrom einschliesslich der Ergebnisse seiner Investitionsaktivitäten. Wenn wir zunächst, etwas abstrakt, diesbezüglich sowie auch in Bezug auf seine Bereitschaft zur Kontrakterfüllung („Ehrlichkeit“) vollkommene Gewissheit unterstellen, ist die intertemporale Budgetrestriktion leicht formulierbar: Sie wird durch den Gegenwartswert des (lebenslangen) Einkommens- und Ertragsstroms des Schuldners begrenzt. Komplexer wird die Sache, wenn die Zukunft mit Unsicherheit behaftet und der Wille zur (vollen) Vertragserfüllung nicht über alle Zweifel erhaben ist. In der Realität ist das eine oder andere praktisch immer der Fall. Dies schafft die Möglichkeit von Zahlungsausfällen und Kreditrisiken. Gläubiger sind üblicherweise bereit, eine gewisse Ausfallwahrscheinlichkeit im Austausch für eine Risikoprämie zu akzeptieren. Die Bereitschaft zur Kreditgewährung wird aber natürlich durch das Ausfallrisiko und seine Abhängigkeit von der Verschuldungshöhe beeinflusst und begrenzt. Ein grösseres Kreditvolumen erhöht die Ausfallwahrscheinlichkeit auf zwei Wegen: Erstens wächst die Wahrscheinlichkeit dafür direkt, dass die zukünftigen Zahlungsverpflichtungen die (unsichere) Rückzahlungsfähigkeit überschreitet. Zweitens nimmt der Anreiz „sich davonzuschleichen“ mit zunehmender Rückzahlungsverpflichtung zu (moral hazard). Ebenso nimmt der Anreiz dazu ab, zusätzliches Zukunftseinkommen zu generieren, da die Früchte entsprechender Anstrengungen im Insolvenzfall dem Gläubiger zufallen.³

² So spielt für eine mögliche Erklärung der Grossen Depression der 1930er Jahre die damalige Krise des Finanz- und Kreditsystems eine zentrale Rolle, vgl. etwa Bernanke (1983).

³ Von einem gewissen Punkt an sind die zusätzlichen Kreditrisiken einer Kreditvolumenerhöhung überhaupt nicht mehr durch höhere Zinsprämien kompensierbar. In der Literatur wurde dabei früher häufig – m.E. in unglücklicher Wortwahl – von Kreditrationierung gesprochen. Vgl. dazu Baltensperger (1978)

Die ökonomische Kreditmarktliteratur der vergangenen 25 Jahren hat sich intensiv mit der Frage befasst, welche Mechanismen und Techniken dazu beitragen können, Kreditverträge durchsetzbar und kalkulierbar und damit Kreditmärkte funktionsfähig zu machen. Das rasante Wachstum der Finanzmärkte während der vergangenen Jahrzehnte zeugt davon, wie massiv die Anreize zur Überwindung dieser Friktionen und das dahinter stehende Wohlstandspotential des intertemporalen Tauschs sein müssen (vgl. Abbildung 1). Zu den wichtigsten Instrumenten, die hier zu nennen sind, gehören gesetzliche Normen des Schuld- und Konkursrechts und Institutionen ihrer Durchsetzbarkeit, die Einforderung und Stellung von Sicherheiten, Haftungsregeln für Eigenkapital, soziale Stigmatisierung und ähnliche Sanktionen, und die Drohung des Ausschlusses oder der Diskriminierung bei zukünftiger Kreditmarktpartizipation. Ganz zentral sind in diesem Zusammenhang aber auch Aspekte der Reputation und Glaubwürdigkeit, und diesen will ich mich im folgenden speziell zuwenden. Je länger und je deutlicher ein Schuldner seine Ehrlichkeit und Zuverlässigkeit in der Vergangenheit unter Beweis gestellt hat, umso grösser wird das Vertrauen in ihn für Gegenwart und Zukunft. Eine freiwillige Begrenzung der Verschuldungshöhe, welche die Wahrscheinlichkeit dafür stärkt, dass es auch in der Zukunft nicht zu Zahlungsschwierigkeiten und Ausfällen kommt, kann als Versicherung zum Schutz dieses „Vertrauenskapitals“ gesehen werden.

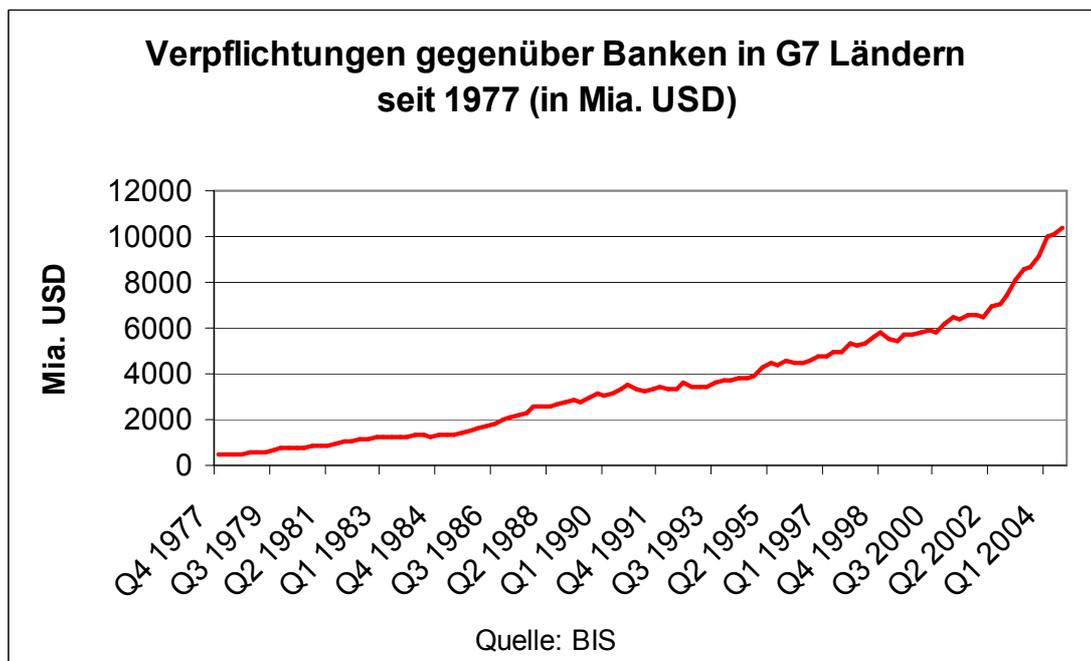


Abbildung 1: Verpflichtungen gegenüber Banken in G7 Ländern

Ein allzu aggressives Ausreizen des eigenen Verschuldungspotentials umgekehrt kann leicht zu dessen Erosion führen und später nur mit Mühe und grossen Kosten wieder korrigierbar sein. An dieses Tradeoff sollte man immer denken, wenn man von den Grenzen und den Kosten der Verschuldung spricht.

