

IV. Tragfähige öffentliche Finanzen – eine Bestandsaufnahme

Sechs Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise befindet sich die Staatsverschuldung in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf einem für Friedenszeiten beispiellos hohen Niveau. Anlass zur Sorge gibt dabei, dass die Schulden weiter steigen. Die Krise verschärfte allerdings nur eine bereits bedenkliche Situation. Schon 2007 hatte der öffentliche Schuldenstand in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften infolge eines mehr oder weniger kontinuierlichen Aufwärtstrends seit Mitte der 1970er Jahre historische Höchststände erreicht. Erschwerend kommt hinzu, dass in offiziellen Schuldenstatistiken das wahre Ausmaß der Haushaltsprobleme vieler Staaten unterzeichnet wird; wenn die Regierungen ihre Leistungszusagen umsetzen, ist für die kommenden Jahrzehnte mit einem deutlichen Anstieg der Ausgaben im Renten- und Gesundheitswesen zu rechnen.

Die seit 2010 weltweit erzielten Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen sind ungleichmäßig verteilt. Unter starkem Marktdruck stehende Volkswirtschaften brachten umfangreiche Konsolidierungsmaßnahmen auf den Weg und konnten so zu einer Stabilisierung der Finanzierungsbedingungen beitragen. In anderen Ländern, vor allem jenen mit einem weiterhin sehr niedrigen Zinsniveau, erfolgte der Abbau des Haushaltsdefizits und der ungedeckten Verbindlichkeiten zögerlicher. Der Konsolidierungsbedarf ist in diesen Volkswirtschaften nach wie vor groß und könnte noch weiter anwachsen, wenn die langfristigen Zinsen von ihrem derzeit extrem niedrigen Niveau aus steigen sollten.

Die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften befinden sich in einem besseren Zustand als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Nicht zuletzt die kräftigere Erholung hat es diesen Ländern erleichtert, ihr Haushaltsdefizit zu senken. Allerdings könnten die öffentlichen Finanzen dort in einem besseren Licht erscheinen, als sie tatsächlich sind. In einigen Fällen könnte die Haushaltsentwicklung tatsächlich von dem dynamischen Kreditwachstum und dem rasanten Anstieg der Vermögens- und Rohstoffpreise profitiert haben. Darüber hinaus ist in einigen Volkswirtschaften mit deutlichen Ausgabensteigerungen im Renten- und Gesundheitswesen zu rechnen. Die aufstrebenden Volkswirtschaften müssen daher weiterhin einen umsichtigen fiskalpolitischen Kurs verfolgen und die Finanzierung künftiger alterungsbedingter Ausgaben sicherstellen.

Dieses Kapitel nimmt eine Bestandsaufnahme der Erfolge vor, die in den fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften bisher bei der Haushaltskonsolidierung erzielt wurden. Nach einer Analyse der Defizit- und Schuldenentwicklung seit 2009 wird der weitere Konsolidierungsbedarf zur Sicherstellung tragfähiger öffentlicher Finanzen erörtert. Anschließend wird geschätzt, welche Auswirkungen ein Zinsanstieg auf die Entwicklung des Schuldenstands in verschiedenen Volkswirtschaften mit derzeit niedrigen langfristigen Zinsen hätte. Ob Forderungen nach einer langsameren Konsolidierung oder einem Aufschub derselben berechtigt sind, wird im darauffolgenden Abschnitt untersucht. Zum Abschluss wird die Bedeutung der Qualität bzw. der Ausgestaltung der Konsolidierung für die Steigerung des langfristigen Wachstums hervorgehoben.

Erzielte Fortschritte

Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften begannen im Jahr 2010, Maßnahmen zur Eindämmung ihrer im Zuge der Finanzkrise stark angewachsenen Haushaltsdefizite umzusetzen. In den meisten Ländern hatte das Haushaltsdefizit 2009 mit Werten zwischen 5% und 16% des BIP einen Höchststand erreicht. Seitdem haben sich die Defizite verringert; Ende 2013 dürften sie rund 2–12 Prozentpunkte unter dem jeweiligen Spitzenwert liegen.

Ein exakteres Bild des Konsolidierungsfortschritts dürfte sich allerdings mithilfe des zugrundeliegenden Primärsaldos zeichnen lassen:¹ Kurzfristig führt eine Straffung des fiskalpolitischen Kurses zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums. Gleichzeitig könnte die Höhe der Zinszahlungen die Erfolge bei der Haushaltskonsolidierung nicht unmittelbar widerspiegeln. Auf Basis des zugrundeliegenden Primärsaldos und ausgehend von 2009 ist für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften bis Ende 2013 mit einer Verbesserung des Haushaltssaldos um durchschnittlich knapp 4 Prozentpunkte (1 Prozentpunkt pro Jahr) zu rechnen.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Haushaltskonsolidierung jedoch bisher unterschiedlich weit gediehen. Die größten Anpassungen fanden in denjenigen Volkswirtschaften statt, die dem Druck der Finanzmärkte ausgesetzt waren. Als eines jener Länder, die Unterstützung im Rahmen von EU/IWF-Programmen erhalten, dürfte Griechenland seinen zugrundeliegenden Primärsaldo bis Ende 2013 um knapp 17 Prozentpunkte des potenziellen BIP verbessern; in Irland und Portugal dürfte die Verbesserung 7,3 bzw. 6,8 Prozentpunkte ausmachen. Spanien und Italien, die sich den Marktzugang bewahren konnten, dürften ihren zugrundeliegenden Primärsaldo um 8,3 bzw. 5,1 Prozentpunkte verbessern (Tabelle IV.1). Im Vergleich dazu verlief die Konsolidierung in den Ländern, die dem Druck der Märkte weniger stark ausgesetzt waren, zögerlicher. Im Euro-Raum bietet sich folgendes Bild: Frankreich wird seinen zugrundeliegenden Primärsaldo bis Ende 2013 um 4,9 Prozentpunkte verbessern, während die Niederlande, Österreich und Belgien mit einer Verbesserung um 3,5, 2,4 bzw. 2,3 Prozentpunkte rechnen können.

Geringer war der Konsolidierungsfortschritt auch in Ländern, in denen die Zinsen derzeit – vor allem aufgrund von Anleihekäufen durch die Notenbanken und der Kapitalflucht in sichere Anlagen – unter dem historischen Durchschnitt liegen. Im Vereinigten Königreich und in den USA wird sich der zugrundeliegende Primärsaldo bis Ende 2013 gegenüber 2009 um 3,3 bzw. 4,8 Prozentpunkte des potenziellen BIP verbessern. Nur Japan hat eine Verschlechterung des zugrundeliegenden Primärsaldos zu verzeichnen, was zum Teil auf den Wiederaufbau nach der Erdbebenkatastrophe von 2011 zurückzuführen ist. Angesichts eines für 2013 projizierten Haushaltsdefizits von über 10% des BIP bleibt die Sanierung der öffentlichen Finanzen in Japan eine enorme Herausforderung (Tabelle IV.1).

¹ Im Folgenden wird unterschieden zwischen Primärsaldo (Haushaltssaldo abzüglich Zinsaufwendungen) und zugrundeliegendem Primärsaldo (konjunkturbereinigter Haushaltssaldo abzüglich Zinsaufwendungen und Einmaleffekten). Dagegen bezeichnet der strukturelle Primärsaldo den konjunkturbereinigten Primärsaldo.

Da der zugrundeliegende Primärsaldo auf Basis der – zwangsläufig nicht verlässlich – geschätzten Produktionslücke errechnet wird, kann auch er nicht als perfekte Messgröße angesehen werden. Während die kurzfristigen negativen Auswirkungen der Haushaltskonsolidierung auf das Wachstum mit der Zeit abklingen, könnten sich zunächst als zyklisch eingeschätzte Effekte als persistenter oder strukturell erweisen. Wenn man also von einer möglichen Überzeichnung der negativen Produktionslücken ausgeht, so könnte auch der tatsächliche Konsolidierungserfolg geringer sein als angenommen.

