

Priewe, Jan

Article

Schuldentragfähigkeit mit impliziten Staatsschulden: Leitbild oder Irrlicht?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Priewe, Jan (2023) : Schuldentragfähigkeit mit impliziten Staatsschulden: Leitbild oder Irrlicht?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Sciendo, Warsaw, Vol. 103, Iss. 3, pp. 198-204,
<https://doi.org/10.2478/wd-2023-0053>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/271715>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Jan Priewe*

Schuldentragfähigkeit mit impliziten Staatsschulden – Leitbild oder Irrlicht?

Die impliziten Staatsschulden sind eine auf Annahmen beruhende Rechengröße, die etwas qualitativ grundlegend anderes als explizite Staatsschulden sind, also zu diesen nicht addiert werden können. Überdies verzerren sie die wirklichen Kosten der Alterung erheblich. Es entsteht ein Trugbild von Staatsschulden, das eine daran ausgerichtete Fiskalpolitik wie ein Irrlicht in die falsche Richtung treibt. Die Kosten des demografischen Wandels werden dabei systematisch überschätzt.

Die Europäische Kommission schlägt seit langem vor, die Tragfähigkeit von Staatsschulden mit drei Indikatoren von Nachhaltigkeit (sustainability) zu erfassen. S0 umfasst als Kurzfrist-Indikator 25 Frühindikatoren, S1 ist auf die bekannte Obergrenze des Maastricht-Vertrags von 60 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) bei den sogenannten expliziten Staatsschulden ausgerichtet (gegenwärtige Schulden des Staates in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, VGR), während S2 die dauerhafte Konstanz der jeweiligen aktuellen Schuldenquote des Mitgliedstaates unterstellt, jedoch „implizite Schulden“ infolge des demografischen Wandels einbezieht und dabei die Bedingung $r > g$ postuliert (mit r als Zinssatz auf Staatsschulden und g als Wachstumsrate des BIP). Implizite Schulden bestehen im Kern aus dem Barwert der zukünftigen zusätzlichen Ausgaben der demografischen Alterung unter der Annahme, dass das gegenwärtige Regelungssystem der Altersvorsorge auf lange Sicht beibehalten wird (no policy change). Eine ähnliche Konzeption hatte der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bereits in seinem Jahresgutachten 2003 entwickelt (SVR, 2003). S2 ist auch die Grundlage der Tragfähigkeitsberichte zur Staatsverschuldung, die das

Bundesministerium für Finanzen (BMF) in unregelmäßigen Abständen veröffentlicht (zuletzt der 5. Bericht, BMF, 2020). Die Berichte ermitteln meist explodierende Staatsschulden, die eine Tragfähigkeitslücke signalisieren, welche durch – möglichst sofort – erhöhte Primärsalden im Staatshaushalt geschlossen werden sollen, vorzugsweise durch Kürzung von Ausgaben (SVR, 2003). Auch die OECD und die letzte internationale Reform der VGR 2008 fordern eine stärkere buchhalterische Integration von Leistungen der Altersvorsorge in das Rechensystem.

Es wird im Folgenden argumentiert, dass implizite Staatsschulden eine auf vielen Annahmen beruhende Rechengröße sind, die etwas qualitativ grundlegend anderes als explizite Staatsschulden sind, also zu diesen nicht addiert werden können. Überdies verzerren sie die wirklichen Kosten der Alterung erheblich. Es entsteht so ein Trugbild von Staatsschulden, das eine daran ausgerichtete Fiskalpolitik wie ein Irrlicht in die falsche Richtung treibt. Die Kosten des demografischen Wandels werden dabei systematisch überschätzt. Die Kritik impliziert, dass S2 als Messlatte und Leitbild für Staatsschulden ungeeignet ist; dadurch wird der Begriff von Schuldentragfähigkeit noch mehr erschüttert, wenn man sich eingesteht, dass S1 auf einer mehr oder minder willkürlichen Norm beruht (Priewe, 2020a).

Was sind implizite Staatsschulden?