Finanzmärkte bleiben so oder so naturgemäss Märkte, welche stark auf gegenseitiges Vertrauen setzen und von Erwartungen abhängig sind. Sie sind deshalb leicht verletzbar und in hohem Mass fragil. Entstehen Vertrauensprobleme auf breiter Basis, können sie leicht ins Wanken kommen und makroökonomische Verwerfungen und Krisen auslösen. Die Suche nach Arbeits- und Rahmenbedingungen, welche die Stabilität des Finanzsystems möglichst gut gewährleisten, ohne seine Effizienz und Leistungsfähigkeit übermässig zu beeinträchtigen, ist deshalb ein wichtiges Thema, welches Wissenschaft, Politik und Gesetzgebung immer wieder beschäftigt. Es ist aber in dieser allgemeinen Form nicht das Thema, welches ich zum Gegenstand dieses Vortrags machen will.

Ich will stattdessen die bis jetzt allgemein formulierten Überlegungen auf zwei zentrale wirtschaftspolitische Problembereiche anwenden, welche heute häufig Gegenstand öffentlicher Debatten bilden und bei denen exakt das eben geschilderte Tradeoff im Mittelpunkt steht: Die Staatsverschuldung (auch in der impliziten Form nicht vorfinanzierter zukünftiger Leistungsversprechen des Staates) einerseits und die internationale Verschuldung (wie sie etwa in den heute so häufig zitierten Leistungsbilanzdefiziten der USA zum Ausdruck kommt) andererseits. Beide sind zudem mit einer gewissen ihnen eigenen Besonderheit verbunden: Die Staatsverschuldung mit der Fähigkeit des Staates zur zwangsweisen Erhebung von Abgaben (Steuermonopol), die internationale Verschuldung mit der besonderen Schwierigkeit der Durchsetzbarkeit von Schuldverträgen im internationalen Kontext (beschränkte Reichweite internationaler Gerichtsbarkeit), speziell wenn ausländische, souveräne Staaten involviert sind.

Staatsverschuldung

Bei der Staatsverschuldung kommt die eingangs erwähnte Ambivalenz gegenüber dem Schuldenmachen besonders deutlich zum Ausdruck. Sehr unterschiedliche Beurteilungen sind hier anzutreffen. Auf der einen Seite ist sie Gegenstand besonders häufiger Kritik und Ermahnung, andererseits aber ebenso oft Gegenstand von Verharmlosung und Bagatellisierung. „Wir

schulden sie ja nur uns selber“, pflegte man etwa früher nicht selten zu sagen. Angesichts der heute in vielen Ländern existierenden horrenden staatlichen Schuldenlast sind allerdings Warnungen nicht nur nachvollziehbar, sondern in höchstem Mass angezeigt. Trotzdem: Es gilt auch hier, wie in der allgemeinen Betrachtung, dass die Staatsverschuldung nicht per se problematisch und abzulehnen ist, sondern nur ihr übermässiger Gebrauch. Auch die Bürger in ihrer Gesamtheit können, in ihrer Eigenschaft als Steuerzahler und Empfänger staatlicher Leistungen, Sparen oder Entsparen wollen, beispielsweise zur Verstetigung des Konsums angesichts konjunktureller Schwankungen oder zur Finanzierung produktivitätssteigernder öffentlicher Infrastrukturen. Der Staat als ihr Agent muss dann für sie im Privatsektor Partner finden, welche als Gläubiger solche Kredite finanzieren. Doch welche Grenzen definieren den übermässigen Gebrauch dieses Instruments? Eine Schwierigkeit liegt hier darin, dass diese Grenzen von Präferenzen der Bürger, von ihrer Bereitschaft, Steuerlasten zugunsten der Finanzierung von Zins- und Schuldendienst zu tragen, abhängig sind. Es kann daher keine einfach zu berechnenden, numerischen Werte für diese Grenzen geben; die Suche nach solchen ist illusorisch.⁴

Zentral ist folgendes: Die staatliche Finanzpolitik muss langfristig konsistent angelegt und durchhaltbar sein. Nur dann ist sie glaubwürdig und vermag bei den Marktteilnehmern feste, zuverlässige Erwartungen bezüglich der künftigen fiskalischen Rahmenbedingungen zu schaffen. Solche Erwartungen sind aber für Zukunftsentscheidungen aller Art von grösster Wichtigkeit. Eine Finanzpolitik, welche den Bedingungen der langfristigen Konsistenz nicht genügt, trägt den Keim der Instabilität und des wirtschaftlichen Misserfolgs in sich. Einnahmen- und Ausgabenstrukturen, welche nicht mit langfristigem („strukturellem“) Budgetausgleich vereinbar sind, führen zu trendmässig wachsender Staatsverschuldung. Ist das Schuldenwachstum stärker als das allgemeine Wirtschaftswachstum, ergibt sich eine instabile, „explosive“ Situation, welche früher oder später korrigiert werden muss, sei es durch Ausgabenkürzungen, Steuererhöhungen oder beides. Unter der Ungewissheit, wann und wo diese Korrekturen erfolgen, leidet die Glaubwürdigkeit der ganzen Politik. Es entsteht ein Verlust des Vertrauens in die Bonität und Zukunft des Staates und der Wirtschaft überhaupt. Resultat sind die Befürchtung zusätzlicher Steuerbelastungen, eventuell auch Inflationserwartungen, Zinserhöhungen (Risikoprämien) und eine Schwächung von Konsum und Investitionen. Bei einem in dieser Richtung wenig glaub-

⁴ Insofern sind etwa die fixen Verschuldungsgrenzen (von 60 Prozent des BIP), welche der Stabilitätspakt der EU vorschreibt, willkürlich. Trotzdem ist aber dieser Stabilitätspakt in seiner Grundidee sinnvoll.

würdigen Staat ist die Gefahr gross, dass die Wirtschaftsteilnehmer solchen Entwicklungen in ihren Erwartungen eine hohe Wahrscheinlichkeit zuordnen und so in eine „Zeitinkonsistenzfalle“ hineingeraten.⁵

Auf einen Punkt sei speziell hingewiesen: Ein Schuldenwachstum gemäss der trendmässigen Wachstumsrate der Wirtschaft ist konsistent mit einer konstanten Verschuldungsquote. Welche Schuldenquote „tragbar“ ist, ist von Präferenzen der Bürger abhängig (von ihrer Bereitschaft zum Einkommensverzicht zugunsten von Schulden- und Zinsendienst). Aber: Je niedriger die Schuldenquote, umso leichter fällt es den Wirtschaftsteilnehmern, vorübergehende Abweichungen davon als temporäres Phänomen einzustufen. Dadurch wird nicht zuletzt die Fähigkeit der Wirtschaftspolitik erhöht, die Fiskalpolitik im Bedarfsfall, etwa in einer schweren Konjunkturkrise, als Stabilisierungsinstrument einzusetzen. Eine geringe Verschuldungsquote hat in diesem Sinn sozusagen „Versicherungscharakter“. Ebenso tragen ein mässiger Rückgriff auf dieses Stabilisierungsinstrument sowie institutionelle Vorrichtungen zur Verhinderung unkontrollierter Verschuldung, etwa ein Stabilitätspakt, eine Schuldenbremse oder andere Instrumente der Selbstbindung, zur Vertrauensbildung bei.