	Gesamtsaldo ²			Zugrundeliegender Primärsaldo ³			Bruttoverschuldung ²		
	2009	2013	Veränderung	2009	2013	Veränderung	2009	2013	Veränderung
Fortgeschrittene Volkswirtschaften									
Belgien	-5,6	-2,6	3,1	-0,9	1,4	2,3	100	105	4,9
Deutschland	-3,1	-0,2	2,9	0,7	1,4	0,7	77	88	10,4
Frankreich	-7,6	-4,0	3,6	-4,6	0,3	4,9	91	114	22,2
Griechenland	-15,6	-4,1	11,5	-11,4	5,5	16,9	138	184	45,4
Irland	-13,9	-7,5	6,4	-7,7	-0,5	7,3	71	129	58,7
Italien	-5,4	-3,0	2,5	0,3	5,4	5,1	130	144	13,5
Japan	-8,8	-10,3	-1,4	-7,0	-8,5	-1,6	189	228	39,7
Kanada	-4,8	-2,9	1,9	-3,0	-2,0	0,9	82	85	3,6
Niederlande	-5,6	-3,7	1,9	-3,5	-0,1	3,5	68	84	16,6
Österreich	-4,1	-2,3	1,8	-1,4	1,1	2,4	74	87	12,6
Portugal	-10,2	-6,4	3,8	-4,9	1,8	6,8	94	143	48,9
Schweden	-1,0	-1,6	-0,6	1,9	-0,2	-2,1	52	53	0,5
Spanien	-11,2	-6,9	4,3	-8,1	0,3	8,3	63	98	34,9
USA	-11,9	-5,4	6,6	-7,9	-3,1	4,8	89	109	20,3
Vereinigtes Königreich	-10,8	-7,1	3,8	-7,6	-4,3	3,3	72	109	37,1
Aufstrebende Volkswirtschaften									
Brasilien	-3,1	-1,2	1,9	2,8	3,3	0,4	67	67	0,2
China	-3,1	-2,1	0,9	-2,2	-0,3	1,9	18	21	3,6
Indien	-10,1	-8,3	1,8	-5,8	-4,3	1,5	75	66	-8,6
Indonesien	-1,8	-2,8	-1,1	-0,0	-1,4	-1,4	29	24	-5,0
Korea	-1,1	1,4	2,5	-1,0	0,8	1,8	34	35	1,5
Malaysia	-6,2	-4,0	2,1	-4,0	-2,1	1,9	53	56	3,2
Mexiko	-4,7	-3,1	1,6	-1,2	-0,5	0,7	45	44	-1,0
Südafrika	-5,5	-4,8	0,8	-2,8	-1,5	1,3	31	43	11,4
Thailand	-3,2	-2,7	0,5	-1,4	-2,5	-1,1	45	46	0,7

¹ Öffentlicher Gesamthaushalt. ² In Prozent des BIP. Fortgeschrittene Volkswirtschaften und Korea: Schätzungen der OECD; sonstige Volkswirtschaften: IWF-Schätzungen. ³ In Prozent des potenziellen BIP; ohne Nettozinszahlungen. Fortgeschrittene Volkswirtschaften und Korea: Schätzungen der OECD; sonstige Volkswirtschaften: IWF-Schätzungen. OECD-Schätzungen: konjunkturbereinigt sowie um einmalige Transaktionen berichtigt; IWF-Schätzungen: konjunkturbereinigt.

Quellen: IWF; OECD.

In den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften entspricht das Tempo der aktuellen Konsolidierung in etwa jenem vergangener Phasen umfangreicher fiskalpolitischer Korrekturen. In der Vergangenheit lag der Median der Verbesserung des zugrundeliegenden Primärsaldos bei etwa 1 Prozentpunkt pro Jahr.² In Anbetracht

² Siehe z.B. H. Blöchliger, D. Song und D. Sutherland, „Fiscal consolidation: part 4. Case studies of large fiscal consolidation episodes“, OECD, *Economics Department Working Papers*, Nr. 935, Februar 2012. Siehe auch BIZ, 80. Jahresbericht, Juni 2010, Tabelle V.2.

des Umfangs der Defizite und des aktuellen Konsolidierungsbedarfs aber reichen die derzeitigen Korrekturmaßnahmen in vielen Ländern nicht aus.

Der Bruttoschuldenstand des öffentlichen Gesamthaushalts dürfte in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiter ansteigen. In Japan wird den Projektionen zufolge die Verschuldung 2013 fast 230% des BIP erreichen, in Griechenland über 180%, in Italien und Portugal über 140%, in Irland nahezu 130%, in den USA, im Vereinigten Königreich und in Frankreich rund 110% und in Belgien und Spanien fast 100%. Im Gegensatz dazu kann in Kanada und Deutschland mit einem öffentlichen Schuldenstand von unter 90% und einer annähernden Stabilisierung gerechnet werden (Tabelle IV.1).

Durch die Bereinigung der Verschuldung um die staatlichen Vermögenswerte ändert sich dieses Bild in einigen wenigen Fällen. In Japan ist die Nettoverschuldung zwar viel geringer als die Bruttoverschuldung, mit 145% des BIP aber immer noch beträchtlich, und in Kanada beträgt der Unterschied fast 50 Prozentpunkte. In den meisten anderen Ländern ist die Differenz aber weitaus geringer. Aufgrund der Schwierigkeiten bei der Bewertung bestimmter vom öffentlichen Sektor gehaltener Aktiva (z.B. Aktien staatlicher oder staatsnaher Unternehmen) stellt die Nettoverschuldung zudem eine weniger verlässliche Messgröße als die Bruttoverschuldung dar.

Die aktuellen Daten zu Haushaltssalden und Schuldenständen lassen darauf schließen, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften in einer besseren finanziellen Verfassung sind als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Zu Beginn der jüngsten weltweiten Rezession verzeichneten viele aufstrebende Volkswirtschaften ein geringeres Defizit und einen niedrigeren Schuldenstand als bei vergangenen Konjunkturreinbrüchen. Dank einer kräftigen Erholung des Produktionswachstums und günstiger Finanzierungsbedingungen schrumpfte das Defizit in diesen Ländern in den ersten beiden Jahren der Erholung rasch. In einer Reihe von Ländern, u.a. Indien, Indonesien und Mexiko, ist bereits ein Rückgang des Schuldenstands zu verzeichnen (Tabelle IV.1).

Allerdings kam es in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften, u.a. in Indien, Südafrika und Thailand, infolge der nachlassenden weltweiten Nachfrage zu einer Verzögerung bei den Maßnahmen zur Defizitkorrektur. Die Verschuldung dürfte in Südafrika und Thailand in den nächsten Jahren zunehmen und in Indien auf über 66% des BIP verharren. Bei einem derart hohen Schuldenstand ist der Spielraum des Landes im Falle unerwarteter negativer Entwicklungen begrenzt.

Die zuletzt günstige Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften sollte jedoch nicht dazu verleiten, sich mit dem Erreichten zufriedenzugeben. Die Haushaltssalden haben sich zwar insgesamt verbessert, befinden sich in mehreren dieser Länder aber noch immer unter dem Vorkrisenniveau. Zudem dürften einige aufstrebende Volkswirtschaften bisher von zusätzlichen Einnahmen profitiert haben, die ein nicht tragfähiger Boom an den Kreditmärkten und bei den Vermögenspreisen in die Staatskasse spülte. Etliche Länder könnten außerdem durch beträchtliche verborgene Lasten unter Druck geraten; dazu gehören mögliche zusätzliche Schulden, die aufgenommen werden müssen, um Finanzinstitute, lokale Gebietskörperschaften oder andere staatliche Einrichtungen vor der Insolvenz zu bewahren. Zu guter Letzt wird auch ein starker Anstieg der Ausgaben im Renten- und Gesundheitswesen in den nächsten Jahrzehnten die öffentlichen Haushalte mancher Volkswirtschaften belasten.

Weiterer Handlungsbedarf

Ungeachtet der aktuellen Konsolidierungsbemühungen müssen die meisten fortgeschrittenen und eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften ihren zugrundeliegenden Primärsaldo deutlich weiter verbessern, um tragfähige öffentliche Finanzen zu gewährleisten.

Um diesen Konsolidierungsbedarf bestimmen zu können, muss zunächst festgelegt werden, welche Höhe der Verschuldung überhaupt als tragfähig gelten kann. Ein bloßes Stabilisieren des Schuldenstands dürfte zur Wahrung der Solvenz auf lange Sicht kaum ausreichen. Bei einem Schuldenstand, der in mehreren fortgeschrittenen Volkswirtschaften ein für Friedenszeiten beispiellos hohes Niveau erreicht hat, kann es im Zuge unerwarteter einschneidender Entwicklungen (z.B. bei einer neuerlichen Finanzkrise) zu einem weiteren deutlichen Anstieg kommen. Dann könnten sich vermeintlich tragfähige öffentliche Finanzen innerhalb kürzester Zeit als nicht mehr tragfähig erweisen.

Doch selbst wenn keine derartigen Ereignisse eintreten, kann ein dauerhaft erhöhter Schuldenstand aus vielerlei Gründen erhebliche Kosten verursachen. Erstens dürfte schon allein die höhere Wahrscheinlichkeit von Ausfällen oder inflationären Finanzierungsmaßnahmen infolge eines weiteren großen negativen Schocks die Risikoprämien in die Höhe treiben, die von Kreditgebern sowohl des öffentlichen als auch des privaten Sektors gefordert werden. Zweitens engt ein hoher Schuldenstand den Spielraum für antizyklische Konjunkturmaßnahmen ein, und damit wird die wirtschaftliche Entwicklung insgesamt volatiler. Drittens nährt eine hohe Verschuldung auch die Unsicherheit hinsichtlich künftiger Steuern und öffentlicher Ausgaben, wodurch die Konsumneigung der Unternehmen und privaten Haushalte abnimmt. Viertens erfordert ein anhaltend höherer Schuldenstand auch höhere Zinszahlungen, die ihrerseits möglicherweise durch eine Anhebung verzerrend wirkender Steuern finanziert werden müssten. All diese Faktoren können das Wachstum dämpfen.