Als implizite Staatsschulden werden meistens zukünftige Kosten des Staates aufgrund von rechtlichen Verpflichtungen oder politischen Zusagen verstanden, die als Quasi-Vermögen privater Haushalte verstanden werden. Sie beziehen sich vorrangig auf direkte und indirekte Kosten der Altersvorsorge. Allerdings wären die entsprechenden Verpflichtungen des Staates nur dann bindend, wenn die relevanten Gesetze und Regelungen nicht geändert werden (können). In den vergangenen Jahrzehnten wurden sie hingegen häufig geändert. Kosten der Altersvorsorge wer-

© Der/die Autor:in 2023. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

* Der Beitrag fasst Teile eines längeren Papiers zusammen (Priewe, 2023).

Prof. Dr. Jan Priewe war Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin.

den bei beitragsfinanzierten Rentensystemen nur dann zu Schulden, insoweit sie durch den Staatshaushalt im Wege der Kreditaufnahme finanziert werden. Implizite zukünftige Kosten werden nur dadurch zu impliziten Schulden, wenn man hypothetisch unterstellt, dass die Kosten relativ zum BIP steigen und mit den derzeitigen geltenden Beiträgen bei derzeitig gültigen Ansprüchen nicht finanziert werden können. Allein die „no-policy-change“-Annahme macht die Zusatzkosten zu Zusatzschulden. Allerdings widerspricht diese Annahme den geltenden Regeln der Altersvorsorge und zugleich den fiskalischen Regeln einschließlich der Schuldenbremse des Grundgesetzes, sodass die „no-policy-change“-Annahme inkonsistent ist. Ewig geltende Regeln wären schlichtweg absurd.

Eventualverbindlichkeiten des Staates wie Garantien und Bürgschaften zählen nicht zu den impliziten Schulden, jedoch auch nicht zu den expliziten Staatsschulden. Sie werden zu letzteren nur im Ausnahmefall, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit schwer vorhersehbar ist. Eine Veränderung von Staatsschulden kann auch durch eine veränderte Zuordnung von Extrahaushalten zum Staatssektor entstehen, etwa bei staatseigenen Unternehmen (ECB, 2012).

Forderungen an den Staat bzw. die Sozialversicherungen, soweit sie zukünftige Renten und andere altersbedingte Kosten betreffen, sind zwar aus der Sicht der Versicherten Ansprüche an späteres Einkommen, aber die genaue Höhe ist im deutschen System der Altersvorsorge nicht rechtsverbindlich definiert. Es handelt sich also nicht um Finanzvermögen, das mit Staatsanleihen, also expliziten Schulden des Staates, vergleichbar ist (ähnlich Barr und Diamond, 2006, 26-28; Barr und Diamond, 2010, 60-62; Homburg, 2014, 413 f.; SVR, 2007). Rentenansprüche sind keine handelbare Ware, sie sind auch nicht vererbbar, haben also ein „Verfallsdatum“. Sie können auch nicht als Sicherheit bei Banken verwendet werden. Wenn sie kein Finanzvermögen darstellen, können sie auch keine Staatsschulden sein. Allerdings können sie zu Staatsschulden werden, wenn der Staat sich entschliesse, die Alterssicherung in wesentlichen Teilen durch Kreditaufnahme zu finanzieren. Da niemand dies ernsthaft unterstellt, sind implizite Staatsschulden nur eine hypothetische Rechengröße, die durch eine Vielzahl von Annahmen bestimmt ist, die umso unsicherer sind, je länger der Projektionszeitraum ist. In den Tragfähigkeitsberichten des BMF ist er etwa 40 Jahre, in anderen Untersuchungen länger, vom theoretischen Ansatz der fiskalischen Nachhaltigkeit her ist er unendlich. Implizite Staatsschulden können also zu Phantomzahlen mutieren, da die Vermessung der entfernten Zukunft nicht möglich ist.