Grundtatsache ist: Heute eingegangene Budgetdefizite bedingen morgen Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen in noch grösserem Umfang, also zusätzlichen Zwang zu Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen, ziehen also vermehrte Einschränkungen der finanzpolitischen Bewegungsfähigkeit für die Zukunft nach sich. Daran führt kein Weg vorbei. Die Politik wird so mit „morgen“ zu lösenden Verteilungsentscheiden und den damit verbundenen gesellschaftlichen Spannungen belastet. Dies gilt nicht nur für Verschuldung zu Konsumzwecken, sondern ebenso für Verschuldung zur Finanzierung öffentlicher Investitionen. Öffentliche Investitionsprojekte, beispielsweise für Verkehrsinfrastrukturen, erzeugen ja typischerweise nicht Gelderträge, welche in die allgemeine Staatskasse einfliessen, sondern Erträge in der Form öffentlicher Güter und Dienstleistungen zugunsten der Staatsbürger. Wie bereitwillig künftige Generationen als Steuerzahler sich an der Finanzierung eines entsprechenden Schuldendienstes beteiligen, dürfte davon abhängen, wie positiv (oder negativ) sie diese Leistungen beurteilen. Investitionsprojekte, auch solche des Staates, sind diesbezüglich stets grosser Ungewissheit unterworfen. So oder so müssen sie, werden sie heute durch Verschuldung finanziert, durch die künftigen Steuerzahler

⁵ Kydland and Prescott (1977)

getragen werden und können deshalb leicht zu finanzpolitischen Spannungen und Auseinandersetzungen, etwa über die angemessene Form der Besteuerung und die Verteilung von Steuerlasten, in der Zukunft führen. Hier liegt meines Erachtens ein zentraler Kostenaspekt der Staatsverschuldung, welcher häufig zu wenig deutlich gesehen wird. Wir schulden als Nation die Staatsschuld zwar nur „uns selber“. Dies ist soweit richtig. Aber wer ist „wir“? An Beispielen von Ländern, deren Wirtschaftspolitik durch die Problematik struktureller Defizite und stets wachsender Verschuldung extrem belastet, ja geradezu gelähmt worden ist, mangelt es in Gegenwart und Vergangenheit nicht. Dass wir auch in der Schweiz heute inmitten einer solchen Entwicklung stehen, ist fast eine Binsenwahrheit (vgl. Abbildungen 2 und 3).

Noch bedeutend schlechter als offiziell ausgewiesen stellt sich die Lage der öffentlichen Finanzen in der Schweiz und in zahlreichen anderen Ländern dar, wenn neben der expliziten Staatsverschuldung auch die implizite Staatsverschuldung mit berücksichtigt wird, welche durch nicht kapitalmässig gedeckte öffentliche Zahlungsverpflichtungen, insbesondere für Pensionen und Sozialversicherungen, geschaffen worden ist. So zeigt die neueste Studie zur Generationenbilanzierung für die Schweiz⁶ eine implizite Staatsschuld von zusätzlichen 24 % des BIP und eine „Nachhaltigkeitslücke“ zu Lasten künftiger Generationen von insgesamt 64 %. Welchen

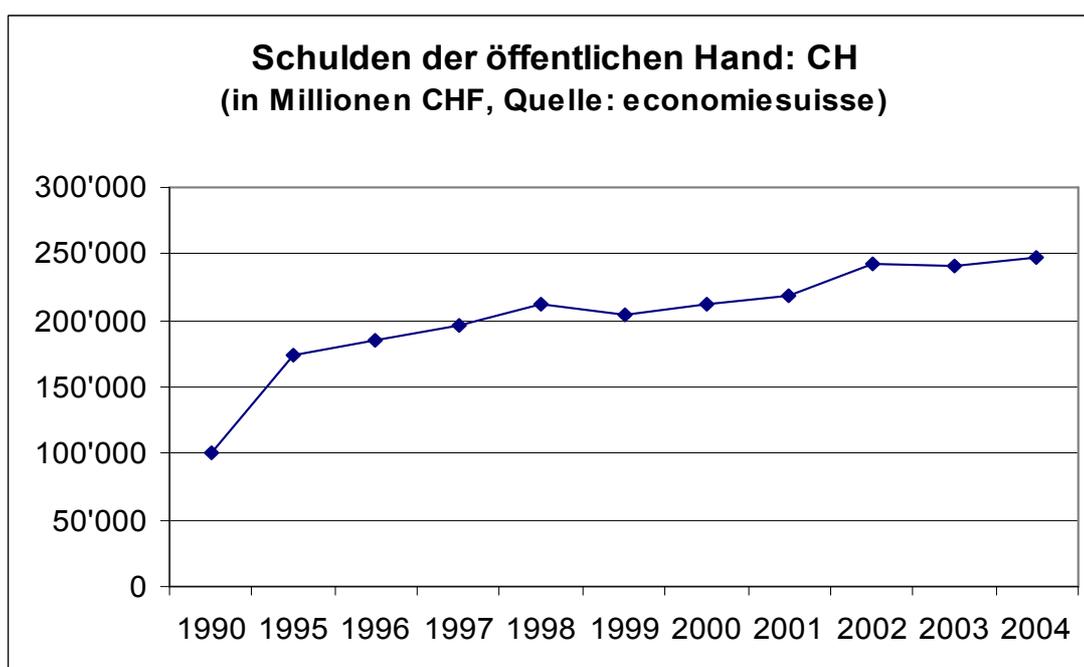


Abbildung 2: Schulden der öffentlichen Hand: CH

⁶ Borgmann und Raffelhüschen (2004)