Zu diesem Schluss kommen auch eine Reihe empirischer Untersuchungen; konkret wird darin gezeigt, dass das durchschnittliche Wachstum tendenziell niedriger ist, wenn der öffentliche Schuldenstand rund 80% des BIP überschreitet (s. Kasten). Ein Schuldenstand jenseits dieses Werts geht nicht zwingend mit einem niedrigeren Wachstum einher; bleibt der Schuldenstand jedoch dauerhaft erhöht, steigt das Risiko eines geringeren Trendwachstums. Angesichts der Notwendigkeit, ein Sicherheitspolster zum Abfedern großer Schocks zu halten, müssten die Zielgrößen für den öffentlichen Schuldenstand deutlich unter diesem Schwellenwert liegen. Eine allgemeingültige Regel zur Festlegung von Schuldenzielen gibt es nicht. In den folgenden Berechnungen wird aber davon ausgegangen, dass 60% des BIP für fortgeschrittene Volkswirtschaften und 40% des BIP für aufstrebende Volkswirtschaften sichere Zielwerte für die Schuldenquote darstellen.³

Weiterer Konsolidierungsbedarf ergibt sich durch schon heute bestehende Verpflichtungen zu künftigen Ausgaben im Renten- und Gesundheitswesen, die in den aktuellen Schuldenzahlen nicht enthalten sind. In Grafik IV.1 wird gezeigt, dass die alterungsbedingten Verbindlichkeiten als Anteil am BIP in einer Reihe von Ländern im Zeitraum 2013–40 erheblich ansteigen werden.⁴ Von den fortgeschrittenen Volkswirtschaften müssen die USA mit der deutlichsten Erhöhung (um

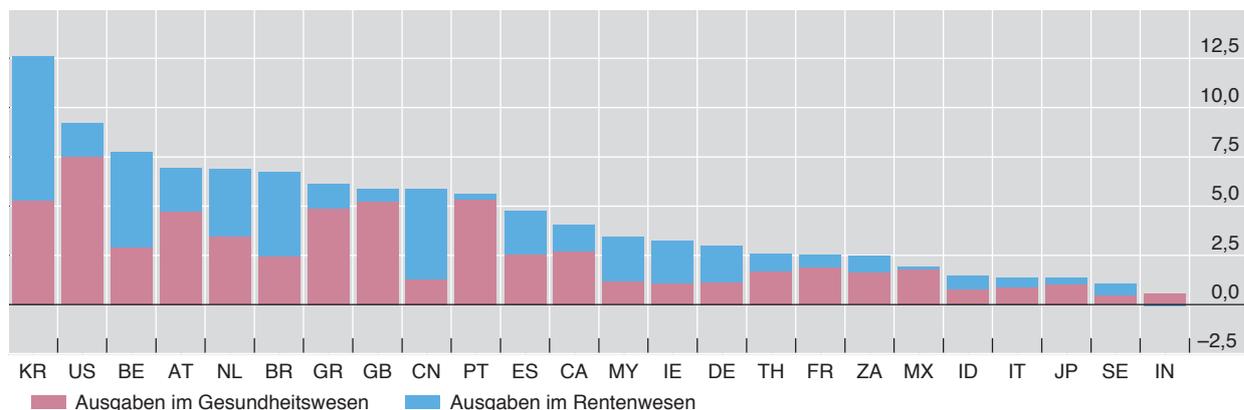
³ In Japan wird der Zielwert für den Bruttoschuldenstand auf 200% des BIP festgelegt.

⁴ Nach Dezember 2011 verabschiedete Reformen sind in der Projektion nicht berücksichtigt. Das bedeutet, dass der erwartete Anstieg der alterungsbedingten Ausgaben für Länder, die seitdem Reformen eingeleitet haben, wahrscheinlich überzeichnet wird.

Projizierte Veränderung der alterungsbedingten Staatsausgaben, 2013–40¹

In Prozentpunkten des potenziellen BIP

Grafik IV.1



AT = Österreich; BE = Belgien; BR = Brasilien; CA = Kanada; CN = China; DE = Deutschland; ES = Spanien; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; GR = Griechenland; ID = Indonesien; IE = Irland; IN = Indien; IT = Italien; JP = Japan; KR = Korea; MX = Mexiko; MY = Malaysia; NL = Niederlande; PT = Portugal; SE = Schweden; TH = Thailand; US = USA; ZA = Südafrika.

¹ Die Höhe der alterungsbedingten Ausgaben 2013 ist eine lineare Interpolation zwischen a) der tatsächlichen Höhe der Ausgaben im Renten- und Gesundheitswesen im Jahr 2010 und b) der projizierten Höhe der Ausgaben im Gesundheitswesen im Jahr 2015 sowie im Rentenwesen im Jahr 2020.

Quellen: B. Clements, D. Coady, F. Eich, S. Gupta, A. Kangur, B. Shang und M. Soto, „The challenge of public pension reform in advanced and emerging market economies“, IWF, *Occasional Papers*, Nr. 275, Januar 2013; M. Soto, B. Shang und D. Coady, „New projections of public health spending“, 2010–50, in: B. Clements, D. Coady und S. Gupta (Hrsg.), *The economics of public health care reform in advanced and emerging economies*, April 2012; Berechnungen der BIZ.

über 9 Prozentpunkte) rechnen. Der Löwenanteil entfällt dabei auf die Ausgaben im Gesundheitswesen. Auch in Belgien, Griechenland, den Niederlanden, Österreich, Portugal, Spanien und im Vereinigten Königreich werden die Ausgaben stark ansteigen (um jeweils rund 5–8 Prozentpunkte). In mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften sind die projizierten Ausgabensteigerungen ebenfalls beträchtlich, etwa in Korea (über 12 Prozentpunkte), Brasilien (etwa 7 Prozentpunkte) und China (rund 6 Prozentpunkte), und zwar vorwiegend infolge höherer Rentenzahlungen.⁵

Tabelle IV.2 zeigt die geschätzte Veränderung des zugrundeliegenden Primärsaldos, die notwendig wäre, damit die Verschuldung bis zum Jahr 2040 auf die oben genannten Zielwerte gesenkt werden kann. Die Berechnung basiert auf den folgenden Annahmen: Erstens werden der Schuldenstand und die Defizite ausgehend von den für Ende 2013 prognostizierten Werten projiziert. Zweitens wird unterstellt, dass sich der zugrundeliegende Primärsaldo pro Jahr um 1 Prozentpunkt verbessert, bis der Schuldenstand einen konstanten Abwärtstrend aufweist. Der Konsolidierungsbedarf entspricht damit der Differenz zwischen dem Primärsaldo von 2013 und dem höchsten benötigten Primärüberschuss im Zeitraum 2014–40. Drittens wird angenommen, dass sich in den nächsten fünf Jahren die Produktionslücke schließt, sodass der Primärsaldo sich im selben Zeitraum schrittweise dem

⁵ Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wird auch von Verbindlichkeiten beeinflusst, die entstehen können, wenn der Staat private Finanzinstitute oder staatliche Einrichtungen retten muss. Aufgrund der spärlich vorhandenen Daten in diesem Bereich ist die Einschätzung dieser Verbindlichkeiten leider mit großen Unsicherheiten behaftet. In den vorliegenden Berechnungen wurden sie nicht explizit berücksichtigt. Die Verwendung konservativer Zielwerte für die Staatsverschuldung ist aber eine Möglichkeit, um diesen Verbindlichkeiten Rechnung zu tragen.

Konsolidierungsbedarf¹

In Prozentpunkten des potenziellen BIP

Tabelle IV.2

	Wachstumsbereinigter Zinssatz ² = Wert 2013		Wachstumsbereinigter Zinssatz ² = Wert 2013, der sich über einen 5-jährigen Zeitraum 1% annähert		Nachrichtlich: Wachstumsbereinigter Zinssatz 2013 (%) ²
	Ohne alterungsbedingte Ausgaben ³	Einschl. alterungsbedingter Ausgaben ⁴	Ohne alterungsbedingte Ausgaben ³	Einschl. alterungsbedingter Ausgaben ⁴	
Fortgeschrittene Volkswirtschaften					
Belgien	1,8	9,0	1,6	8,8	1,3
Deutschland	0,6	3,4	0,6	3,3	1,1
Frankreich	3,6	5,4	3,3	5,2	1,3
Italien	4,2	4,0	2,0	1,9	4,1
Japan	13,3	14,9	17,9	19,6	0,2
Kanada	4,3	8,1	4,2	8,1	1,1
Niederlande	2,4	8,9	2,2	8,8	1,2
Österreich	1,0	7,7	0,9	7,6	1,1
Schweden	0,2	1,3	0,6	1,7	0,3
Spanien	7,8	10,4	3,7	7,3	4,7
USA	4,8	14,1	6,9	16,1	-1,0
Vereinigtes Königreich	7,4	13,2	8,5	14,0	0,2
Aufstrebende Volkswirtschaften					
Brasilien	.	5,0	.	4,8	1,4
China	.	2,5	.	5,9	-7,3
Indien	3,3	3,7	6,4	6,6	-5,0
Indonesien	.	0,2	1,2	2,7	-5,3
Korea	.	11,9	.	12,0	0,7
Malaysia	2,2	5,6	3,5	6,8	-1,7
Mexiko	0,1	2,3	1,1	3,2	-1,2
Südafrika	0,9	3,3	2,1	4,6	-1,9
Thailand	1,3	3,9	3,3	5,8	-3,5

¹ Korrektur des zugrundeliegenden Primärsaldos (definiert als Differenz zwischen dem für 2013 projizierten Primärsaldo und dem höchsten Primärüberschuss im Zeitraum 2014–40), die erforderlich ist, um bis 2040 in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine Bruttoschuldenquote von 60% des BIP (Japan: 200%) und in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine Bruttoschuldenquote von 40% zu erreichen. Punkte bedeuten, dass der Zielwert für die Bruttoschuldenquote ohne eine Verbesserung des zugrundeliegenden Primärsaldos gegenüber seinem Wert von 2013 erreicht werden kann. ² Definiert als $(1+r) / (1+g) - 1$, wobei r den nominalen effektiven Zinssatz und g das nominale BIP-Wachstum bezeichnet. Der jährliche nominale effektive Zinssatz entspricht den öffentlichen Zinsaufwendungen in dem betreffenden Jahr, dividiert durch den Bestand an Staatsschuldtiteln am Ende des Vorjahres. ³ Projizierte Veränderungen der alterungsbedingten Ausgaben in Relation zum BIP sind ausgeklammert. ⁴ Unter Berücksichtigung der projizierten Veränderungen der alterungsbedingten Ausgaben in Relation zum BIP.