Der 5. Tragfähigkeitsbericht des BMF von 2020 berechnet die sogenannten Demografie-abhängigen Ausgaben (DaA)

der Alterung bis 2060 unter folgenden Annahmen, die in einem Gutachten von Werding et al. (2020) enthalten sind:

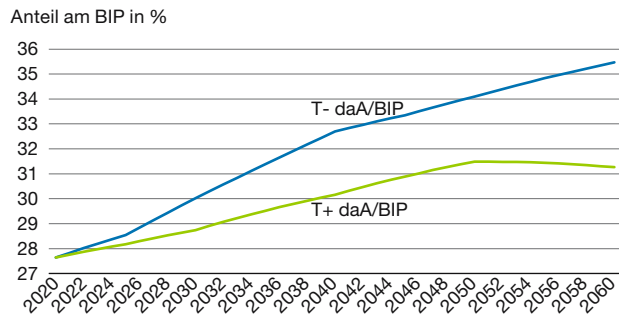
- Sie umfassen die zukünftigen Kosten der Renten-, Kranken- und Pflegeversicherung, Beamtenpensionen und Kosten der Familienpolitik, soweit sie mit der Alterung der Gesellschaft verbunden sind unter der Bedingung, dass alle gesetzlichen Regelungen unverändert bleiben, ebenso die Beitragssätze zu den Sozialversicherungen und die Steuerquote. Der Umfang beträgt 60 % der Staatsausgaben und 26 % des BIP des Basisjahres 2018.
- Steigende DaA, also implizite Ausgaben, werden per Annahme kreditfinanziert. Der Primärsaldo des Ausgangsjahres (1,5 %, hier 2020) bleibt dabei konstant. Der Barwert der DaA wird zu den expliziten Schulden des Basisjahres 2018 addiert. Sonstige Ausgaben des Staates steigen mit dem BIP. Der BIP-Pfad wird mit einer Produktionsfunktion angebotsseitig berechnet, mit Annahmen hinsichtlich der totalen Faktorproduktivität. Die Erwerbsbeteiligung bleibt konstant, ebenso die Arbeitszeiten je Erwerbstätigen.
- Zwei Szenarien mit unterschiedlichen Merkmalen werden berechnet, ein pessimistisches (T-) und ein optimistisches (T+). Das durchschnittliche Wachstum von 2020 bis 2060 in T- ist 0,5 % p. a., in T+ gut 1,0 %; die Wachstumsdifferenz resultiert vor allem aus einer höheren Nettozuwanderung in T+, die in etwa dem Trend der Vergangenheit entspricht. Auch die demografischen Annahmen hinsichtlich Geburtenziffer und erhöhter Lebenserwartung unterscheiden sich leicht. Beide Szenarien erscheinen plausibel, jedenfalls nicht extrem.¹
- Die Inflationsrate bleibt stabil auf dem Niveau der Zielinflation. Die Zinsen auf Staatsschulden steigen in beiden Szenarien gleichermaßen bis 2060 langsam auf real 3 %, verstanden als Normalzinssatz, den Vorgaben der OECD (2020, Ziffer 43) folgend, der auch der Angabe im jährlich erscheinenden Debt Sustainability Monitor der Europäischen Kommission entspricht.

Das Ergebnis der Berechnungen ist, wie folgt:

- Die DaA steigen in beiden Trajektorien mit einer Wachstumsrate a , die leicht über der des BIP liegt, also $a > g$. In T- steigen sie in Prozent des BIP von 2020 bis 2060 um 6,8 % Prozentpunkte, in T+ nur um 3,4 Punkte (vgl. Abbildung 1). Das sind die geschätzten Zusatzkosten der Alterung. Wollte man sie durch kontinuierli-

¹ Werding, der zusammen mit Autoren des Ifo-Institutes die Methodik des 5. Tragfähigkeitsberichts des BMF entwickelt hat (Werding et al., 2020), hat in einem Gutachten für den SVR aus dem gleichen Jahr ein Szenario errechnet, das eher dem pessimistischen T- ähnelt. In SVR (2020) findet sich nur ein Szenario, das günstigere Szenario entfällt hier. Die Unterschiede zwischen BMF (2020) und SVR (2020) sind nicht nachvollziehbar.

Abbildung 1
Demografie-abhängige Ausgaben in Varianten T- und T+



Lineare Interpolation zwischen 5-Jahreszeiträumen durch den Autor.

