

Fiskalische Nachhaltigkeit im Niedrigzinsumfeld

Oliver Landmann
Universität Freiburg i.Br.

Abstract

Seit Jahrzehnten gehen weltweit die Realzinsen zurück und erleichtern dadurch den Umgang mit hohen Staatsschulden. Dieser Beitrag argumentiert, dass das Niedrigzinsumfeld an der Notwendigkeit, die Fiskalpolitik nachhaltig zu gestalten, nichts ändert, wohl aber Anlass gibt, über die konzeptionellen und methodischen Grundlagen der Nachhaltigkeitsanalyse neu nachzudenken. Ein besonders populäres Instrument zur Messung der fiskalischen Nachhaltigkeit ist die Nachhaltigkeitslücke. Der Beitrag beleuchtet daher die Frage, wie sich die Veränderung der Zinslandschaft auf die Anwendbarkeit und den Informationsgehalt der Nachhaltigkeitslücke auswirkt.

Stichwörter: Fiskalische Nachhaltigkeit, Zins-Wachstums-Differential, Nachhaltigkeitslücke.

Erschienen in

Christian Hagist und Tobias Kohlstruck (Hrsg.):

„Fiskalische Nachhaltigkeit: Von der ökonomischen Theorie zum politischen Leitbild, Festschrift für Bernd Raffelhüschen zum 65. Geburtstag“, München 2022, 224-237.

Institut für Wirtschaftswissenschaften
Universität Freiburg
Rempartsraße 16
D-79085 Freiburg
e-mail: oliver.landmann@vwl.uni-freiburg.de
<https://www.macro.uni-freiburg.de/team/emeritus>

1. Einleitung: Polarisierung in der Politik, Kakophonie in der Wissenschaft¹

So kann es kommen, wenn die Politik die Wissenschaft um Rat fragt. Als der Budget-Ausschuss des amerikanischen Repräsentantenhauses im November 2019 über die volkswirtschaftlichen Kosten der hohen Staatsverschuldung beriet, lud er drei Volkswirte zu einem Hearing ein: Randall Wray vom Bard College, führender Vertreter der sogenannten *Modern Monetary Theory (MMT)*, einer Denkschule, der sich der linke Flügel der Demokratischen Partei verbunden fühlt; John Taylor von Stanford, renommierter Geldtheoretiker, bekannt geworden durch die nach ihm benannte Taylor-Regel der Geldpolitik und eng verbunden mit der Republikanischen Partei, zeitweise auch als Funktionsträger in republikanischen Administrationen; und Olivier Blanchard vom MIT, früherer Chefvolkswirt des IWF und heute vielleicht bekanntester Vertreter der von Paul Samuelson und Robert Solow begründeten MIT-Schule der Makroökonomik, der jüngst mit Arbeiten über Fiskalpolitik in einem Niedrigzinsumfeld Aufmerksamkeit erregt hat.

Wray (2019) legte dar, dass sich der Kongress keine Sorgen über die Kosten der Staatsverschuldung machen sollte, da die Zentralbank jederzeit in der Lage sei, den Schuldendienst durch das Setzen tiefer Leitzinsen niedrig zu halten. John Taylor (2019) behauptete das Gegenteil. Er argumentierte, dass die Steuern, die der Staat zur Bedienung seiner Verbindlichkeiten erheben muss, Arbeitsangebot, Investitionen und Produktion empfindlich schmälern. Blanchard (2019b) schließlich lenkte die Aufmerksamkeit auf die Rolle des Zinsniveaus für die Beurteilung der fiskalischen Nachhaltigkeit. Denn je tiefer der Zins ist, desto weniger drückt die Schuldenlast. Trotzdem beurteilte er den aktuellen Zeitpfad der amerikanischen Staatsverschuldung als nicht nachhaltig.

Man kann es den Kongressabgeordneten nicht verübeln, wenn sie nach derart divergierenden Analysen etwas ratlos zurückgeblieben sind. Der vorliegende Beitrag knüpft an die Überlegungen von Blanchard an und stellt die Frage, welche Konsequenzen das seit längerem anhaltende Niedrigzinsumfeld für die Analyse der fiskalischen Nachhaltigkeit hat. Dabei wird deutlich, dass die konzeptionellen Grundlagen der Nachhaltigkeitsmessung auf den Prüfstand zu stellen sind. Wo immer diese Neubeurteilung hin führen wird: Klar scheint, dass der Wunsch, das Konzept der fiskalischen Nachhaltigkeit in eine einzige Messziffer zu packen, unter dem Gesichtspunkt der Verständlichkeit in der Kommunikation mit Politik und Öffentlichkeit zwar verständlich ist, aber wohl ein unerfüllbarer Traum bleiben muss.

¹ Der Verfasser dankt Markus Epp und Guido Zimmermann für wertvolle Kommentare und Tobias Kohlstruck für hilfreiche Erläuterungen zur Generationenbilanz des Forschungszentrums Generationenverträge der Universität Freiburg. Für alle Unzulänglichkeiten des Textes ist der Verfasser allein verantwortlich.