Quellen: IWF; OECD; Berechnungen der BIZ.

zugrundeliegenden Primärsaldo annähert. Viertens werden keine Auswirkungen des Schuldenstands auf die Zinsen oder das Wirtschaftswachstum unterstellt.

Die erste Spalte von Tabelle IV.2 zeigt die notwendige Korrektur des zugrundeliegenden Primärsaldos unter der Annahme, dass die alterungsbedingten Ausgaben als Anteil am BIP konstant bleiben. Der zweiten Spalte ist zu entnehmen, um wie

Dämpft eine hohe Staatsverschuldung das Wirtschaftswachstum?

Von einer hohen Staatsverschuldung würde man erwarten, dass sie das langfristige durchschnittliche BIP-Wachstum dämpft. Hierfür gibt es mindestens drei Gründe:

Erstens steigen mit dem Anwachsen der Schulden auch die Zinszahlungen. Ein höherer Schuldendienst wiederum bedeutet höhere Steuern und geringere produktive Staatsausgaben. Besteht ein großer Teil der Verbindlichkeiten gegenüber Anlegern aus dem Ausland, stehen für Investitionen und für den inländischen Konsum weniger Ressourcen zur Verfügung. Noch schwerwiegender ist, dass die für die Bedienung der Schulden notwendigen höheren Steuern verzerrend wirken und damit die Konjunktur und potenziell auch das Wachstum weiter dämpfen.^①

Zweitens steigen mit der Staatsverschuldung auch die Risikoprämien auf Staatsanleihen. Für die Steuerquote gibt es eine Obergrenze, die durch ökonomische und politische Faktoren bestimmt wird. Wenn man die Steuerquote über diese Grenze anhebt, um die Tragfähigkeit der Schulden zu wahren, müsste das betreffende Land den Bankrott erklären – entweder direkt oder indirekt über die Inflationsrate. Mit dem Anwachsen des Schuldenbergs steigt auch die Wahrscheinlichkeit, die Obergrenze für die Steuerbelastung zu erreichen.^② Höhere Risikoprämien auf Staatsanleihen wiederum ziehen höhere Finanzierungskosten, geringere private Investitionen und ein niedrigeres langfristiges Wachstum nach sich.

Drittens schränken steigende Schulden den Spielraum für antizyklische Maßnahmen zunehmend ein. Das führt zu höherer Volatilität, größerer Unsicherheit und – einmal mehr – geringerem Wachstum.

Dieser negative Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Trendwachstum wird von empirischen Untersuchungen – beginnend mit der Studie von Reinhart und Rogoff (2010) – bestätigt.^③ Die entsprechenden Untersuchungen lassen sich in zwei Gruppen einteilen: Studien, die die einfache, bivariate Korrelation zwischen Schulden und Wachstum analysieren,^④ und komplexere Untersuchungen, in denen auch Unterschiede in Bezug auf Bevölkerungswachstum, Alterung, Bildung, außenwirtschaftlichen Öffnungsgrad, Entwicklungsgrad der Finanzmärkte usw. berücksichtigt werden.

Multivariate Studien über die Auswirkungen der Verschuldung auf das Wachstum Tabelle IV.A

Studie	Stichprobe	Schwellenwert	Effekt eines Anstiegs der Schuldenquote um 10 Prozentpunkte
Kumar und Woo (2010) ¹	38 fortgeschrittene und aufstrebende Volkswirtschaften, 1970–2007	90%	–0,17 PP
Caner, Grennes und Koehler-Geib (2010) ²	79 fortgeschrittene Volkswirtschaften und Entwicklungsländer, 1980–2008	77%	–0,17 PP
Cecchetti, Mohanty und Zampolli (2011) ³	18 OECD-Länder, 1980–2006	84%	–0,13 PP
Baum, Checherita-Westphal und Rother (2012) ⁴	12 Länder des Euro-Raums, 1990–2010	96%	–0,59 PP

¹ M. Kumar und J. Woo, „Public debt and growth“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/10/174, Juli 2010. ² M. Caner, T. Grennes und F. Koehler-Geib, „Finding the tipping point – when sovereign debt turns bad“, Weltbank, *Policy Research Working Papers*, Nr. 5391, Juli 2010. ³ S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampolli, „The real effects of debt“, in: *Achieving maximum long-run growth*, Tagungsbericht des von der Federal Reserve Bank of Kansas City organisierten Symposiums in Jackson Hole, August 2011, S. 145–196. ⁴ A. Baum, C. Checherita-Westphal und P. Rother, „Debt and growth: new evidence for the euro area“, *ECB Working Paper Series*, Nr. 1450, Juli 2012.

Um den Einfluss konjunktureller Schwankungen gering zu halten und die Bestimmungsfaktoren langfristiger Trends herauszuarbeiten, liegen den meisten Untersuchungen mehrjährige durchschnittliche Wachstumsraten (pro Kopf) zugrunde. Die in Tabelle IV.A zusammengefassten Ergebnisse sind konsistent und eindeutig: Bei einer Schuldenquote, die rund 80% des BIP übersteigt, führt ein weiterer Anstieg der Schuldenquote um 10 Prozentpunkte zu einer Abnahme des BIP-Trendwachstums pro Kopf um 13–17 Basispunkte. In der Studie von Baum et al. (2012), in der nur die Länder des Euro-Raums beleuchtet werden und auch die jüngste Finanzkrise berücksichtigt wird, gelangt man zu weit höheren Schätzergebnissen für die Abnahme des BIP-Trendwachstums, wobei allerdings auch der Schwellenwert etwas höher angesetzt wird.^⑤

Wie Reinhart et al. (2012)^③ zeigen, bleibt ein Schuldenüberhang in der Regel viele Jahre bestehen. Über einen langen Zeitraum hinweg kann ein Ansteigen der Verschuldung nicht als das Ergebnis unvorhergesehener negativer Effekte wie einer Rezession oder einer Finanzkrise angesehen werden. Es ist vielmehr das Resultat bewusster politischer Entscheidungen, und daher stellt sich die Frage, ob es vernünftig ist, wenn die Politik ein Anwachsen der Schulden zulässt. Sogar wenn das schleppende Wachstum für die höhere Verschuldung verantwortlich wäre, ist diese dadurch nicht weniger gefährlich. Werden bei einer anhaltend niedrigen Wachstumsrate deren Ursachen (die Kritiker üblicherweise bei anderen Faktoren als der Verschuldung orten) nicht beseitigt, kann eine weitere Erhöhung der Schulden nur eine Übergangslösung sein; auf längere Sicht käme die Volkswirtschaft dadurch an ihre fiskalpolitischen Grenzen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass es schlagkräftige theoretische und empirische Argumente dafür gibt, dass eine hohe öffentliche Verschuldung das künftige reale Trendwachstum verringert. Die vorliegenden Untersuchungen zeigen, dass dieser Effekt beträchtlich ist und ab einer Schuldenquote von etwa 80% des BIP zum Tragen kommt. Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften müssen also einen Verschuldungsgrad anpeilen, der deutlich unter diesem Schwellenwert liegt, um ein kräftiges, nachhaltiges Wirtschaftswachstum unterstützen zu können. In vielen Fällen ist daher nicht nur eine Stabilisierung, sondern eine Senkung der Schuldenquote angezeigt.