Quelle: Werding et al. (2020, Tabellenhang), eigene Berechnungen.

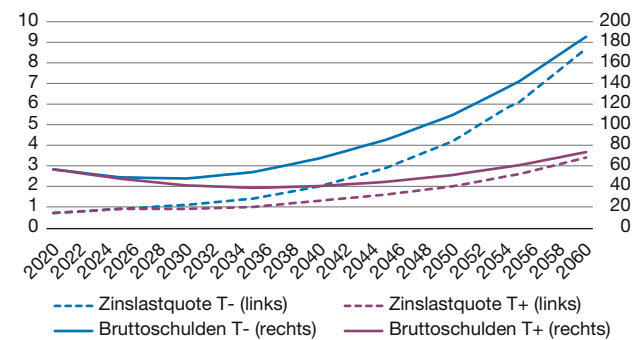
che Ausgabenkürzungen oder Einnahmesteigerungen decken, müssten diese um 0,16 % p.a. bzw. 0,08 % p.a. schrumpfen bzw. steigen. Dramatisch kann man die Anstiege wohl nicht nennen, im optimistischen Fall sind sie nahezu vernachlässigenswert. Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass möglicherweise nicht sorgfältig gerechnet worden wäre.

- Bei Kreditfinanzierung der DaA steigt 2060 die Bruttoschuldenquote auf 185,5% in T- bzw. auf 73,3% in T+ (vgl. Abbildung 2). Das Ergebnis resultiert vor allem aus $r > g$, in weit geringerem Maße aus $a > g$. D.h., die Zinslastquote steigt in T- um 8,0 Prozentpunkte, in T+ nur um 2,7 Punkte.
- Die Tragfähigkeitslücke (oder S2-Lücke), also der Korrekturbedarf beim Primärsaldo des Basisjahres, beträgt 4,1 Punkte in T- und nur 1,5 Punkte in T+ (zur Methode: Werding et al., 2020, Annex A1.2; EC, 2021a, Annex 4.1).

Der Löwenanteil des Schuldenanstiegs steigt in T- durch die Zinslast infolge der gewählten Annahmen, in geringerem Maße in T+ (siehe auch Dönnebrink und Grevnbock, 2022). Die Zins-Wachstums-Differenz ($r-g$) beträgt im Durchschnitt der 40-Jahresperiode 0,9 bzw. 0,4 Punkte (T- bzw. T+). Infolge des exponentiellen Wachstums entwickeln sich die Schulden in T- explosiv, in T+ ebenso, aber viel langsamer bzw. erst nach 2060.

Aus der Konstruktion der Szenarien folgt zwingend, dass mit steigenden DaA und entsprechender Zunahme der Schuldenquote die aggregierte Nachfrage das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial zunehmend übersteigt. Da Inflation annahmegemäß ausgeschlossen ist, muss die Importquote ständig steigen und der Leistungsbilanzsaldo kontinuierlich schrumpfen. Dass die Realzinsen unter diesen Bedingungen nur langsam

Abbildung 2
Bruttoschuldenquote und Zinslastquote bei T- und T+
 in % des BIP



Lineare Interpolation zwischen 5-Jahreszeiträumen durch den Autor.

Quelle: Werding et al. (2020, Tabellenhang), eigene Berechnungen.