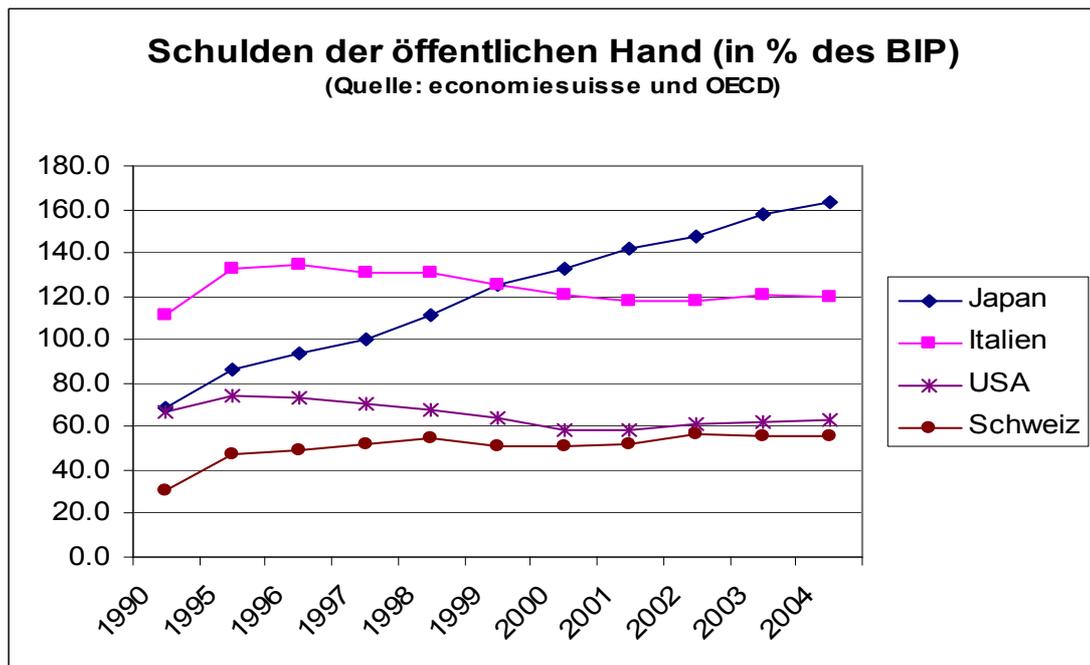


Abbildung 3: Schulden der öffentlichen Hand

Belastungsfaktor dies für die Politik und alle ihre zukunftsgerichteten Entscheidungen bedeutet, illustriert die gegenwärtige Auseinandersetzung um AHV und andere Sozialversicherungen.⁷

Ein kleiner Exkurs über Umlage- und Kapitaldeckungsverfahren zur Finanzierung der Altersvorsorge

Gestatten Sie mir einen kleinen Exkurs über das Umlage- und das Kapitaldeckungsverfahren zur Finanzierung der Altersvorsorge, weil dies sehr direkt mit der besprochenen Thematik zu tun hat. Nicht selten herrschen falsche Vorstellungen über die Vorzüge und Schwächen dieser beiden Finanzierungssysteme vor. In beiden Systemen ist es nämlich klar, dass die Renten der Alten letztlich aus dem von den Erwerbstätigen erwirtschafteten Sozialprodukt geleistet werden müssen. Daran führt kein Weg vorbei. Ob das Kapitaldeckungsverfahren gesamtwirtschaftlich zu vermehrter Kapitalbildung und zu höherem Wirtschaftswachstum führt, bleibt umstritten und unklar.

Das Kapitaldeckungsverfahren bringt einem Land mit alternder Bevölkerung, wie wir sie in der Schweiz und zahlreichen anderen westlichen Ländern heute vorfinden, allerdings den Vorteil, dass es die über die Kapitaldeckung akkumulierten Mittel international diversifiziert anlegen kann und

⁷ Die Tatsache, dass die Schweiz selbst mit diesem unbefriedigenden Ausweis im internationalen Vergleich verhältnismässig noch günstig dasteht, kann nur als schlechter Trost dienen.

damit auf das höhere Wachstums- und Ertragspotential von Ländern mit „jüngerer“ Bevölkerung zugreifen kann. Die Anlagevorschriften für die Vorsorgeeinrichtungen dürfen aber natürlich nicht so restriktiv sein, dass diese Möglichkeit gar nicht genutzt werden kann, wenn man von diesem Vorteil profitieren will.

Darüber hinaus liegt der Unterschied zwischen den beiden Systemen in der unterschiedlichen politischen und rechtlichen Natur der Ansprüche und Pflichten. In einem Umlagesystem sind diese in weit stärkerem Mass der Willkür des politischen Prozesses ausgesetzt. Dies schafft Unsicherheiten, die lähmend wirken können, wenn Verteilungskonflikte in die Zukunft verschoben werden. Ein Umlagesystem, wie die AHV in der Schweiz oder ähnliche Vorsorgesysteme vieler anderer Länder, schafft Zahlungsverprechungen für die Zukunft, welche durch die AHV-Beiträge der zukünftigen Erwerbstätigen finanziert werden müssen. In einer „jungen“, wachsenden Bevölkerung ist dies kein Problem. In einer alternden Bevölkerung mit entsprechend niedrigem Wirtschaftswachstum, wie sie die Schweiz und die meisten anderen europäischen Länder heute aufweisen, entstehen so jedoch leicht ungedeckte staatliche Leistungsversprechungen, welche ökonomisch einer impliziten Staatsschuld gleichgesetzt werden können. Ihre Finanzierung bleibt vorerst noch ungeklärt. Wie bei einer expliziten Staatsverschuldung muss aber früher oder später entschieden werden, wie der dadurch implizierte Konflikt gelöst wird. Werden die in der Vergangenheit eingegangenen Leistungsversprechungen nicht voll honoriert? Werden sie honoriert und durch zusätzliche, ursprünglich nicht deklarierte Abgaben (höhere AHV-Beiträge, allgemeine Steuerquellen) der zukünftigen Erwerbstätigen finanziert? Oder werden letztere über längere Arbeitszeiten bzw. eine Erhöhung ihres Pensionsalters zu mehr Leistung gezwungen? Ungewissheit über solche Entscheide wirkt genau wie andere ungelöste, auf die Zukunft verschobene Fiskalentscheidungen.

In einem reinen Kapitaldeckungsmodell mit funktionierenden Kapitalmärkten und einer inflationsfreien Währung sind solche Entscheide von Anfang an geklärt. Das heisst nicht, dass das Kapitaldeckungsverfahren feste Rentenansprüche bzw. Renditen versprechen kann. Gesamtwirtschaftliche Risiken sind immer präsent und lassen sich nicht wegzaubern. Aber die Verteilung dieser Risiken ist über die anfangs eingegangenen Verträge festgelegt. Die staatliche Finanzpolitik und das Politsystem bleiben von den entsprechenden Spannungen und Konflikten verschont und bewahren ihre

Handlungsfähigkeit. Dies ist meines Erachtens der wahre Vorteil des Kapitaldeckungsverfahrens.

Wenn, wie dies für die öffentlichen Pensionskassen mit Leistungsprimat in der Schweiz zum Teil zutrifft, die eingegangenen Leistungsversprechungen durch die Kapitalreserven nicht voll gedeckt sind, ergeben sich natürlich in entsprechendem Ausmass die gleichen Probleme wie beim Umlageverfahren. Dafür kann man aber nicht das Kapitaldeckungsverfahren an sich verantwortlich machen, sondern nur dessen mangelnde Umsetzung.

Im Bereich der Altersvorsorge sollten daher dringend verbindliche und glaubwürdige Zukunftsentscheidungen getroffen werden. Solche vermöchten die Gesellschafts- und Wirtschaftspolitik in hohem Mass zu entlasten und könnten massiv zu Vertrauensstärkung und zur Rückgewinnung eines positiven Konsum- und Investitionsklimas beitragen.⁸

Internationale Verschuldung

Auch im internationalen Kontext gilt: Kreditgewährung und Verschuldung können grundsätzlich sinnvoll, ja im Hinblick auf einen effizienten Einsatz der uns zur Verfügung stehenden Ressourcen unabdingbar, sein. Auch Länder in ihrer Gesamtheit können Sparen oder Entsparen, also Konsum über die Zeit hinweg umverteilen wollen, und der Export von Kapital in Länder und Regionen, wo es vergleichsweise produktiver eingesetzt werden kann, ist letztlich offensichtlich für alle von Vorteil.