① Die Effekte von Steuern auf das Wachstum dürften nicht linear und somit bei einer bestehenden hohen Steuerquote größer sein. Siehe z.B. N. Jaimovich und S. Rebelo, „Non-linear effects of taxation on growth“, *NBER Working Papers*, Nr. 18473, Oktober 2012. ② Siehe H. Bi und E. Leeper, „Analyzing fiscal sustainability“, April 2013. Siehe auch Fußnote 7 im Haupttext. ③ C. Reinhart und K. Rogoff, „Growth in a time of debt“, *American Economic Review*, Vol. 100, Nr. 2, Mai 2010, S. 573–578. In der ursprünglichen Fassung dieser Studie ist ein Rechenfehler enthalten. Außerdem lagen bei Redaktionsschluss der Studie noch nicht alle Daten vor. Diese Mängel ändern jedoch nichts an der Schlussfolgerung, wonach ein negativer Zusammenhang zwischen Wachstum und Verschuldung besteht. Als die oben genannten Probleme öffentlich bekannt wurden, hatten die Autoren bereits eine Nachfolgestudie veröffentlicht – C. Reinhart, V. Reinhart und K. Rogoff, „Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800“, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, Nr. 3, Juni 2012. ④ Siehe z.B. B. Egert, „Public debt, economic growth and nonlinear effects: myth or reality?“, *OECD, Economics Department Working Papers*, Nr. 993, Oktober 2012, sowie A. Minea und A. Parent, „Is high public debt always harmful to economic growth? Reinhart and Rogoff and some complex non-linearities“, *Association Française de Cliométrie, Working Papers*, Nr. 8, Februar 2012. ⑤ Siehe auch U. Panizza und A. Presbitero, „Public debt and economic growth in advanced economies: a survey“, *Money and Finance Research Group Working Papers*, Nr. 78, Januar 2013. In dieser Studie wird der negative Zusammenhang bestätigt, allerdings wird von einer möglichen umgekehrten Kausalität ausgegangen: Die gegenwärtig hohen Schuldenquoten seien das Ergebnis niedriger Wachstumserwartungen.

viel sich der zugrundeliegende Primärsaldo ohne alterungsbedingter Ausgaben verbessern müsste, wenn keine Maßnahmen gegen den Anstieg der alterungsbedingten Ausgaben ergriffen werden. Dieselbe Information findet sich in der dritten und vierten Spalte, allerdings ausgehend von der Annahme, dass sich der wachstumsbereinigte Zinssatz über einen Zeitraum von fünf Jahren schrittweise einem Wert von 1% annähert. Für Länder, in denen derzeit niedrige Zinsen vorherrschen, zeichnen die in den letzten beiden Spalten dargestellten Schätzungen ein eher konservatives Bild des Konsolidierungsbedarfs; für Länder, die gegenwärtig ein sehr hohes Zinsniveau und ein geringes Produktionswachstum aufweisen, dürfte die Darstellung realistischer ausfallen. Wenn Letztere Fortschritte bei der Konsolidierung erzielen, können sie mit etwas niedrigeren Finanzierungskosten und in der Folge mit einem höheren Wachstum rechnen.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind Haushaltsanpassungen in beträchtlichem Ausmaß vonnöten, insbesondere dann, wenn der projizierte Anstieg der alterungsbedingten Ausgaben berücksichtigt wird. Den höchsten Konsolidierungsbedarf weisen einige jener Länder auf, in denen die langfristigen Zinsen gegenwärtig sehr niedrig sind. In Japan etwa müsste der zugrundeliegende Primärsaldo selbst im günstigsten Szenario der derzeit niedrigen wachstumsbereinigten Zinsen und trotz des hohen Schuldenziels um mehr als 13 Prozentpunkte des potenziellen BIP verbessert werden.

Das Vereinigte Königreich müsste seinen zugrundeliegenden Primärsaldo um 7,4 Prozentpunkte verbessern, und die USA müssten eine Verbesserung um fast 5 Prozentpunkte anstreben (Spalte 1). Bei Ausbleiben von Reformen zur

Eindämmung der alterungsbedingten Ausgaben (Spalte 2) müssten das Vereinigte Königreich und die USA substanzielle Anpassungen bei den nicht alterungsbedingten Ausgaben vornehmen (um 13 bzw. 14 Prozentpunkte des BIP). Angesichts des enormen Ausmaßes dieser Korrekturen erscheint es unwahrscheinlich, dass sie umgesetzt werden. Vielmehr werden sich die Regierungen wohl darauf konzentrieren, die Leistungsansprüche umzugestalten.

Zur Berechnung des Konsolidierungsbedarfs wurden die aktuellen wachstumsbereinigten Zinssätze herangezogen. Die Annahme, dass sich die Zinssätze einem Niveau von 1% nähern, führt zu einer konservativeren Einschätzung. Die notwendige Anpassung in den USA würde um rund 2,1 auf 6,9 Prozentpunkte steigen und jene im Vereinigten Königreich um mehr als 1 Prozentpunkt auf 8,5 Prozentpunkte (Spalte 3). Werden keinerlei Maßnahmen zur Eindämmung der alterungsbedingten Ausgaben ergriffen, würde sich der Anpassungsbedarf auf 14,0 bzw. 16,1 Prozentpunkte erhöhen (Spalte 4).

Beträchtlicher Konsolidierungsbedarf wurde auch für Spanien (7,8 Prozentpunkte), Kanada (4,3 Prozentpunkte), Italien (4,2 Prozentpunkte) und Frankreich (3,6 Prozentpunkte) errechnet (Spalte 1). Kommt es zu keiner Reform der Leistungsansprüche, ergibt sich in all diesen Ländern (mit Ausnahme Italiens) ein um einige Prozentpunkte höherer Konsolidierungsbedarf (Spalte 2).⁶ In Spanien und Italien wären die notwendigen Haushaltskorrekturen geringer (Spalte 3), wenn in diesen Ländern der derzeit hohe wachstumsbereinigte Zinssatz von mehr als 4% (Spalte 5) sinken würde.

Lässt man die alterungsbedingten Ausgaben außer Acht, weisen andere fortgeschrittene Volkswirtschaften, wie z.B. Belgien, die Niederlande und Österreich, einen allgemein niedrigen Konsolidierungsbedarf auf. Hingegen errechnet sich bei Ausbleiben von Maßnahmen zur Eindämmung des projizierten Anstiegs der alterungsbedingten Ausgaben auch hier ein viel größerer Konsolidierungsbedarf (8–9 Prozentpunkte).

Zahlreiche aufstrebende Volkswirtschaften haben aufgrund eines niedrigen aktuellen Haushaltsdefizits einen relativ geringen Konsolidierungsbedarf, wenn die alterungsbedingten Ausgaben nicht berücksichtigt werden (Spalte 1). Eine bemerkenswerte Ausnahme bildet hier allerdings Indien, das Haushaltsanpassungen im Umfang von mehr als 3 Prozentpunkten des BIP vornehmen müsste. Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften ist nicht nur auf geringe Defizite zurückzuführen, sondern auch darauf, dass die effektiven Zinssätze – u.a. aufgrund der weniger entwickelten Finanzmärkte – niedriger als das BIP-Wachstum sind. Mit der fortschreitenden Entwicklung und internationalen Integration der Finanzmärkte ist jedoch davon auszugehen, dass diese Rahmenbedingungen auf längere Sicht nicht mehr gegeben sind. Die für aufstrebende Volkswirtschaften geringen Finanzierungskosten sind zum Teil auch den außerordentlich niedrigen Zinsen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften geschuldet. Ungeachtet dessen bleibt selbst bei der konservativeren Annahme, wonach sich der wachstumsbereinigte Zinssatz auf einem Niveau von 1% einpendelt, der Konsolidierungsbedarf in den meisten Ländern relativ gering (Spalte 3).

Weniger günstig stellt sich die Situation der öffentlichen Finanzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften dar, wenn der projizierte Anstieg der alterungsbedingten Ausgaben in die Berechnung einbezogen wird. In diesem Fall müsste Korea seinen zugrundeliegenden Primärsaldo um 12 Prozentpunkte verbessern; Brasilien, China, Malaysia, Südafrika und Thailand müssten Anpassungen im Umfang

⁶ Bei Berücksichtigung der projizierten Veränderung der alterungsbedingten Ausgaben fällt der Konsolidierungsbedarf für Italien etwas geringer aus, da diese Ausgaben (als Anteil am BIP) der Vorhersage gemäß zu Beginn der Simulation sinken und erst anschließend leicht zulegen würden.

von 4–7 Prozentpunkten (Spalte 4) vornehmen. Um tragfähige öffentliche Finanzen zu gewährleisten, müssten diese Länder entweder die künftigen alterungsbedingten Mehrbelastungen eindämmen oder andere Ausgaben entsprechend kürzen bzw. die Steuereinnahmen erhöhen.

Zinssätze und tragfähige öffentliche Finanzen

In einer Reihe wichtiger Volkswirtschaften profitiert der öffentliche Sektor derzeit von historisch niedrigen Finanzierungskosten. Angesichts der wachsenden Verschuldung sind diese Länder allerdings auch zunehmend einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt. Ein Anziehen der Zinsen, das mit keiner Steigerung des Produktionswachstums im gleichen Ausmaß einhergeht, gefährdet die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen noch zusätzlich.⁷

Vorherzusagen, wann und wie die langfristigen Zinsen eine Korrektur erfahren werden, ist schwierig; die potenziellen Auswirkungen einer solchen Korrektur auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu analysieren ist hingegen durchaus möglich. Wie im vorherigen Abschnitt gezeigt wurde, vergrößert sich der Konsolidierungsbedarf der Länder mit derzeit niedrigen Zinsen, wenn dort die wachstumsbereinigten Zinsen ansteigen. Zur Verdeutlichung der Risiken, die mit einer Normalisierung der langfristigen Zinsen einhergehen, sind in Grafik IV.2 die Ergebnisse einer Reihe von Simulationen der Schuldenquoten in Japan, im Vereinigten Königreich und in den USA dargestellt.