auf 3 % ansteigen, um dann stabil zu bleiben, wäre mehr als unwahrscheinlich, ebenso dass die Inflation bei 2 % verharret. Kurzum, die Szenarien verstoßen gröblich gegen makroökonomische Gleichgewichtsbedingungen. Natürlich handelt es sich nicht um ein makroökonomisches Modell, aber gerade deshalb beruht die behauptete Schuldendynamik auf Phantomzahlen. Die Methodik als rechnerische „Konvention“ zu verstehen, ist keine überzeugende Rechtfertigung, sondern macht diese Art von Konventionen unglaubwürdig. Auch der gelegentliche Hinweis, dass die eigentlichen Erkenntnisgewinne nicht durch die Szenarien selbst erfolgen, sondern durch die Simulation einer Vielzahl von Alternativen bei einzelnen Variablen, kann nicht überzeugen, wenn die Grundkonzeption der Analyse inkonsistent ist. Zudem werden zentrale Variablen bei den Simulationen ausgeklammert, wie die Erhöhung der Sozialabgaben bzw. der Steuern oder die Senkung von Leistungsansprüchen, als wären es Tabus. Damit geht eine wesentliche Einsicht in den Charakter der demografischen Alterung mit fortwährend steigendem Altenquotient (Verhältnis der nicht mehr erwerbstätigen zur erwerbstätigen Bevölkerung) verloren: die Kosten müssen stets aus dem laufenden Nationaleinkommen bezahlt werden, erfordern also eine zunehmende Umschichtung ($a > g$) der Einkommen, unabhängig von der Art des Alterssicherungssystems (Mackenroth, 1952). Zuwanderung oder die Verlängerung der Lebensarbeitszeit können die Dynamik dämpfen, aber nicht beseitigen, solange die Zahlen der Geburten und der Sterbefälle auseinanderklaffen.

Durch die gewählte Methodik werden aus relativ geringen Kosten der Alterung explosive Verläufe suggeriert, die viel mit dem Zins-Wachstums-Differential und den Annahmen – keine Erhöhung der Abgaben bzw. Senkung der DaA und keine Senkung der sonstigen Ausgaben – zu tun ha-

ben, aber wenig mit dem demografischen Wandel. Kern der Annahmen ist, dass die Zinsen auf Staatsschulden im Durchschnitt der Projektionsperiode über der Wachstumsrate liegen müssen, eine Grundannahme in der Konstruktion von S2 (EC, 2021a).

Die Logik und Methodik von S2

S2 gilt als der eigentliche Indikator von Schuldentragfähigkeit, im Gegensatz zur öffentlichen Wahrnehmung, die sich an S1 orientiert. Vereinfacht gesagt, S2 soll helfen, Insolvenzrisiken von Staaten zu vermeiden, indem die wichtigsten zukünftigen Ausgabenzuwächse, die durch demografischen Wandel induziert werden, einbezogen werden. Die EZB formuliert die Vermeidung von Insolvenzrisiken durch Einhaltung der intertemporalen Budgetrestriktion, wie folgt: „The sustainability of government debt means that the accumulated government debt has to be serviced at any point in time. It requires governments to be both solvent and liquid. ‘Solvency’ is a medium to long-term concept and requires that the government’s net present value budget constraint is fulfilled, stipulating that the net present value of the government’s future primary balances must be at least as high as the net present value of outstanding government debt“ (ECB, 2012, 59).²

Hier wird wie selbstverständlich angenommen, dass der Staat wie ein Unternehmen insolvent werden kann und folglich Staatsschulden analog zu privaten Schulden zu behandeln sind. Der einzige Unterschied sind die Anführungszeichen. In einer Fußnote wird als Bestandsansatz hinzugefügt, dass der Nettobarwert aller ausstehenden Verbindlichkeiten nicht größer als der Vermögensbestand sein darf. Mithin müsste der Staat dann eigentlich eine Bilanz aufstellen, in der der Nettovermögensbestand dargestellt ist, was jedoch auch in der Doppik nicht getan wird, weil der Bewertung des Staatsvermögens keine Marktpreise zugrunde gelegt werden können. Der Staat ist eben kein Unternehmen – und er darf und kann es auch nicht sein, da er öffentliche Güter produziert.

Für die Berechnung des Nettobarwerts zukünftiger Primärsalden bedarf es Kenntnisse darüber für einen unendlichen Zeitraum sowie eines Diskontierungszinses. Meistens wird ein durchschnittlicher risikoloser Zins auf Staatsanleihen aus der Vergangenheit verwendet oder einfach eine Vorgabe der OECD bzw. von Eurostat umgesetzt (OECD, 2020, Ziffer 43). Hier wird Wissen über die

² In der deutschen Version des Monatsberichts wird der Begriff „solvency“ mit Zahlungsfähigkeit übersetzt. Zahlungsunfähigkeit im Sinne von Insolvenz des Staates ist nach deutschem Insolvenzrecht (§12 Insolvenzordnung) verboten. Dort wird zwischen Zahlungsunfähigkeit, drohender Zahlungsunfähigkeit (Zeitraum 2 Jahre) und Überschuldung unterschieden. Diese Kategorien sind für Staatsverschuldung nicht geeignet.