Gleichwohl werden internationale Verschuldung und internationaler Kapitalverkehr häufig mit Argwohn betrachtet und für eine Vielfalt ökonomischer Risiken und Fehlentwicklungen verantwortlich gemacht, von Devisenmarkt- und Wechselkurssturbulenzen über die Verursachung von Finanzkrisen bis hin zur Armut der Drittweltländer. Und dies nicht immer zu Unrecht.

Die Wahrheit ist auch hier: Internationale Verschuldung ist an sich weder gut noch böse. Richtig benutzt wirkt sie klar positiv. Im übermässigen, un-

⁸ Schliesslich noch ein Wort zu der (bei Politikern in manchen Ländern relativ beliebten) Entschuldung durch Privatisierungen. Hier wird häufig unsorgfältig argumentiert. Der Verkauf (bisheriger) Staatsbeteiligungen an Private ist für sich allein genommen nämlich einfach ein Aktivtausch, welcher die Nettoverschuldung resp. das Nettovermögen des Staates und seine Haushaltsituation per se nicht verändert. Das ökonomische Argument für Privatisierungen muss letztlich darin bestehen, dass die betroffenen Aktivitäten vom Privatsektor effizienter ausgeübt werden und der Verbleib im Staatseigentum der effizienten Bewirtschaftung dieser Bereiche hinderlich ist. Der Übergang in private Hände impliziert dann eine Wertsteigerung und vermag in diesem Ausmass einen Beitrag zur Verbesserung der Finanzsituation des Staates zu leisten.

verantwortlichen Gebrauch hingegen kann sie ebenso verhängnisvoll werden. Die Grundproblematik liegt auch in diesem Fall darin, dass Verschuldung heute Gegenleistungen morgen verursacht und deshalb, wenn der internationale Verschuldungsmarkt vertrauenswürdig und funktionsfähig bleiben soll, langfristig konsistentes Handeln voraussetzt.

Daraus folgt nicht, dass ein Land nicht über lange Zeiträume hinweg ein Leistungsbilanzdefizit ausweisen kann, wie das etwa für die USA seit vielen Jahren zutrifft (vgl. Abbildung 4). Dies wird oft falsch gesehen. Der Leistungsbilanzausgleich („die Beseitigung aussenwirtschaftlicher Ungleichgewichte“) als wirtschaftspolitisches Ziel beschäftigt manche Beobachter zu Unrecht in häufig fast obsessiver Weise. Ein Leistungsbilanzdefizit bedeutet zwar, dass das betreffende Land sich gegenüber der Aussenwelt zusätzlich verschuldet (bzw. dass der Rest der Welt ihm in diesem Umfang Kredit gewährt). Das ist aber kein Problem an sich, genau so wenig wie es ein Problem ist, wenn eine Bank sich durch Entgegennahme von zusätzlichen Einlagen stetig weiter verschuldet. Solange das Schuldnerland mit den geliehenen Mitteln Erträge erwirtschaftet oder sich durch die Bereitschaft zum zukünftigen Konsumverzicht in die Lage versetzt, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, ist alles in Ordnung. (Zu den Auslandvermögens- und -verschuldungspositionen der Schweiz und der USA, vgl. Abbildungen 5 – 8).