Als Ausgangspunkt für diese Simulationen dienen die aktuellen für 2013 prognostizierten Schuldenquoten und Haushaltssalden. Die Projektion der Verschuldung basiert im Wesentlichen auf den folgenden Annahmen: Erstens, der Primärsaldo entwickelt sich entsprechend den jüngsten Projektionen der nationalen Behörden, und zwar bis zum letzten vollen Kalenderjahr, für das projizierte Werte verfügbar sind.⁸ In den darauffolgenden Jahren bleibt der Primärsaldo ohne alterungsbedingte Ausgaben als Anteil am BIP konstant, sodass die Entwicklung des Primärsaldos insgesamt von den projizierten Veränderungen der alterungsbedingten Ausgaben abhängt. Zweitens, ein Zinsanstieg findet nur zu Beginn des Simulationszeitraums statt und wirkt sich allmählich auf den effektiven Schuldzinssatz aus. Dies ist darin begründet, dass der Staat in einem Jahr in der Regel nur einen Teil seiner Schulden refinanziert (zusätzlich zu einem etwaig bestehenden Defizit). Der Einfachheit halber wird angenommen, dass sich die Erhöhung des effektiven Zinssatzes über einen Zeitraum vollzieht, der der durchschnittlichen Laufzeit der ausstehenden Schulden zu Beginn der Simulation entspricht.⁹

⁷ Es gibt Hinweise darauf, dass Länder mit einer Schuldenquote von über 80% des BIP und einem beständigen Leistungsbilanzdefizit von einer ungünstigen Zinsentwicklung besonders betroffen sind. Siehe D. Greenlaw, J. Hamilton, P. Hooper und F. Mishkin, „Crunch time: fiscal crises and the role of monetary policy“, Konferenzpapier des US Monetary Policy Forum, New York, Februar 2013.

⁸ USA: Projektionen des Congressional Budget Office (CBO) bis 2022; Japan: Projektionen des Kabinettsbüros bis 2022; Vereinigtes Königreich: Projektionen des Office for Budget Responsibility bis 2017. Vom CBO wird der Primärsaldo des Zentralstaats gemeldet; der in den Projektionen verwendete Primärsaldo bezieht sich allerdings auf den öffentlichen Gesamthaushalt. Es wird für jedes Jahr, für das Werte verfügbar sind, angenommen, dass sich der gesamtstaatliche Primärsaldo im selben Ausmaß verändert wie jener des Zentralstaats.

⁹ In den Simulationen werden Rückkopplungseffekte zwischen Verschuldung einerseits und Wachstum und Zinsen andererseits nicht berücksichtigt; ebenso wenig werden die verschiedenen kurz- und langfristigen Auswirkungen in Betracht gezogen, die ein unterschiedliches Tempo bei der Haushaltskonsolidierung auf Wachstum und Zinsen haben könnte.

Projizierte Verschuldung des öffentlichen Gesamthaushalts in verschiedenen Szenarien

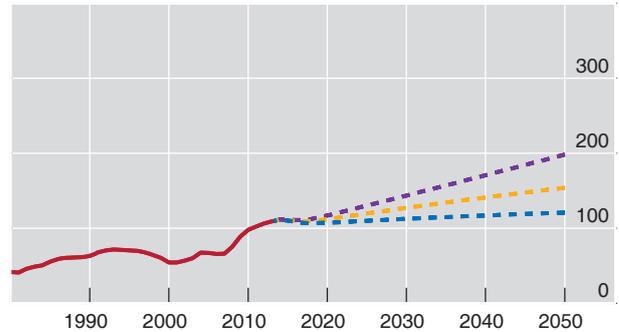
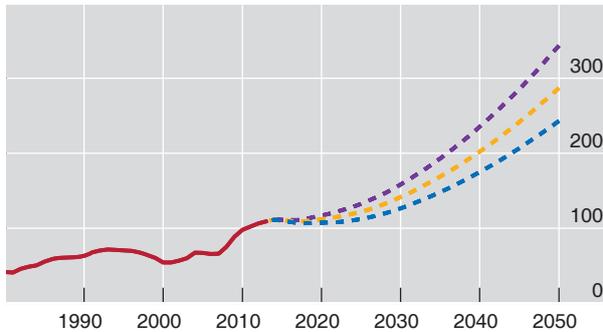
In Prozent des BIP

Grafik IV.2

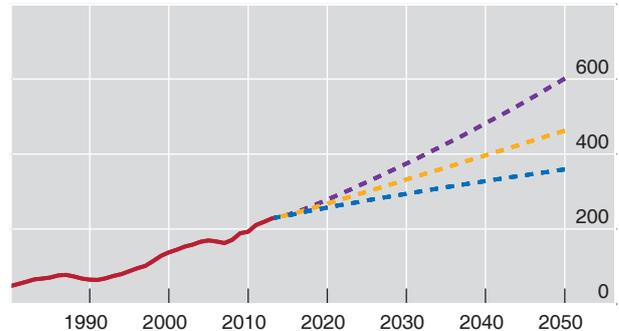
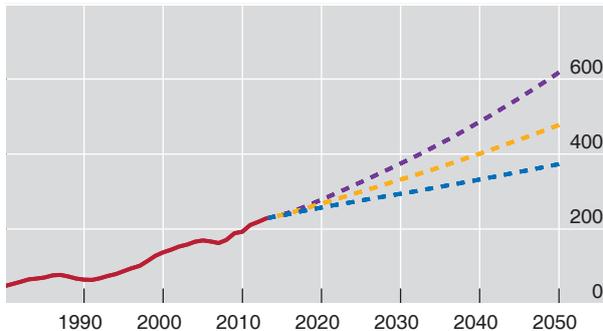
Steigende alterungsbedingte Ausgaben

Konstant bleibende alterungsbedingte Ausgaben
in Relation zum BIP

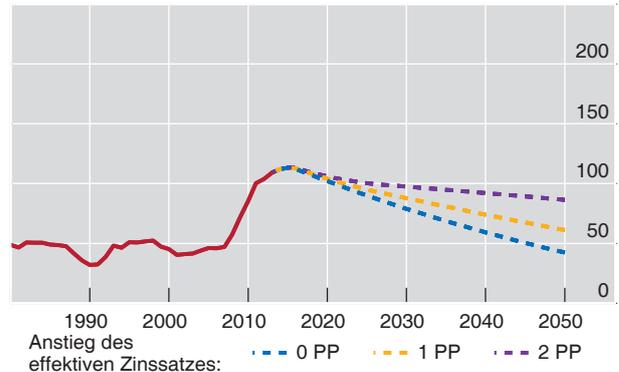
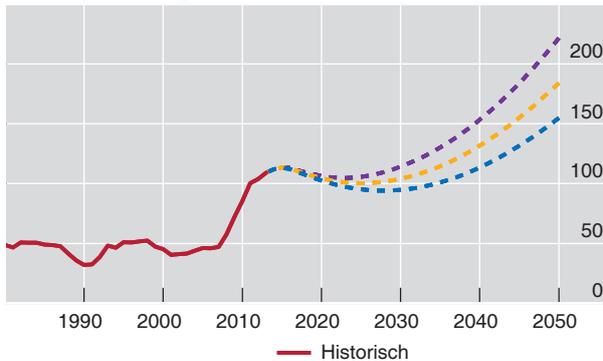
USA



Japan



Vereinigtes Königreich



Primärsalden beruhen auf Projektionen der OECD (für 2013 und 2014) sowie auf nationalen Projektionen (USA und Japan: 2015 bis 2022; Vereinigtes Königreich: 2015 bis 2017). Im Zeitraum 2023–50 (USA und Japan) bzw. im Zeitraum 2018–50 (Vereinigtes Königreich) werden die Einnahmen und die nicht alterungsbedingten Ausgaben in Relation zum BIP konstant gehalten, während die alterungsbedingten Ausgaben auf den Projektionen der in Grafik IV.1 aufgeführten Quellen beruhen oder auf dem Niveau von 2022 (USA und Japan) bzw. 2017 (Vereinigtes Königreich) konstant bleiben. Das nominale BIP-Wachstum beruht auf nationalen Projektionen bis 2022 (USA und Japan) bzw. bis 2017 (Vereinigtes Königreich), und es wird angenommen, dass es bis 2050 auf dem Wert von 2022 (USA und Japan) bzw. 2017 (Vereinigtes Königreich) bleibt. Für die in Tabelle IV.2 definierten nominalen effektiven Zinssätze der OECD wird angenommen, dass sie zwischen 2014 und 2050 auf dem für 2013 projizierten Niveau verharren oder allmählich um 1 oder 2 Prozentpunkte (PP) ansteigen werden (mit einer jährlichen Wachstumsrate, die dem Kehrwert der durchschnittlichen Restlaufzeit von Staatsschuldtiteln in Jahren entspricht).