2. Stein's Law und das ABC der fiskalischen Nachhaltigkeit

Was bedeutet nachhaltig? Manchmal erschließen sich Begriffe am besten durch die Definition ihres Gegenteils. Eine prägnante Charakterisierung dessen, was *nicht* nachhaltig bedeutet, liefert Stein's Law - ein geflügeltes Wort, das Herbert Stein, dem amerikanischen Wirtschaftsprofessor und zeitweiligen Vorsitzenden des Council of Economic Advisers zugeschrieben wird: „*If something cannot go on forever, it will eventually stop.*“ Nachhaltig ist demnach, „what can go on forever“. Der Begriff der Nachhaltigkeit stammt aus der Ressourcenökonomik, wo eine erneuerbare Ressource nur dann nachhaltig genutzt wird, wenn sie nicht schneller verbraucht wird, als sie nachwachsen kann. Genauso ist eine dynamische Finanzplanung nur dann nachhaltig, wenn sie nicht mehr Ressourcen verausgibt, als dem betreffenden Wirtschaftssubjekt über die Zeit hinweg zur Verfügung stehen. Auf den Staatshaushalt angewendet bedeutet dies, dass der Barwert aller Ausgaben, einschließlich der Anfangsschulden, den Barwert aller Einnahmen nicht übersteigen darf, bzw. dass der Barwert der künftigen Primärsalden mindestens der aktuellen Staatsschuld entsprechen muss. Wenn man die Größen ins Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt BIP setzt, resultiert für diese intertemporale Budgetrestriktion die wohlbekannteste Formel

$$(1) \quad d_0 \leq \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^t p_t.$$

d : Schuldenquote (Staatsschuld/BIP), p : Primärsaldo/BIP, g : Wachstumsrate des realen BIP, r : Realzins; g und r sind hier konstant angenommen. Die Summe auf der rechten Seite konvergiert nur für $g < r$.

Solange Bedingung (1) erfüllt ist, kann der aktuelle Finanz- und Wirtschaftsplan im Prinzip unbefristet verfolgt und verwirklicht werden. Ist die intertemporale Budgetrestriktion dagegen verletzt, kommt irgendwann die Stunde der Wahrheit in Gestalt einer Schuldenkrise.

Dieses Nachhaltigkeitskonzept kommt in allen gängigen Analysen der fiskalischen Nachhaltigkeit zur Anwendung, so auch in derjenigen, die das Zentrum Generationenverträge der Universität Freiburg für die Stiftung Marktwirtschaft erstellt und regelmäßig aufdatiert:

„Die heutige Fiskalpolitik kann als nachhaltig bezeichnet werden, wenn sie „bis in alle Ewigkeit“ fortgeführt werden kann, ohne die sogenannte intertemporale Budgetbeschränkung des Staates zu verletzen“ (Raffelhüschen et al., 2021a, S. 5).

Wie die Bedingung (1) verdeutlicht, muss man den Blick weit nach vorne werfen, um zu überprüfen, ob die Fiskalpolitik nachhaltig ist. Benötigt werden neben Voraussagen für die kritischen Parameter Zins und Wachstum vor allem Projektionen für die Primärsalden der öffentlichen Haushalte, so wie sie bei Fortführung der aktuellen Politik zu erwarten sind, und zwar bis in eine ferne – streng genommen: unendliche – Zukunft. Wenn sich dann zeigt, dass der

Barwert der künftigen Primärsalden nicht ausreicht, um die bestehende Staatsschuld zu decken, oder sogar negativ ist, ist die intertemporale Budgetrestriktion verletzt. Der Betrag, um den die Nachhaltigkeitsbedingung verfehlt wird, wird als Nachhaltigkeitslücke bezeichnet. Alternativ kann man die Nachhaltigkeitslücke auch als Annuität, ebenfalls im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt und mit unendlicher Laufzeit, ausdrücken, um die die laufenden Haushaltssalden jahraus jahrein korrigiert werden müssten, wenn die intertemporale Budgetrestriktion eingehalten werden soll.

Es liegt auf der Hand, dass der Informationsgehalt der Nachhaltigkeitslücke von der Zuverlässigkeit der zugrundeliegenden Zukunftsprojektionen abhängt. Ein bevorzugtes Anwendungsobjekt dieser Analyse ist nicht von ungefähr die Demografiefestigkeit der öffentlichen Finanzen, lassen sich doch die längerfristigen demografischen Trends und ihre Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte, insbesondere auf jene der Altersvorsorgeeinrichtungen und des Gesundheitswesens, vergleichsweise zuverlässig abschätzen. Es ist in der Tat eines der großen Verdienste der Nachhaltigkeitsforschung, immer wieder auf die massiven finanziellen Lasten aufmerksam zu machen, die angesichts der absehbaren Veränderungen in Lebenserwartung und Altersstruktur der Bevölkerung auf die zentralen Einrichtungen der sozialen Sicherung - einschließlich manchmal übersehener Bereiche wie der Beamtenversorgung (Raffelhüschen et al. 2021b) - zukommen.

3. Die neue Welt der Niedrigzins-Ära

Ein integraler Bestandteil der intertemporalen Budgetrestriktion ist der voraussichtliche Zeitpfad des Zinses und des Wirtschaftswachstums. Vor allem an der Zinsfront hat sich Fundamentales verändert. Eine rasch wachsende empirische Literatur weist nach, dass die Realzinsen zumindest in den größeren Industriestaaten säkular gesunken sind (Blanchard 2019a, 2021, 2022, Rachel/Summers 2019). Allein von 1985-2020 fielen die Realzinsen in der Eurozone, in den USA und in Japan von ca. 6% auf null, oder sogar darunter. Zu relativieren ist dieser Rückgang zwar durch die Tatsache, dass die Zentralbanken anfangs der 1980er Jahr noch mit der Bekämpfung der großen Inflation beschäftigt waren, die sich in den 1970er Jahren aufgebaut hatte, und dass im Jahr 2020 die Corona-Pandemie zu einer extremen Lockerung der Geldpolitik zwang. Aber der Abwärtstrend ist auch in längeren Zeitreihen, zu identifizieren, wengleich vielleicht nicht ganz so dramatisch. Eine Studie der Bank of England glaubt diesen Trend sogar über Jahrhunderte zurückverfolgen zu können (Schmelzing 2020).