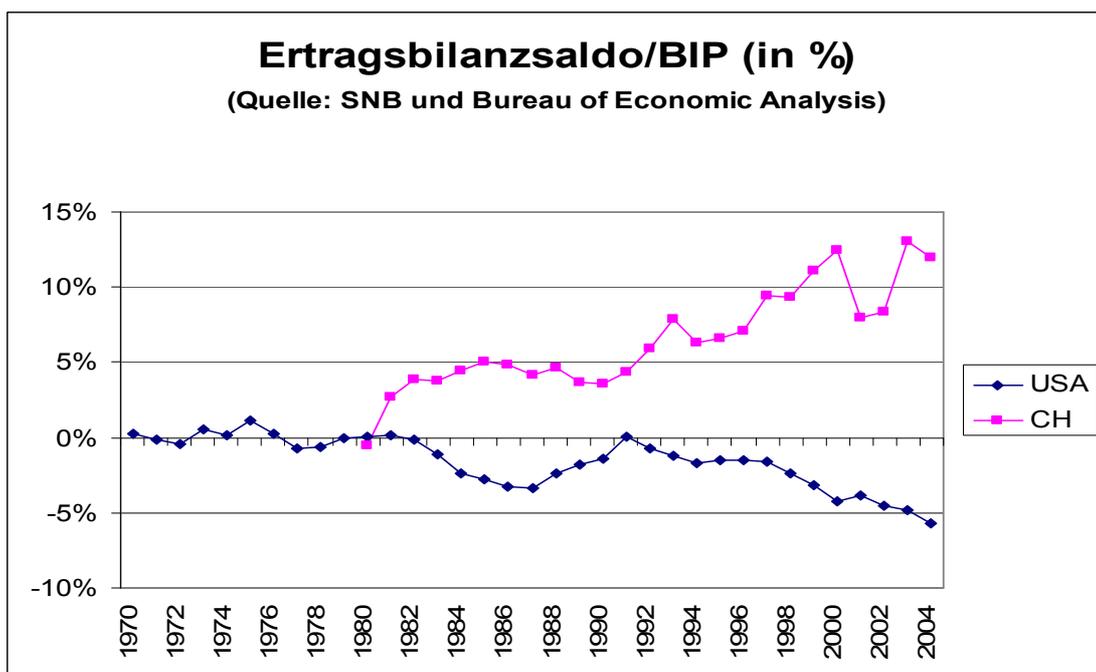


Abbildung 4: Ertragsbilanzsaldo/BIP

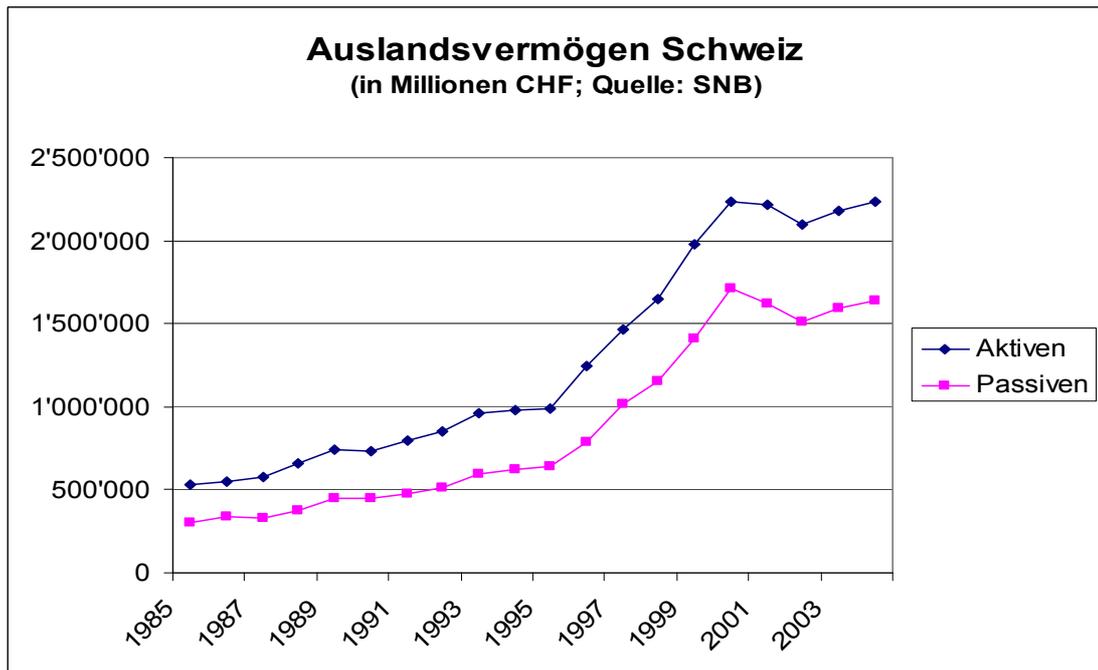


Abbildung 5: Auslandsvermögen Schweiz

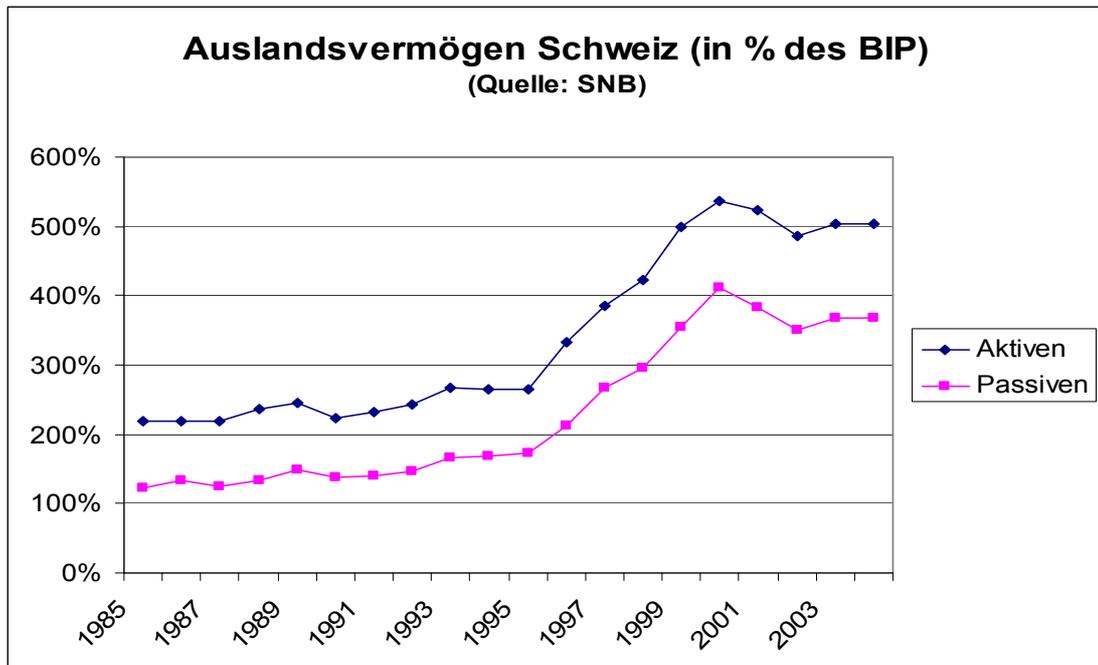


Abbildung 6: Auslandsvermögen Schweiz in % des BIP

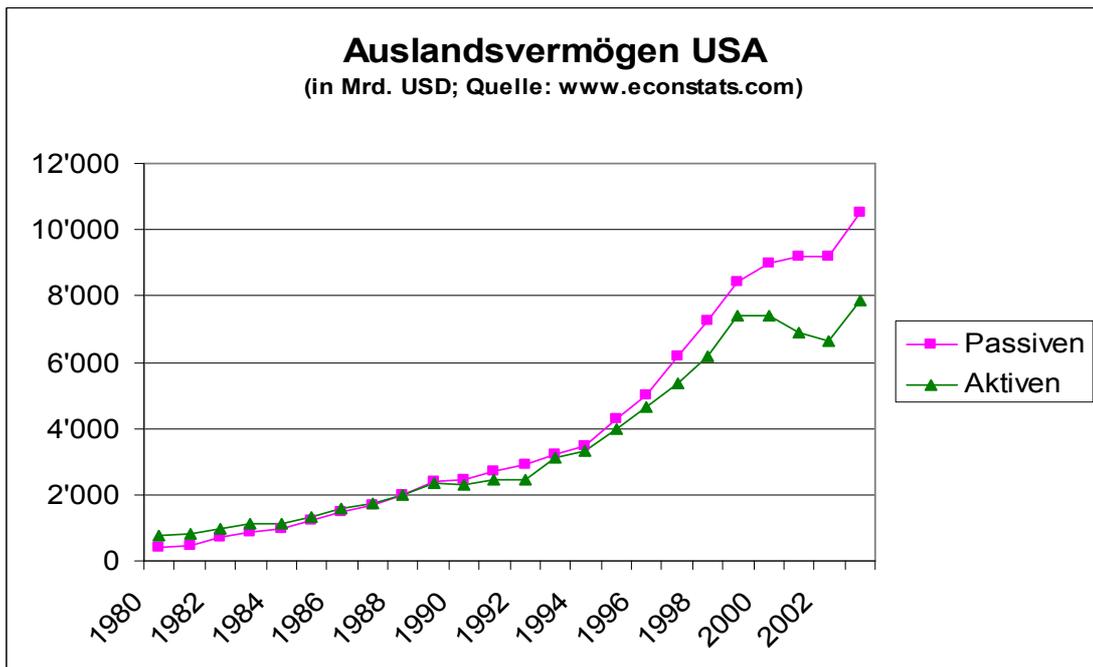


Abbildung 7: Auslandsvermögen USA

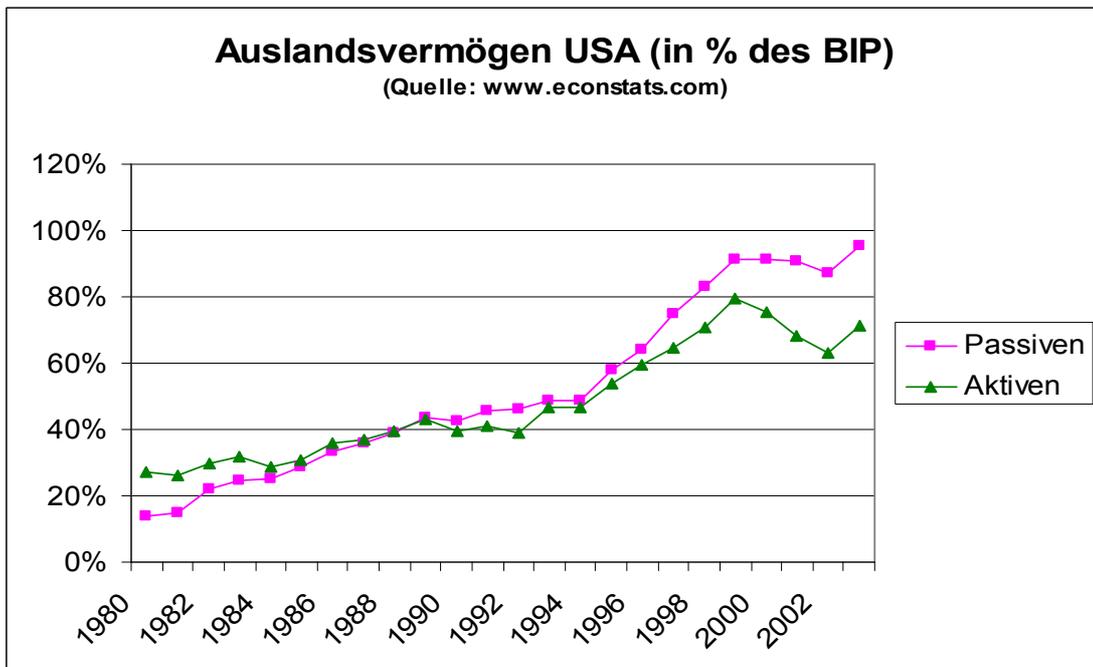


Abbildung 8: Auslandsvermögen USA in % des BIP

Problematisch wird die Sache einmal mehr dann, wenn die intertemporale Konsistenz oder „Nachhaltigkeit“ eines gegebenen Kurses nicht mehr glaubwürdig gegeben ist. Solche Zweifel liegen gegenwärtig offensichtlich im Falle der USA vor und drücken sich in einem latenten Misstrauen gegenüber dem US-Dollar, Abwertungsdruck und Ausweitung von Zinsdifferenzen, sowie einer generellen Unsicherheit bezüglich der Stabilität der Finanzmärkte aus. Korrekturen der einen oder anderen Art sind in solchen Fällen früher oder später unumgänglich. Die Situation sollte allerdings im Falle der USA nicht übermässig dramatisiert werden. Eine völlige Ausmerzung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits ist nicht verlangt. Seine Rückführung auf ein geringeres, langfristig tragbares Niveau dürfte angesichts der im internationalen Vergleich nach wie vor beeindruckenden Vitalität der US Wirtschaft genügen, um die gegenwärtigen Marktbedenken wieder zu zerstreuen. Erst recht nicht verlangt ist, dass sich die USA vom Nettoschuldner zum Nettogläubiger wandeln. Auch Nettoschuldner können ökonomisch vital und glaubwürdig sein.

Wie aber kann die notwendige Korrektur zustande kommen? Häufig wird in erster Linie, oder gar ausschliesslich, an eine Korrektur über den Wechselkurs gedacht. Der Dollar müsse sich um weitere 20 oder 30 Prozent abwerten, damit ein internationales Gleichgewicht wieder in Reichweite komme, wird heute nicht selten argumentiert. Solche Überlegungen sind abwegig. Eine Korrektur allein oder in erster Linie über eine Dollarabwertung ist unvorstellbar. Der Dollar ist seit Anfang 2002 gegenüber dem Euro und dem SFR bereits sehr stark gefallen (etwa um 30 %) und hat damit seinen Beitrag bereits mehr als geleistet. Es lässt sich gut argumentieren, dass er, jedenfalls gegenüber dem Euro, heute eher unterbewertet, oder zumindest nicht überbewertet, ist. Vorübergehende weitere Dollarabschwächungen sind zwar durchaus vorstellbar. Aber von den Kaufkraftparitäten her müsste man die US-Währung auf Dauer wohl eher wieder auf dem Weg nach oben sehen. Ich unterstelle dabei, dass die USA nicht versuchen werden, ihre Aussenschuld über Inflation und Abwertung zu eliminieren, weil dies den erklärten Zielsetzungen der amerikanischen Geldpolitik zuwider laufen und dem Ansehen und Interesse der USA auf Dauer grossen Schaden zufügen würde. Gegenüber gewissen asiatischen Währungen, etwa der chinesischen oder japanischen, ist ein Abwertungspotential wahrscheinlich eher gegeben. Die Wirkungen solcher Korrekturen auf das US-Leistungsbilanzdefizit sollte man aber nicht überschätzen.