Quellen: IWF; OECD; japanisches Kabinettsbüro; Office for Budget Responsibility des Vereinigten Königreichs; Congressional Budget Office der USA; Berechnungen der BIZ.

Die dargestellten Szenarien werden davon bestimmt, wie stark der Anstieg des effektiven Zinssatzes ausfällt und ob die alterungsbedingten Ausgaben (als Anteil am BIP) weiter steigen oder konstant bleiben. In den USA könnte sich ein höherer effektiver Zinssatz signifikant auf die Entwicklung der Schuldenquote auswirken, wie in Grafik IV.2 gezeigt wird. Dabei stechen zwei Aspekte hervor: Zum einen werden die alterungsbedingten Ausgaben unabhängig von der Zinsentwicklung letztlich ein Anwachsen der Schulden zur Folge haben. Bei höheren Zinsen steigt der Schuldenstand jedoch schon viel früher. Zum anderen werden im Falle eines höheren effektiven Zinssatzes die aktuellen Konsolidierungspläne den Schuldenstand selbst dann nicht stabilisieren können, wenn die alterungsbedingten Ausgaben (als Anteil am BIP) konstant bleiben.

Für Japan zeigen die Ergebnisse der Simulationen ebenfalls, dass bei einer Beibehaltung des gegenwärtigen Konsolidierungskurses die Schuldenquote weiter ansteigen wird, obwohl sich die alterungsbedingten Ausgaben nur moderat erhöhen dürften. Naturgemäß wird der Schuldenstand umso rascher steigen, je höher der Zinssatz ist.

Im Vereinigten Königreich dürfte die Schuldenquote ihren Höchststand um das Jahr 2015 erreichen. Da die ausstehenden Schulden dort eine sehr lange durchschnittliche Laufzeit von ungefähr 14 Jahren aufweisen, nimmt die Verschuldung in allen drei Zinsszenarien bis zum Ende der Dekade einen ähnlichen Verlauf. Diese Tatsache bietet einen gewissen Schutz gegen einen drastischen Zinsanstieg. Dennoch werden die alterungsbedingten Ausgaben künftig zusätzlichen Druck auf die Schuldenquote ausüben, wenn nicht gegengesteuert wird.¹⁰

Kosten und Nutzen der Haushaltskonsolidierung

Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte hat in den letzten Jahren zweifelsohne das Wachstum belastet. Mit dem hinter den Erwartungen zurückbleibenden Wachstum vieler fortgeschrittener Volkswirtschaften wurden zuletzt Rufe nach einer langsameren Korrektur der Haushaltssalden oder einem Aufschub der Konsolidierung laut. Kritikern zufolge hat die Politik die negativen Effekte der Konsolidierung auf das Wachstum falsch eingeschätzt: Sie habe die Auswirkungen von Kreditbeschränkungen auf private Haushalte und Unternehmen unterschätzt, die Möglichkeiten der Geldpolitik bei einem Leitzinsniveau nahe null überschätzt und die Gleichzeitigkeit der Konsolidierung in verschiedenen Ländern nicht angemessen berücksichtigt. Ferner argumentieren die Kritiker, ein weniger strikter Konsolidierungskurs würde der Wirtschaft mehr Zeit für Erholung und Anpassung lassen, und umgekehrt würde die Konsolidierung weniger Kosten verursachen, wenn die Wirtschaft kräftig und selbsttragend wächst.

Eine Reihe von Gründen spricht gegen all diese Argumente. Erstens, selbst wenn die kurzfristigen negativen Effekte der Fiskalpolitik auf die Produktion (also die Fiskalmultiplikatoren) etwas größer sein sollten als vor der Krise, ist höchst unsicher, wie groß sie tatsächlich sind; es liegen keine schlüssigen Belege vor, wonach die negativen Effekte so groß sind, dass sie die Konsolidierung erschweren oder sogar unmöglich machen. Die Größe der Fiskalmultiplikatoren hängt vielmehr

¹⁰ Die in Grafik IV.2 dargestellte hypothetische Entwicklung der Verschuldung basiert auf der durchschnittlichen Laufzeit der (unkonsolidierten) ausstehenden gesamtstaatlichen Verschuldung. Tatsächlich ist die durchschnittliche Laufzeit der konsolidierten Bilanz des öffentlichen Sektors (einschließlich von den Finanzbehörden bzw. der Notenbank eingegangener Verbindlichkeiten) aufgrund der sehr kurzen Laufzeiten der Notenbankverbindlichkeiten geringer. Bei Berücksichtigung dieser kürzeren Laufzeiten würde sich die Entwicklung des Schuldenstandes bei einer gegebenen Zinserhöhung verschlechtern.

von der Glaubwürdigkeit und Qualität der Konsolidierung ab (s. nächster Abschnitt) sowie von den flankierenden strukturpolitischen Maßnahmen (einschließlich der Reformen im Finanzsystem).

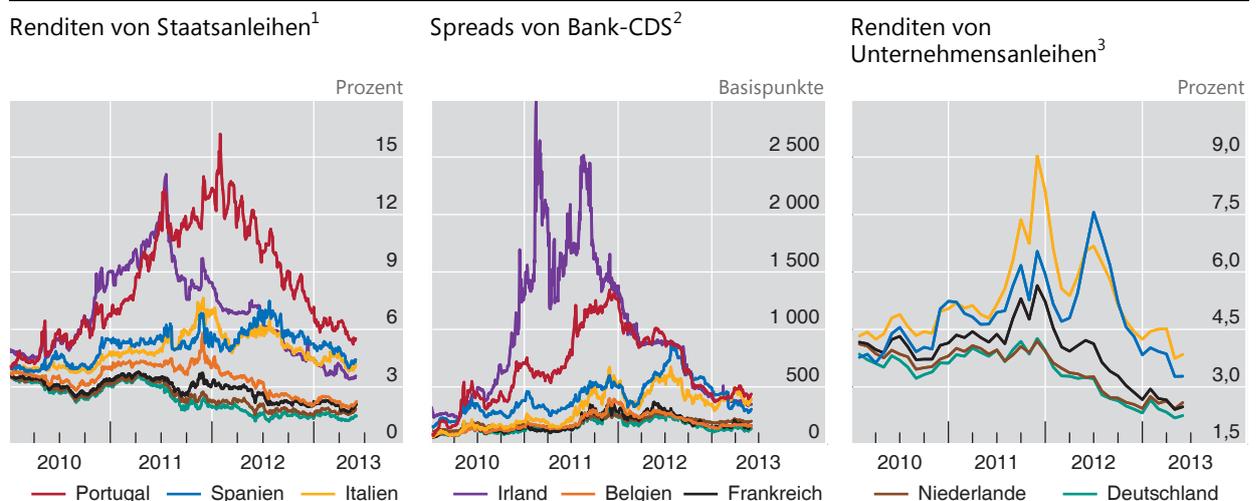
Zweitens dürften mit ziemlicher Sicherheit andere Faktoren zu dem unerwartet schwachen Wachstum beigetragen haben. Vor allem im Euro-Raum trieben Bedenken der Anleger hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und der Liquidität die Staatsanleiherenditen in die Höhe. Das belastete die Bilanzen der Banken und Staaten und führte zu restriktiveren Kreditkonditionen. Einige Länder konnten sich nicht mehr über den Markt finanzieren und mussten auf öffentliche Mittel zurückgreifen. In diesen Fällen war eine weitreichende vorgezogene Konsolidierung unerlässlich; ohne sie wäre der Produktionsverlust noch größer ausgefallen.

Drittens sprechen größere Fiskalmultiplikatoren nicht unbedingt gegen eine frühzeitige bzw. recht rasche Anpassung. Befürworter eines Aufschubs der Haushaltskonsolidierung bzw. eines langsameren Konsolidierungstempos stützen sich auf die Erwartung, dass die Fiskalmultiplikatoren in Zukunft abnehmen oder das Wirtschaftswachstum deutlich anzieht. Treten diese Erwartungen jedoch nicht ein, so führt der Aufschub eines Großteils der erforderlichen Konsolidierung zu einer größeren Schuldenlast und einem höheren Schuldendienst, wodurch künftige Korrekturmaßnahmen noch teurer und langwieriger werden.

Die Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik spielt in der Argumentation für einen Aufschub der Konsolidierung ebenfalls eine wesentliche Rolle. Amtierende Regierungen müssten im Namen künftiger Entscheidungsträger Verpflichtungen eingehen. Die aktuellen institutionellen und fiskalpolitischen Rahmenbedingungen dürften allerdings zum Teil nicht stark genug sein, um den Spielraum künftiger politischer Entscheidungsträger entsprechend einzuschränken. Darüber hinaus könnten langsamere Fortschritte bei der Korrektur der öffentlichen Finanzen eine gewisse Reformmüdigkeit hervorrufen: So könnte sich die Ansicht durchsetzen, dass die Reformen nicht zum gewünschten Ergebnis führen und daher abgebrochen werden sollten. Probleme möglichst früh anzugehen mag kurzfristig kostspieliger sein, könnte aber dazu beitragen, dass notwendige Reformen auch tatsächlich umgesetzt werden.