Das langfristige Trendverhalten der Realzinsen überdauert somit die sich abwechselnden Phasen restriktiver und expansiver Geldpolitik. Theoretisch und empirisch spricht wenig bis nichts

dafür, dass dieser Zinstrend viel mit der Geldpolitik zu tun hat. Vielmehr haben wir es mit einem langfristigen Rückgang des gleichgewichtigen - oder in der Diktion von Wicksell (1898): natürlichen - Kapitalmarktzinses zu tun. Dieser reflektiert fundamentale, reale Faktoren, allen voran die steigende Lebenserwartung der Menschen, die dazu zwingt, einen immer größeren Anteil des Einkommens für den Ruhestand zurückzulegen (Weizsäcker/Krämer 2021). Daneben haben modellgestützte Schätzungen auch technologische Trends und Verschiebungen in der Einkommensverteilung als erklärende Faktoren identifizieren können (Rachel/Summers 2019). Viele Regierungen profitieren bei der Kreditaufnahme zusätzlich vom großen Hunger der Anleger nach *Safe Assets*, der den Zins auf Staatsanleihen erheblich unter die risikobehaftete Grenzproduktivität des privaten Kapitals gedrückt hat (Reis 2022). Dieser Hunger nach *Safe Assets* ist nicht zuletzt auch durch Regulierungen bedingt, die institutionelle Anleger *de facto* zwingen, hohe Bestände an Regierungsanleihen zu halten.

Die empirische Forschung zur fiskalischen Nachhaltigkeit in Deutschland tut sich mit dieser Zeitenwende bei den Zinsen nicht leicht. Raffelhüschen et al. (2021b) legen ihren Berechnungen ein Trendwachstum von 1,5% und einen langfristigen Realzins von 3% zugrunde. Im Bewusstsein, dass diese Zinsannahme nicht mehr ganz zeitgemäß ist, führen Sie zur Rechtfertigung aus:

„Die Grundlage für die Wachstumsrate bildet der langfristige reale Zins auf zehnjährige Staatsanleihen für die vergangenen 50 Jahre. Im Durchschnitt liegt dieser bei annähernd 3,0 Prozent. Die Wahl des, aus gegenwärtiger Perspektive erheblich zu hohen, Zinssatzes lässt einige Kritik zu, ist aber letztendlich in der langfristigen Perspektive der Generationenbilanzierung begründet. Darüber hinaus dient dies auch der Vergleichbarkeit mit anderen Generationenbilanzierungsstudien, die in der Regel mit einem Zinssatz von 3,0 Prozent rechnen.“ (Raffelhüschen et al., 2021b, S. 24, Fn 12).

Vergleichbarkeit ist ein respektables Kriterium. Aber wenn alle Studien bei der Kalibrierung ihrer Parameter die Konsistenz mit anderen Studien über die Konsistenz mit der Realität stellen, hat es die Realität schwer, eine Einfallsschneise in die Parametrisierung der Modelle zu finden. Auch kontrastiert die Orientierung an den zurückliegenden 50 Jahren auffallend mit dem nach vorne gerichteten Blick, mit dem die demografischen Parameter für die bevorstehenden 40 Jahre modelliert sind. Man könnte den Rückgriff auf langfristige historische Durchschnitte als Grundlage des anzunehmenden zukünftigen Realzinses allenfalls mit Kaldors (1957) stilisiertem Faktum eines säkular konstanten Realzinses begründen, das im Zeitreihenverhalten des Realzinses vielleicht so etwas wie eine niedrigfrequente *Mean Reversion* erwarten ließe. Die Wachstumstheorie kann Kaldors Fakten allerdings nur unter der Voraussetzung der langfristigen Konstanz ihrer tiefen Strukturparameter bestätigen. Die theoretische und empirische Zinsforschung bietet bei aller Unsicherheit, die jeder Vorwärtsprojektion

notwendigerweise anhäftet, wenig Grund zur Annahme, dass diese Voraussetzung erfüllt ist. Eine Ära weiterhin anhaltender Niedrigzinsen wird dadurch nicht zur Gewissheit, bleibt aber ein plausibles Szenario (Boone et al., 2022, S. 34).

Werdning et al. (2020) haben für den Fünften Tragfähigkeitsbericht des Bundesministeriums der Finanzen BMF eine Reihe von alternativen Zinsszenarien durchgerechnet. Sie betrachten zunächst den Fall, dass der Realzins langfristig wieder zu einem Wert zurückkehrt, der das BIP-Wachstum übersteigt, was sowohl in unterschiedlichem Grade als auch mit unterschiedlichem Konvergenztempo geschehen kann. Je niedriger das Niveau des Zinspfades angenommen wird, desto höher ist die resultierende Nachhaltigkeitslücke und der von ihr implizierte Haushaltskonsolidierungsbedarf. Wie die Autoren zu Recht anmerken, mutet dieser Befund etwas kontraintuitiv an, bedeuten niedrige Zinsen doch zunächst eine niedrige Zinslast der bestehenden expliziten Staatsschuld. Auch ändern sie prima facie nichts an dem Ressourcetransfer, der in der Zukunft zwischen den Generationen zu bewältigen sein wird. Da die Nachhaltigkeitslücke aber maßgeblich den Barwert künftiger Finanzierungsdefizite widerspiegelt, liegt es in der Natur der Sache, dass dieser Barwert mit fallendem Zinsniveau ansteigt. Umgekehrt führt ein Zinsanstieg, der die Bedienung jeder gegebenen expliziten Staatsschuld verteuert, dazu, dass die Nachhaltigkeitslücke und der von ihr angezeigte fiskalische Konsolidierungsbedarf sinkt. Es bleibt die Frage: Ist das Signal, dass die Fiskalpolitik bei einer Verteuerung des Schuldendienstes gelockert werden kann, geeignet, die Politik auf den Pfad der fiskalischen Nachhaltigkeit zu führen?