Was sonst? Realistischerweise kann eine Anpassung der Leistungsbilanzen – wenn wir von einem Rückgriff auf die Instrumente des Protektionismus absehen, welche wohl das Schlimmste repräsentieren, das wir uns vorstellen können – nur von internen wirtschaftspolitischen Korrekturen und Reformen der hauptbeteiligten Wirtschaftsblöcke und den von diesen ausgelösten Anpassungen der relativen Wirtschaftskraft und Wachstumsraten ausgehen. Ein Leistungsbilanzdefizit ergibt sich aus der Summe der Konsum- und Investitionsentscheidungen zahlloser privater Wirtschaftsteilnehmer. Aber hinter diesen stehen die vom Staat und den Parametern seiner Wirtschaftspolitik gesetzten Rahmenbedingungen.

Die USA werden über kurz oder lang ihren öffentlichen Haushalt wieder straffer führen und auf langfristige Tragbarkeit ausrichten müssen. Die ausufernden Staatsdefizite und die finanzpolitische Unbesorgtheit der vergangenen Jahre haben die USA innert eines halben Jahrzehnts von einer beneidenswerten, fast mustergültigen Haushaltsituation zu einem Zustand undisziplinierter fiskalischer Masslosigkeit geführt. Eine solche Korrektur der US Fiskalpolitik müsste zu einer Dämpfung von Konsum und Wachstum in den USA führen und würde so von der amerikanischen Seite her zur notwendigen Korrektur ihrer Leistungsbilanz beitragen. Nimmt die US Finanzpolitik ihre Verantwortung nicht wahr, könnte dies umgekehrt die amerikanische Geldpolitik leicht einmal zu einem unerwünschten Restriktionsgrad und entsprechenden Zinssteigerungen zwingen.

Die europäischen Staaten sollten ihrerseits dringend interne Reformen vornehmen, welche ihre Arbeits- und Produktemärkte von ihrer gegenwärtigen Überregulierung befreien und so Produktivitätszuwächse und vermehrtes Wirtschaftswachstum erlauben. Ebenso dringlich ist die Sanierung ihrer öffentlichen Finanzen und der grossen sozialpolitischen Programme. In Bezug auf die Haushalt- und Verschuldungssituation muss man im übrigen konstatieren, dass die Märkte gegenwärtig im Vergleich zwischen den USA und den grossen europäischen Ländern an einer etwas selektiven Wahrnehmung leiden, ist doch die finanzpolitische Lage bei genauer Betrachtung in Europa eher gravierender als in den USA. Die USA dürften zudem über die grössere Flexibilität zur Lösung dieser Probleme verfügen als Europa.