Finanzierungsbedingungen im Euro-Raum

Grafik IV.3



¹ 10-jährige Renditen. ² Einfacher Durchschnitt von Spreads auf vorrangige 5-jährige Credit-Default-Swaps (CDS) bei einer Stichprobe inländischer Finanzinstitute. ³ Marktwertgewichteter Durchschnitt der Renditen von Unternehmensanleihen.

Quellen: Barclays; Markit; Angaben der einzelnen Länder.

Viertens schließlich wirkt die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen nicht nur kurz- sondern auch langfristig auf das Wachstum: Sie sorgt für die Wiederherstellung stabiler Finanzierungsbedingungen, die Beseitigung der Risiken aus hoher Verschuldung sowie die Verringerung des Schuldendienstes und führt so zu einem höheren nachhaltigen Wirtschaftswachstum. Folglich macht der langfristige Nutzen die kurzfristigen Kosten mehr als wett.

Bereits jetzt sehen jene Länder, die die umfangreichsten Konsolidierungsmaßnahmen umgesetzt haben, die ersten Erfolge in Form von besseren Finanzierungsbedingungen. Innerhalb des Euro-Raums sanken in Irland, Italien, Portugal und Spanien im vergangenen Jahr die Staatsanleiherenditen (Grafik IV.3 links) und die Spreads von Credit-Default-Swaps (CDS) deutlich. In Irland fielen die Renditen von ihrem Höchststand von rund 14% Mitte 2011 auf unter 4% Ende Mai 2013; somit war es dem Land wieder möglich, Anleihen unterschiedlicher Laufzeit zu emittieren. Auch Portugal erlangte vor Kurzem wieder Marktzugang.

Der private Sektor profitiert ebenfalls von dieser Entwicklung. Die CDS-Spreads von Banken und sonstigen Finanzintermediären gingen im vergangenen Jahr beträchtlich zurück, wodurch die Finanzierungskosten der Banken deutlich sanken (Grafik IV.3 Mitte). Ebenso liegen die Renditen der Anleihen von Nichtfinanzunternehmen in Italien und Spanien weit unter ihren Höchstständen (Grafik IV.3 rechts).

Die Entspannung bei den allgemeinen Finanzierungsbedingungen ist natürlich nicht nur auf den Defizitabbau zurückzuführen, sondern auch auf den ganzen Euro-Raum umfassende Maßnahmen der EZB wie längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRG) mit 3-jähriger Laufzeit und die Ankündigung geldpolitischer Outright-Geschäfte (OMT). Doch auch die langfristige Funktionsfähigkeit dieser Programme hängt letztlich von der Umsetzung der notwendigen Haushaltsanpassungen in den einzelnen Ländern ab. Sie sind kein Ersatz für die Konsolidierung, sondern vielmehr eine Ergänzung.

Die Qualität der Haushaltskonsolidierung

Die Gestaltung der Haushaltskonsolidierung ist entscheidend, wenn es darum geht, ihre negativen kurzfristigen Effekte auf das Wachstum zu minimieren, das Wachstumspotenzial zu erhöhen und den Erfolg umfangreicher Anpassungen sicherzustellen.

Vorliegende Untersuchungen deuten darauf hin, dass eine umfangreiche und wirkungsvolle Haushaltskonsolidierung in der Regel vorwiegend auf Ausgabenkürzungen – vor allem beim öffentlichen Konsum und bei den Transferleistungen – und nicht auf Steuererhöhungen beruht. Ausgaben haben zwar tendenziell größere fiskalische Multiplikatoren als Steuern, Ausgabenkürzungen jedoch setzen Mittel frei, die künftige Steuersenkungen ermöglichen. Des Weiteren ist es tendenziell schwieriger, Ausgabenkürzungen rückgängig zu machen; entsprechende Maßnahmen in einer frühen Phase der Konsolidierung stärken deshalb die Glaubwürdigkeit des fiskalpolitischen Kurses. Eine einnahmenbasierte Haushaltskonsolidierung dagegen verursacht üblicherweise kurzfristig geringere Kosten, führt aber zu größeren Verzerrungen und somit einem künftig geringeren Produktionspotenzial, wenn die Steuererhöhungen nicht von einem niedrigen Niveau aus vorgenommen werden. In Ländern mit hohen Steuersätzen ist es daher weniger wahrscheinlich, dass eine einnahmenbasierte Haushaltskonsolidierung zu einer dauerhaften Reduktion der Schuldenquote führt.¹¹

¹¹ Siehe z.B. IWF, „From stimulus to consolidation: revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies“, April 2010, und OECD, „Fiscal consolidation: how much, how fast, and by what means?“, OECD, *Economic Policy Papers*, Nr. 1, April 2012.

Die Steuer- und Ausgabenquoten unterscheiden sich von Land zu Land deutlich. Die USA gehörten im Zeitraum 2008–12 zu den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit der geringsten Steuerlast (die Summe aus direkten und indirekten Steuern sowie Sozialversicherungsbeiträgen): Mit durchschnittlich 25% des BIP lag die Steuerquote in etwa auf dem Niveau der frühen 1960er Jahre. Auch der Anteil des öffentlichen Konsums hatte sich mit rund 17% seit damals kaum verändert. Bei den Transferleistungen kam es hingegen zu einer Verdreifachung auf 15%. Auch Japan verfügt mit 29% des BIP über eine relativ geringe Steuerquote. Allerdings legte der öffentliche Konsum von 12% auf 21% zu, und die Transferleistungen stiegen von 2% auf 15%.

In anderen Ländern, vor allem innerhalb Europas, ging die Erhöhung der Steuerlast mit einem Anstieg der Verschuldung, des öffentlichen Konsums und der Transferleistungen einher. In Spanien liegt die Steuerquote gegenwärtig bei 33%, in Portugal bei 36% und im Vereinigten Königreich bei 37%; in Frankreich, Deutschland und Italien beträgt die Steuerlast bereits rund 40–46%. In diesen drei Ländern ist der Spielraum für weitere Steuererhöhungen geringer. Das Ausmaß und die Zusammensetzung der öffentlichen Ausgaben hängt von den jeweiligen gesellschaftlichen Präferenzen ab. Die eingeschränkten Möglichkeiten für Steuererhöhungen bedeuten allerdings, dass eine Reihe von Ländern ihren Haushalt vorwiegend mittels Ausgabenkürzungen sanieren müssen.¹²

Um die kurzfristigen Konsolidierungskosten zu minimieren und das Produktionspotenzial zu erhöhen, kann sich die Politik auf verschiedene Komponenten der Ausgaben- und Einnahmenseite konzentrieren. Vermögenssteuern und indirekte Steuern (z.B. Mehrwert- oder Umsatzsteuer) wirken tendenziell weniger verzerrend als Steuern auf Arbeit und Kapital. Des Weiteren dürften Kürzungen bei sozialen Transferzahlungen dem Wachstum kurzfristig weniger schaden als eine Einschränkung des öffentlichen Konsums.

Auch rasche und einschneidende Reformen bei Leistungsansprüchen sind eine Möglichkeit zur Verbesserung der Konjunkturaussichten. Solche Maßnahmen sind auf ihre über viele Jahre hinweg anhaltende Wirkung ausgerichtet; unmittelbar stärken sie aber die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und das Vertrauen der Märkte, wodurch sich willkommene Effekte für die Schuldzinsen ergeben dürften.

Zusammenfassung

Die Verschuldung hat in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften einen für Friedenszeiten beispiellosen Höchststand erreicht – und sie nimmt weiter zu. Eine höhere Verschuldung stellt für diese Länder zweifelsohne ein Risiko dar: Sie führt zu höheren Zinszahlungen und somit zu höheren Steuern und schränkt folglich den Spielraum für antizyklische Maßnahmen ein. Sie schürt Bedenken der Anleger hinsichtlich der künftigen Inflationsentwicklung oder potenzieller Ausfälle und erhöht so die Risikoprämien. Befürchtungen über mögliche Ausfälle treiben wiederum die Finanzierungskosten für Finanzinstitute mit Staatsanleihebeständen in die Höhe, und die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte wird zurückgeschraubt.

Beim Abbau der Haushaltsdefizite wurden bereits Fortschritte erzielt. In vielen Ländern muss der Primärsaldo allerdings noch deutlich verbessert werden, um einen nachhaltigen Schuldenabbau zu ermöglichen. Der Erfolg der Haushalts-

¹² Schätzungen der höchstmöglichen Steuerquoten legen den Schluss nahe, dass einige dieser Länder bei der Steuerlast die Obergrenze nahezu erreicht haben. Siehe M. Trabandt und H. Uhlig, „How do Laffer curves differ across countries?“, *NBER Working Papers*, Nr. 17862, Februar 2012.

konsolidierung hängt entscheidend davon ab, ob der künftige Anstieg der Ausgaben im Renten- und Gesundheitswesen eingedämmt werden kann.

Im Gegensatz zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verzeichnen die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften eine stabile oder rückläufige Schuldenquote. Mit einer umsichtigen Fiskalpolitik sowie Maßnahmen, um den Anstieg der alterungsbedingten Ausgaben zu begrenzen, befinden sich die öffentlichen Finanzen in diesen Ländern auch weiterhin auf einem soliden Fundament.