Werdning et al. (2020) analysieren darüber hinaus auch den Fall, dass der Realzins dauerhaft unterhalb des Wirtschaftswachstums verharrt. Mathematisch ist in diesem Szenario die Nachhaltigkeitslücke nicht mehr definiert, was man unmittelbar daraus ersehen kann, dass die Summe auf der rechten Seite von Gleichung (1) oben für $(r < g)$ nicht mehr konvergiert. Der tiefere ökonomische Grund dafür liegt in der Tatsache, dass die Nachhaltigkeitslücke in einer $(r < g)$ -Welt ihre konzeptionelle Grundlage verliert. Denn wenn die von der Regierung aufzubringenden Schuldzinsen niedriger sind als die Wachstumsrate der Volkswirtschaft, ist die für die Nachhaltigkeitslücke konstituierende intertemporale Budgetrestriktion des Staates nicht mehr bindend (Blanchard, 2019, S. 1198). Aus der Standard-Gleichung für die Dynamik der Schuldenquote

$$(2) \quad d_t - d_{t-1} = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - p_t$$

folgt unmittelbar, dass die Schuldenquote d stabil bleibt, wenn der erste Term auf der rechten Seite - der sogenannte „Schneeballeffekt“ - dem Primärsaldo p_t entspricht. Unter der

konventionellen Bedingung ($r > g$) hat dies die intuitiv einleuchtende Konsequenz, dass eine durch Defizite in der Vergangenheit entstandene Staatsschuld heute Primärüberschüsse erfordert, damit die Schuldenlast nicht weiter ansteigt und letztlich explodiert. Dagegen kann sich eine Regierung in einer ($r < g$)-Welt sogar ein anhaltendes Defizit leisten und trotzdem nachhaltig im Sinne von Stein's Law sein. Eine Schuldenaufnahme heute muss mithin nicht durch höhere Steuern in der Zukunft bezahlt werden. Nicht von ungefähr spricht man in diesem Zusammenhang von einem „Schuldner-Paradies“. Auch wenn die Situation sehr an den sprichwörtlichen „Free Lunch“ erinnert, muss die Zeche am Ende von irgendjemandem bezahlt werden. Die Frage ist, von wem?

Die Financiers des vermeintlichen „Free Lunch“ sind die Anleger, die für das Privileg, mit Staatsanleihen ein sicheres Investment zu erhalten, einen Sicherheitsabschlag gegenüber der Ertragsrate des risikobehafteten Realkapitals hinnehmen (Blanchard 2021). Treffend spricht Reis (2022) von einem „Schuldenertrag“ („*Debt Revenue*“), den der Staat als Produzent eines *Safe Asset* erzielt, und mit dem er seinen fiskalischen Spielraum erweitert. Da der Realzins r in der Zins-Wachstums-Differenz ($r - g$) für die Verzinsung der Staatsanleihen steht, bedeutet ($r < g$) nicht unbedingt dynamische Ineffizienz im Sinne der Theorie des optimalen Wachstums. Lebenszyklusmodelle mit heterogenen Agenten, wie dasjenige von Kopecky/Taylor (2022), legen nahe, dass die demografische Alterung nicht nur die Ertragsrate der *Safe Assets* senkt, sondern auch die Risikoprämie auf Beteiligungskapital erhöht. Dies begünstigt eine Konstellation, in der die Grenzproduktivität des Realkapitals das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts zwar übersteigt, die Verzinsung der *Safe Assets* aber trotzdem unterhalb der Wachstumsrate liegt (Reis 2021).

Simulationen mit alternativen Zinspfaden sprechen nicht dafür, dass die Nachhaltigkeitslücke besonders empfindlich auf Zinsänderungen reagiert, solange man an der Annahme einer positiven Zins-Wachstums-Differenz festhält (Werding et al., 2020, Anderson, 2020). Sobald jedoch die Schwelle zur ($r < g$)-Welt überschritten wird, steht die Nachhaltigkeitsanalyse vor einem Problem: Was bedeutet Nachhaltigkeit, wenn die intertemporale Budgetrestriktion nicht mehr bindet und die Stabilisierung der Schuldenquote fortwährende Defizite erlaubt, die zudem - wie Gleichung (2) verdeutlicht - umso größer sein dürfen, je größer der Anfangswert der Schuldenquote ist? Man kann das Problem umgehen und argumentieren, dass sich Tragfähigkeitsanalysen angesichts der Ungewissheit über die künftige Zinsentwicklung allein schon aus Vorsichtsgründen auf (-)-Szenarien beschränken sollten. Ein Instrument zur Früherkennung langfristiger finanzpolitischer Risiken, so Werding et al. (2020) unter Berufung auf Anderson (2020), dürfe diese nicht schon vorab qua Annahme wegdefinieren.

Diese Position muss sich die Frage gefallen lassen, ob man von „wegdefinieren“ reden kann, wenn eine Veränderung der empirischen Datenlage die Struktur des zu analysierenden Problems fundamental verändert. Zwar trifft es zu, dass die Unsicherheit bezüglich der künftigen Zinsentwicklung groß ist, und dass jede Nachhaltigkeitsanalyse dieser Unsicherheit Rechnung tragen muss. Aber mit Unsicherheit umzugehen, kann ja nicht bedeuten, sich aus der Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion über dem Parameterraum einfach jenes Segment herauszupicken, in dem sich die Problemstellung so darstellt, dass man sie mit dem verfügbaren Instrumentarium analysieren kann. Parameterunsicherheit kann nur bedeuten, dass die Nachhaltigkeitsanalyse stochastisch werden muss.