Das Risiko ist heute erheblich, dass dieser Anpassungsbedarf, vor allem auf der europäischen Seite, auf die lange Bank geschoben wird und sich

die europäischen Länder so nicht nur selber mit ungenügendem Wachstum und weiterem Zurückfallen gegenüber den USA bestrafen, sondern zugleich auch steigendes Krisenpotential für die internationalen Finanzmärkte schaffen. Im schlimmsten Fall könnte dies zu einem Rückfall in den Protektionismus und voneinander abgeschotteten Wirtschaftsblöcken führen.

Besonders hüten muss man sich vor den Schälmeien jener, welche Europas Problem vor allem als eines der fehlenden Nachfrage sehen und Korrekturen über eine expansivere Geld- und Fiskalpolitik fordern. Dies würde genau in die falsche Richtung führen, ist doch die Fiskalpolitik heute strukturell klar zu expansiv (nicht restriktiv) angelegt und vermag eine expansive Geldpolitik die zugrundeliegenden Strukturprobleme nicht zu lösen. Die unausweichlichen Korrekturen würden so nur weiter in die Zukunft verschoben und letztlich noch schmerzhafter ausfallen.

Zusammenfassend stellen wir fest, dass die internationale Verschuldung nicht ein Problem an sich ist. Problematisch wird die Verschuldung auch in ihrer internationalen Dimension aber wiederum dann, wenn sie die Anforderung der intertemporalen Konsistenz verletzt und dadurch die Glaubwürdigkeit des internationalen Kreditsystems in Frage stellt und die Erwartungen in eine störungsfreie, ausgeglichene Zukunftsentwicklung destabilisiert. Hinter solchen Entwicklungen steht einmal mehr, wie bei der übermässigen internen Staatsverschuldung, eine Politik, welche die Regeln eines auf Berechenbarkeit und Zuverlässigkeit angelegten Wirtschaftsverhaltens verletzt.

Bei vernünftiger und moderater Anwendung ist die Verschuldung ein ökonomisch zweckmässiges, für eine effiziente und leistungsfähige Wirtschaft unverzichtbares Instrument. Bei übermässigem und verantwortungslosem Gebrauch kann sie aber zur gefährlichen Droge werden und im schlimmsten Fall zu Krise und wirtschaftlichem und gesellschaftspolitischem Kollaps führen. Dies gilt für Aussenschulden und Staatsschulden grundsätzlich genau so wie für private Schulden. Diese Erkenntnis mag banal klingen. Aber es sind mitunter die einfachen Wahrheiten, welche, weil unbequem, besonders gerne vergessen werden, und deren Missachtung die grösste wirtschaftspolitische und gesellschaftliche Sprengkraft entwickelt. Die eingangs erwähnten Besonderheiten der internationalen und der staatlichen Verschuldung, die mit den Unwägbarkeiten der intertemporalen Budgetrestrik-

tionen und ihrer Durchsetzbarkeit im internationalen Kontext und im Verhältnis zwischen Bürger und Staat zu tun haben, lassen diese Risiken als besonders hoch erscheinen. Es wäre daher gute Politik, bei allem staatlichen Handeln, welches diese fragilen Bereiche berührt, besondere Sorgfalt walten zu lassen. Leider kann man der Wirtschaftspolitik zahlreicher Länder, und zu diesen zählt bedauerlicherweise auch die Schweiz, in der jüngeren Zeit in dieser Hinsicht kein gutes Zeugnis ausstellen.

Literatur

- Baltensperger, E. (1978), „Rationing: Issues and Questions“. *Journal of Money, Credit and Banking*, 10, S. 170-183
- Bernanke, B. (1983), „Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression“. *American Economic Review*, 73, Nr. 3, S. 257-276
- Borgmann, Ch., und Raffelhüschen, B. (2004), „Zur Entwicklung der Nachhaltigkeit der Finanz- und Sozialpolitik: Eine Fortsetzung der Generationenbilanz“, *Die Volkswirtschaft*, Heft 7
- Fisher, I. (1930), „The Theory of Interest-As determined by Impatience to spend Income and Opportunity to invest it“, *Macmillan*, New York
- Kydland, F.E., und Prescott, E.C. (1977), „Rules rather than Discretion: The Inconsistency of optimal Plans“, *Journal of Political Economy*, 85, Nr. 3. S. 473-491

Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesungen

- 1988 Prof. Dr. **Wilhelm Krelle**, Bonn
Lange Wellen der wirtschaftlichen Entwicklung
- 1989 Prof. Dr. **Ota Šik**, St. Gallen
Der Weg 3a und 3b. Neue Aussichten für eine Konvergenz der Systeme
- 1990 Prof. Dr. **Kurt W. Rothschild**, Wien
Deregulierung - Anatomie eines Schlagwortes
- 1991 Prof. Dr. **Gottfried Bombach**, Basel
Zur Arbeitslosigkeit der Gegenwart
- 1992 Prof. Dr. **Ernst Heuss**, Erlangen-Nürnberg
Evolutorik und Marktwirtschaft
- 1993 Prof. Dr. **Erich Streissler**, Wien
Unmöglichkeit und Notwendigkeit der Wirtschaftspolitik als bleibendes Dilemma
- 1994 Prof. Dr. **Wolfgang Stolper**, Ann Arbor, USA
Geschichte und Theorie in der Analyse des kapitalistischen Prozesses - ein Schumpeterscher Ansatz
- 1995 Prof. Dr. **Hans Albert**, Heidelberg
Die Idee rationaler Praxis und die ökonomische Tradition
- 1996 Prof. Dr. Dres. h.c. **Norbert Kloten**, Tübingen
Im Sog der Währungsunion. Reflektionen über die Europäische Union und die Schweiz

- 1997 Prof. Dr. **Hans Christoph Binswanger**, St. Gallen
Chinesische Ökonomik. Fünf ordnungspolitische Denkrichtungen in der Chinesischen Ökonomik und ihre europäischen Parallelen
- 1998 Prof. Dr. Dr. h.c. **Heinz König**, Mannheim
Gründungsdynamik, Innovation und Beschäftigung
- 1999 Prof. Dr. Dres. h.c. **Herbert Giersch**, Kiel
Marktökonomik für die offene Gesellschaft
- 2000 Prof. Dr. **Peter Bernholz**, Basel
Globalisierung und Umstrukturierung: Sind sie neu?
- 2001 Prof. Dr. Dres. h.c. mult. **Bruno S. Frey**, Zürich
Glück und Nationalökonomie
- 2002 Prof. Dr. **Ulrich Witt**, Jena
Wirtschaftswachstum - was geschieht auf der Nachfrageseite?
- 2003 Prof. Dr. Dr. h.c. **Horst Siebert**, Kiel
Müssen Arbeitslose sein? Zur Reform von Arbeitsmarkt und Sozialstaat in Deutschland
- 2004 Prof. Dr. Dr. h.c. **Hans-Werner Sinn**, München
Das Dilemma der Globalisierung
- 2005 Prof. Dr. **Ernst Baltensperger**, Bern
*Vom Sinn und Unsinn des Schuldenmachens
Privatschulden, Staatsschulden, Aussenschulden -
Plädoyer für langfristige Konsistenz*

Texte unter

<http://www.fgn.unisg.ch/public/public.htm>