Zukunft mithilfe von Ad-hoc-Schätzungen angemaßt. Je höher der Diskontierungszinssatz, desto kleiner der Barwert zukünftiger Verbindlichkeiten, obwohl hohe Zinsen die Last des Schuldendienstes erhöhen. Manche Analysten meinen, dass sich Zinsen als Kostenfaktor und als Diskontierungsfaktor neutralisieren, sodass der Zinssatz an Bedeutung für die Kosten der Staatsverschuldung einbüßt (Andersen, 2020; Werding 2022). Die Finanzminister und Haushälter in den Parlamenten dürften dem deutlich widersprechen. In der Privatwirtschaft ist das Nettobarwertverfahren zur Ermittlung der Rentabilität angemessen, denn ein Unternehmen unterliegt der Bilanzrestriktion und kann insolvent werden, zudem können Financiers so verschiedene Investitionsprojekte vergleichen. Wenn der Staat kein Unternehmen ist, gelten andere Kalküle.

Würden Staatsschulden in konstanter Höhe nach Fälligkeit bestehen bleiben, weil alte Anleihen durch neue ersetzt werden (roll-over) und zudem die Neuverschuldung genau den Zinszahlungen entspräche, läge der Primärsaldo stets bei null. Die Gesamtheit der Gläubiger würde nie Erträge einfahren, weil sie Tilgung und Zinszahlungen immer neu kreditiert. Dies kann jedoch mit einer stabilen oder auch fallenden Schuldenquote, gleich in welcher Höhe, einhergehen. Gleichwohl wäre die Diagnose Insolvenz oder hohes Insolvenzrisiko, weil vermutet würde, dass die Gläubiger des Staates höhere Zinsen fordern (Risikozuschläge) oder sich anderen Anlageklassen zuwenden würden. Mit anderen Worten, im Durchschnitt der zukünftigen Entwicklung muss der Primärsaldo häufiger positiv als negativ sein. Dies impliziert, dass $r > g$ sein muss, weil sonst die Schuldenquote explosiv wachsen könnte. Daraus folgert die Europäische Kommission für den Indikator S2 der Schuldentragfähigkeit: „... the S2 fiscal sustainability gap indicator measures the budgetary adjustment that would ensure sustainable public finances in the long term. Specifically, this indicator shows the upfront adjustment to the (baseline) structural primary balance (subsequently kept constant at the adjusted value forever) that is required to stabilise debt-to GDP ratio over the infinite horizon, taking into account any additional expenditure arising from an ageing population“ (EC, 2021a, 67).

Verbindet man S2 mit der 60 %-Grenze für die Schuldenquote, dann muss die Tragfähigkeitslücke so ermittelt werden, dass diese Quote auch langfristig nicht überschritten wird. Anders gesagt, die 60 %-Obergrenze der Staatsschulden im Maastricht-Vertrag ist nur dann „tragfähig“ im Sinne von S2, wenn sie mit $r > g$ langfristig einhergeht, also mit einem – durchschnittlichen – Primärbilanzüberschuss. Ist die Tragfähigkeitslücke also 4,9 bzw. 1,5 Prozentpunkte (wie in den Szenarien T- bzw. T+ der Tragfähigkeitsberichte ermittelt), müsste der Primärsaldo möglichst rasch entsprechend ansteigen und auf Dauer