Es wäre ein Irrtum, zu glauben, dass die fiskalische Nachhaltigkeit in einer ($r < g$)-Welt kein Problem mehr sei, oder dass es keine Grenzen der Staatsverschuldung mehr gäbe, nur weil die Verschuldung unter diesen Voraussetzungen einfacher zu kontrollieren ist. Zwar trifft es zu, dass die Schuldenquote in einer ($r < g$)-Welt bei jeder gegebenen, konstant gehaltenen Primärdefizitquote kontinuierlich abschmilzt bzw. gegen einen konstanten Wert konvergiert. Steigt jedoch das Primärdefizit kontinuierlich an, weil zum Beispiel die sozialen Sicherungssysteme nicht, oder nicht genügend, an die sich zuspitzenden demografischen Gegebenheiten angepasst werden, dann kann auch in einer ($r < g$)-Welt die Schuldenquote ungebremst zunehmen. Der Appetit der Anleger auf sichere Staatsanleihen mag groß sein, aber er ist kaum grenzenlos. Stößt die Bereitschaft, immer mehr Staatsanleihen in die Portefeuilles aufzunehmen, an Grenzen, wird sich dies in steigenden Zinsen niederschlagen. Früher oder später dreht dann das Vorzeichen der Zins-Wachstums-Differenz, womit sofort wieder die Drohung einer explosiven Schuldenspirale im Raum steht. Dies ist genau der Punkt, den Blanchard (2019) dem Budget-Ausschuss des Repräsentantenhauses klarzumachen versucht hat.

Hier zeigt sich, wie wichtig es ist, zum „Safe-Asset“-Status der Staatsanleihen Sorge zu tragen. Gefordert ist dabei nicht nur die Fiskalpolitik, sondern auch die Geldpolitik. Denn „sicher“ bleiben die Staatsanleihen nur, solange neben dem Insolvenzrisiko auch das Inflationsrisiko gebannt bleibt (Reis 2022). Dies ist denn auch der Grund, warum der Glaube der *Modern Monetary Theory*, die Zentralbank könne stets für ($r < g$) und damit für die Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung sorgen, ein leeres Versprechen ist. Wenn eine Regierung mit ihrer Verschuldung erst einmal an einem Punkt angekommen ist, an dem der Widerstand des Anleihenmarktes nur noch die Wahl zwischen Insolvenz und Inflationierung lässt, ist es für einen Kurswechsel der Fiskalpolitik zu spät.

Modellrechnungen für den Fünften Tragfähigkeitsbericht des BMF legen nahe, dass die gesamtstaatlichen Haushalte Deutschlands bei unveränderten Parametern der Fiskal- und Sozialpolitik bis 2060 wachsende Defizite ausweisen werden (Werdning et al. 2020). Unter der

Voraussetzung ($r > g$) wäre eine solche Entwicklung keinesfalls nachhaltig. Selbst bei negativer Zins-Wachstums-Differenz implizieren diese Defizite zumindest in einem pessimistischeren Szenario einen starken Anstieg der Schuldenquote. Ist das noch nachhaltig? Wenn nein, wie groß wäre der fiskalpolitische Konsolidierungsbedarf? Und wie messen wir ihn?

4. Eine Brücke für die Nachhaltigkeitslücke in die ($r < g$)-Welt?

Werdning (2021) hat eine elegante Idee entwickelt, wie die Messung der Nachhaltigkeit mit Hilfe einer Nachhaltigkeitslücke in die ($r < g$)-Welt hinübergeführt werden könnte, obwohl die Nachhaltigkeitslücke, so wie sie gemeinhin geschätzt wird, unter der Bedingung ($r < g$) ja nicht mehr definiert ist. Statt sich an der (hinfällig gewordenen) intertemporalen Budgetrestriktion zu orientieren, berechnet er für eine gegebene Projektion der Primärdefizite und für eine vorgegebene Konstellation ($r < g$) eine ab sofort laufende, konstante Haushaltskonsolidierung als Annuität mit unbeschränkter Laufzeit dergestalt, dass die Schuldenquote ab dem Endpunkt der demografischen Projektionen (2060) konstant bleibt. Ab 2060 sind alle Strukturparameter konstant angenommen, so dass sich die Volkswirtschaft in einem dynamischen Steady State befindet, in dem die Schuldenquote bei ($r < g$) durch eine konstante Defizitquote stabil gehalten wird. Sollte dies dazu führen, dass die Schuldenquote im Steady State negativ wird, d.h. der Staat bis dahin eine Netto-Vermögensposition aufgebaut hat, wird natürlich auch die Defizitquote negativ, d.h. es sind dann anhaltende Primärüberschüsse erforderlich. Auf diese Weise lässt sich die Bedingung für fiskalische Nachhaltigkeit auch ohne intertemporale Budgetrestriktion weiterhin formal als annualisierte Haushaltskonsolidierung ausdrücken, die für eine langfristige Stabilisierung der Schuldenquote sorgt.

Bei aller formalen Eleganz dieser Modellierung bleibt die Frage offen, welchen realen Informationsgehalt sie für die Finanzpolitik noch besitzt, wenn die ursprüngliche Bedeutung der Nachhaltigkeitslücke als Indikator für die Verletzung der intertemporalen Budgetrestriktion des Staates dahinfällt. Auffallend an Werdnings Simulationen ist, dass die Nachhaltigkeitslücke, die bei ($r > g$) nicht sonderlich zinssensitiv ist, besonders bei sehr niedrigen Zinsen und einer pessimistischen Projektion für die Primärsalden auf einmal sehr sensibel auf Variationen des Zinses reagiert – und zwar wiederum invers; d.h. die Nachhaltigkeitslücken werden umso größer, je niedriger die angenommenen Zinsen sind (Werdning 2021, Abschnitt 4.2). Damit zusammenhängend zeigen die Trajektorien der Schuldenquoten bei den alternativen Zinsszenarien an, dass wenn der Staat seine projizierten Primärsalden um den Betrag der annualisierten Tragfähigkeitslücke korrigieren würde, er das negative Zins-Wachstums-Differenzial nicht etwa dazu nutzen würde, seine Schuldenquote langfristig durch ein anhaltendes Primärdefizit zu

stabilisieren, wie man vielleicht vermuten könnte. Vielmehr wäre er gehalten, seine Schulden komplett abzutragen und eine Nettovermögensposition aufzubauen, die er mit weiteren Überschüssen füttern muss, um den steady state bei ($r < g$) aufrechtzuerhalten.

Dass der Staat in der Simulation nicht etwa den fiskalischen Spielraum ausschöpft, den er durch seine überaus günstigen Finanzierungsbedingungen erhält, sondern im Gegenteil erst recht zu einem Netto-Sparer großen Stiles wird, entspricht, wie Werding einleuchtend darlegt, der buchhalterischen Logik, dass die von der Nachhaltigkeitslücke angezeigte Korrektur der Primärsalden die künftig zu erwartenden Defizite schon heute vorfinanziert, und dass dies einer umso größeren Anstrengung bedarf, je schlechter sich das finanzielle Polster verzinst. Eine ganz andere Frage ist, ob die von diesen Ergebnissen implizierte Korrektur der Fiskalpolitik für die Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik im Sinne von Stein's Law notwendig ist – gar nicht zu reden davon, ob sie eine optimale Strategie im Hinblick auf die künftig zu erwartenden Belastungen wäre. Man halte sich nur einmal vor Augen: Der Anbieter eines Gutes (hier: Anleihen) erzielt einen vorteilhaften Preis, weil der Markt ihm eine besondere Qualitätsprämie („*Debt Revenue*“) bezahlt. Wie reagiert der Anbieter vernünftigerweise, wenn die Qualitätsprämie steigt? Nach elementarer ökonomischer Logik weitet er sein Angebot aus, wenn ihm der Markt mehr für sein Produkt zahlt. Eine Regierung dagegen, die ihre Ausgaben und Einnahmen nach Maßgabe der beschriebenen modifizierten Nachhaltigkeitslücke anpasst, soll genau das Gegenteil tun - mehr noch: Sie reduziert nicht nur ihr Angebot (ihre laufende Neuverschuldung), sondern sie wechselt die Marktseite und wird beim höheren Preis zum Netto-Nachfrager des Gutes.

Es stellt sich offenkundig die Frage, welchen tieferen ökonomischen Sinn es haben könnte, dass der Staat die Qualitätsprämie, die er in einer ($r < g$)-Welt erzielen kann, wegwirft, und zwar mit umso volleren Händen, je höher die Prämie ist, die ihm die Käufer zu zahlen bereit sind. Eine fundierte Auseinandersetzung mit dieser Frage müsste über die buchhalterische Logik der Nachhaltigkeitslücke hinausblicken und die alternativen Verwendungsmöglichkeiten des gestiegenen fiskalischen Spielraums evaluieren, die der Staat hat. Dabei geht es neben der fiskalischen Nachhaltigkeit auch um die volkswirtschaftliche Nachhaltigkeit im Sinne einer effizienten Vorbereitung auf die Ressourcentransfers, die angesichts der demografischen Entwicklung künftig in stark zunehmendem Maße zwischen den Generationen zu leisten sein werden. Hier ist nicht der Ort, diese Analyse in Angriff zu nehmen. Klar ist nur, dass sich die einfache Logik der ($r > g$)-Welt, in der jede Haushaltskonsolidierung zu einem „crowding in“ von privaten Investitionen führt und damit quasi automatisch das zukünftige Produktionspotenzial erhöht, nicht ohne weiteres auf eine ($r < g$)-Welt übertragen lässt. Denn im

Niedrigzinsumfeld ist der Spielraum für jeden weiteren Rückgang der Zinsen, und damit auch die Fähigkeit der Zentralbank, die Substitution von staatlicher durch private Nettonachfrage zu befördern, klein bis inexistent.

Werding (2021, S. 16) selbst äußert sich zum Informationsgehalt der von ihm unter der Bedingung ($r < g$) berechneten Nachhaltigkeitslücken ebenfalls skeptisch. Er nimmt seinen Indikator deswegen auch nicht wörtlich, sondern wertet ihn eher als eine Art „Warnsignal“, das die Politik daran erinnern soll, dass das Problem der fiskalischen Nachhaltigkeit durch niedrige Anleihezinsen nicht verschwindet. Das Warnsignal braucht es, keine Frage. Aber dass sich die Nachhaltigkeitslücke zu diesem Zweck eignet, ist im Lichte der bisherigen Überlegungen eher zu bezweifeln.

5. Wenn nicht die Nachhaltigkeitslücke, was dann?

Ein Instrument des Nachhaltigkeits-Monitorings sollte Veränderungen der Schuldenlast und der Schuldentragfähigkeit, die sich aus dem makroökonomischen Umfeld aktuell oder vorhersehbar ergeben, korrekt anzeigen. Zudem sollte das Instrument es ermöglichen, mit der Unsicherheit umzugehen, die jeder Projektion der fiskalisch relevanten Zeitreihen in eine ferne Zukunft anhaftet. Dieselbe Anforderung ist an jede Regelbindung der Fiskalpolitik zu stellen, wenn sie zweckmäßig sein soll. Starre Obergrenzen für die Schuldenquote oder für die Defizitquote, wie sie die Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrages oder die deutsche Schuldenbremse vorschreiben, erfüllen diese Mindestanforderung nicht.

Aus eben diesem Grund kritisieren auch Furman und Summers (2020) die genannten Fiskalregeln und empfehlen, sich bei der Evaluation der fiskalischen Nachhaltigkeit nicht allein auf die Nachhaltigkeitslücke zu verlassen:

“The fiscal gap is one metric that policymakers should use but it is important to put it in a broader context and to that end we think that debt service ratios projected out over a period of about a decade are a better way to minimize uncertainty and put context on the best fiscal targets (Furman/Summers, 2020, S. 33)”.

Die von Furman und Summers empfohlene Fokussierung auf die Schuldendienstquote - definiert als das Verhältnis der realen Zinszahlungen des Staates zum Bruttoinlandsprodukt - ist nicht zuletzt durch die Beobachtung motiviert, dass der steile Anstieg der staatlichen Schulden vieler Industrieländer seit der globalen Finanzkrise von 2008 mit einem fast ebenso steilen Rückgang der Zinslast einhergegangen ist. Die Schuldendienstquote als Indikator einer

vorausschauenden Nachhaltigkeitsanalyse weist gegenüber der Nachhaltigkeitslücke den Vorzug auf, dass sie den inversen Zusammenhang zwischen dem Spielraum der Fiskalpolitik und der Zins-Wachstumsdifferenz zuverlässig anzeigt. Wie hoch die Schuldendienstquote ist, die sich gefahrlos durchhalten lässt, ist zwar ebenso wenig objektiv bestimmbar wie eine Obergrenze der Schuldenquote. Aber historische Erfahrungswerte bieten einen Anhaltspunkt.

Informationsgehalt für die Fiskalpolitik besitzt die Schuldendienstquote, weil sie die Notwendigkeit einer Korrektur anzeigt, wenn die Projektion ihres künftigen Verlaufs das Band, in dem sie sich historisch bewegt hat, systematisch nach oben verlässt. Dass dies ein effektiverer Feedback-Mechanismus ist, als wenn die Politik sich an Veränderungen der Schuldenquote orientiert, illustriert das Beispiel des kostspieligen Irrtums, den die Mitglieder der Eurozone kurz nach der Finanzkrise begingen, als sie auf die durch die Krise angestiegenen Schulden panisch mit einer prozyklischen Austeritätspolitik reagierten, die für die längerfristige fiskalische Nachhaltigkeit weder notwendig noch sonderlich förderlich war, wohl aber die Erholung von der Krise um Jahre verzögerte (Wren-Lewis 2013).

Ob die Schuldendienstquote Gegenstand einer Regelbindung für die Fiskalpolitik sein sollte - und ob die Fiskalpolitik überhaupt einer rigiden Regel unterworfen werden sollte -, ist eine andere Frage (Blanchard et al. 2021). Aber wenn sich etwa Finanzierungsengpässe in den Sozialversicherungen abzeichnen, zeigt die Projektion der Schuldendienstquote die Notwendigkeit eine Korrektur der Fiskal- und Sozialpolitik zuverlässig an, da ohne diese Korrektur ja auch steigende Schulden und Zinszahlungen die Folge wären. Während aber aus hohen und steigenden Nachhaltigkeitslücken gerne vorschnell der Schluss gezogen wird, dass die Fiskalpolitik möglichst schnell auf einen Konsolidierungskurs einschwenken und die Schuldquote absenken sollte, zeigt die Analytik der Schuldendienstquote, dass diese Reaktion im Hinblick auf die fiskalische Nachhaltigkeit wenig effizient ist. Zielführender ist es, durch frühzeitige Reformen der Fiskal- und Sozialpolitik eine künftige Aufblähung des staatlichen Finanzierungssaldos einzudämmen und damit eben auch die Schulden und die Zinszahlungen des Staates auf einem nachhaltigen Pfad zu halten (Blanchard 2022, Kap. 4). Vor diesem Hintergrund wäre es vielleicht ratsamer gewesen, die Bundesrepublik Deutschland hätte anstelle einer Schuldenbremse in ihrem Grundgesetz einen Nachhaltigkeitsfaktor für die Rentenformel oder eine Dynamisierung des Renteneintrittsalters festgeschrieben.

Eine stärkere Gewichtung der Zinslast in der Nachhaltigkeitsanalyse bedeutet keineswegs, die aktuell tiefen Zinsen und ihre günstige Wirkung auf den Schuldendienst als in Stein gemeißelt zu behandeln. Im Gegenteil: Mit dem Anstieg der Schuldenquoten ist auch die Sensitivität der

Zinslast in Bezug auf Änderungen des Zinsniveaus angestiegen. Eine stochastische Nachhaltigkeitsanalyse muss daher dem Zinsänderungsrisiko angemessen Rechnung tragen. Zwar schützt eine gute Durchmischung der Fristigkeiten der ausstehenden Anleihen vor einem raschen Durchschlagen des Marktzinses auf die effektive Durchschnittsverzinsung der Staatsschulden. Trotzdem bleibt das Risiko, dass eine undisziplinierte Fiskalpolitik die Grundlagen ihrer eigenen günstigen Finanzierungsbedingungen auf dem Kapitalmarkt zerstört. Ebenso kann der Fall eintreten, dass Änderungen im Spar- und Investitionsverhalten des privaten Sektors wieder einen größeren Druck auf die volkswirtschaftlichen Ressourcen ausüben und die Zentralbanken dadurch zu Zinserhöhungen zwingen, um die Inflation im Zaum zu halten (Goodhart/Pradhan 2020). Auch dann wäre eine restriktivere Fiskalpolitik angezeigt - zumal in diesem Fall eine Zielharmonie zwischen der fiskalischen Nachhaltigkeit und der makroökonomischen Stabilität bestünde.

6. Fazit

Ein über Jahrzehnte anhaltender, globaler Rückgang der Realzinsen ist nicht ein Indikator einer übermäßig expansiven Geldpolitik, sondern reflektiert fundamentale Änderungen in den realen Rahmenbedingungen des Kapitalmarkts. Das Niedrigzinsumfeld erleichtert zwar den Umgang mit hohen Staatsschulden, ändert aber nichts an der Notwendigkeit, die Fiskalpolitik nachhaltig zu gestalten. Dieselben demographischen Trends, die wohl zu einem guten Teil zu dem Zinsrückgang beigetragen haben, werden zunehmend für Finanzierungsprobleme in den sozialen Sicherungssystemen der Industrieländer sorgen. Wenige Wissenschaftler haben in Deutschland so viel dafür getan, die Bedeutung der fiskalischen Nachhaltigkeit im öffentlichen Bewusstsein zu verankern, wie Bernd Raffelhüschen. Seine methodischen Innovationen prägen die Nachhaltigkeitsforschung in Deutschland seit Jahrzehnten und haben das Nachhaltigkeits-Monitoring als festen Bestandteil der Fiskalpolitik etabliert. Das Niedrigzinsumfeld gibt Anlass, über die konzeptionellen und methodischen Grundlagen der Nachhaltigkeitsanalyse neu nachzudenken. Eines ist gewiss: Die Aufrechterhaltung der fiskalischen Nachhaltigkeit bleibt eine Herausforderung, die auch künftig die Politik und die Wissenschaft gleichermaßen in Atem halten werden.

Literatur

Blanchard, Olivier (2019a), "Public Debt and Low Interest Rates," *American Economic Review*, 109(4), 1197–1229.

Blanchard, Olivier (2019b), Prepared Testimony for the Hearing "Reexamining the Economic Costs of Debt", U.S. House of Representatives, Committee on the Budget, 20. November.

- Blanchard, Olivier (2021), The Mayekawa Lecture: Fiscal Policy Under Low Rates: Taking Stock, Monetary and Economic Studies, 39, 23-34.
- Blanchard, Olivier (2022), Fiscal Policy Under Low Interest Rates, Cambridge, MIT Press.
- Blanchard, Olivier, Alvaro Leandro und Jeromin Zettelmeyer (2021), Redesigning Fiscal Rules: From Rules to Standards, Economic Policy, 36(106), 195-236.
- Boone, Laurence et al. (2022), Debt: The Eye of the Storm, Geneva Report on the World Economy 24, Genf.
- Furman, Jason und Lawrence Summers (2020), A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates, Harvard Kennedy School, 20. November.
- Goodhart, Charles und Manoj Pradhan (2020), The Great Demographic Reversal, Palgrave Macmillan, Cham.
- Kaldor, Nicholas (1957). A Model of Economic Growth, Economic Journal, 67, 591-624.
- Kopecky, Joseph und Alan Taylor (2022), The Savings Glut of the Old: Population Aging, the Risk Premium, and the Murder-Suicide of the Rentier, NBER Working Paper 29944, April.
- Rachel, Lukasz und Lawrence Summers (2019), On Secular Stagnation in the Industrialized World, Brookings Papers on Economic Activity, Spring, 1-54.
- Raffelhüschen et al. (2021a), Ehrbare Staaten? Update 2021, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, Nr. 160, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Raffelhüschen et al. (2021b), Die Generationenbilanz: steigende Schulden, versäumte Reformen, apathische Politik, Update 2021, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, Nr. 158, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Reis, Ricardo (2021), The Constraint on Public Debt When $r < g$ but $g < m$, BIS Working Paper No. 939, Mai.
- Reis, Ricardo (2022), Steady Prices, Sustainable Debt, Finance & Development, März, 16-19.
- Schmelzing, Paul (2020), Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the 'Suprasecular' Decline, 1311–2018, Bank of England Staff Working Paper No. 845, Januar.
- Taylor, John (2019), The Economic Costs of Rapidly Growing Federal Government Debt, Testimony at the Hearing before the House Budget Committee, 20. November.
- Weizsäcker, Carl Christian und Hagen Krämer (2019), Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert, Wiesbaden, Springer Gabler.
- Werding, Martin (2021), Fiscal Sustainability and Low Interest Rates: A Note, CESifo Working Paper No. 8861, Januar.
- Werding, Martin et al. (2020), Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen: Spielt sie noch eine Rolle? ifo Schnelldienst, 73(9), 53-58.
- Wicksell, Knut (1898), Geldzins und Güterpreise, Jena, Verlag Gustav Fischer.
- Wray, Randall (2019), Reexamining the Economics of Costs of Debt, Testimony at the Hearing before the Committee on the Budget, House of Representatives, 20. November.
- Wren-Lewis, Simon (2013), We Already Have a Simple and Conventional Story to Explain the Weak Recovery, voxeu.org, 30. Januar.