auf diesem Niveau bleiben. Dies würde zu erheblichen Haushaltsüberschüssen führen und die Schuldenquote kontinuierlich senken, bis sie irgendwann wieder infolge einer veränderten r - g Konstellation oder wegen $a > g$ ansteigt. Wenn die Überschüsse der Schuldentilgung dienen, also der Senkung der Schuldenquote, können sie nicht gleichzeitig dem Aufbau eines Kapitalfonds zur Altersvorsorge dienen, wie manche behaupten. Dies würde implizieren, dass die 60 %-Grenze des Maastricht-Vertrags zwar eine langfristige Grenze darstellt, ohne dass eine Frist zu deren Erreichung genannt ist, jedoch zuvor massiv unterschritten werden muss. Eine drastisch kontraktive Fiskalpolitik wäre die Konsequenz, die die r - g -Differenz deutlich erhöht. Eine derart radikale Fiskalpolitik empfahl der SVR in seinem ersten Gutachten von 2003 zur langfristigen Fiskalpolitik in Verbindung mit dem erwarteten demografischen Wandel, als er eine Tragfähigkeitslücke von 12,2 Prozentpunkten bis 2050 ermittelte mit impliziten Schulden in Höhe von 270 % des BIP und expliziten von 60,8 %, zusammen 330,8 %: „Sämtliche Staatsausgaben, die gegenwärtigen und die aus heutiger Sicht in die Zukunft fortgeschriebenen, müssen demnach um rund 12 vH reduziert werden, damit tragfähige Finanzen garantiert sind. Im Basisjahr 2002 hätte dies eine Rückführung der staatlichen Ausgabenquote von 48,5 vH auf 42,6 vH bedeutet bzw. eine Kürzung der staatlichen Ausgaben um 125 Mrd. Euro“ (SVR, 2003, Ziffer 446).

Dies hätte eine Kürzung der Staatsausgaben von 5,7 % bedeutet, wäre es sofort durchgeführt worden. Durch die Einführung des Nachhaltigkeitsfaktors in die Rentenversicherung 2004 und die 2007 beschlossene Erhöhung des Renteneintrittsalters auf 67 Jahre verminderte sich die S2-Lücke erheblich. Ohne eigene Berechnungen durchzuführen, verweist der SVR (2007) in einem Gutachten auf Berechnungen der Stiftung Marktwirtschaft, die für das Basisjahr 2004 mit der SVR-Methodik von 2003 auf implizite Schulden von 172,3 % zusätzlich zu den expliziten von 63,2 % kommen, also auf 235,5 % insgesamt. Zwar betonte der SVR zurecht, dass beide Schuldenarten qualitativ unterschiedlich seien, aber die Berechnungsmethode legt die Addition nahe und eine Tragfähigkeitslücke lässt sich nur mit Addition ermitteln. Auch die Europäische Kommission behandelt explizite und implizite Schulden als qualitativ gleich (EC, 2021a).

Verschiedene Begründungen für $r > g$

Die Annahme, dass der Barwert aller zukünftigen staatlichen Primärsalden größer als die gegenwärtigen Schulden sein muss, ist eine Art Axiom, das durch unterschiedliche Begründungen untermauert wird. Zunächst wird angenommen, dass die Annahme das Kalkül der Gläubiger des Staates abbildet. Implizit wird unterstellt, es gäbe nur einen

repräsentativen Gläubiger über alle zukünftigen Generationen hinweg. Würde dieser nie Zins und Tilgung erhalten bzw. diese durch erneute Kreditvergabe finanzieren, hätte er keinerlei Gegenwartspräferenz, nur Ansprüche an die Zukunft. Folglich würde er keine Staatsanleihen mehr kaufen und damit das „roll-over“ beenden oder höhere Zinsen fordern. Jedoch werden alle Staatsanleihen getilgt und neue Gläubiger der nächsten Generation finden sich, nicht zuletzt, weil Staatsanleihen nahezu risikolos sind und zugleich als Sicherheit mit hoher Qualität genutzt werden. Etwa die Hälfte deutscher Staatsanleihen ist im Besitz von Notenbanken, die ein anderes Kalkül haben als der privatwirtschaftliche Investor. In den Portfolios von Pensionskassen und anderen Vermögensverwaltern spielen Staatsanleihen, besonders solche mit hohem Rating, eine hervorgehobene Rolle. Zudem könnte die Nachfrage nach sicheren Vermögensanlagen überproportional zum BIP steigen, nicht zuletzt wegen der Alterung der Gesellschaft und wegen ungleicher werdender Vermögensverteilung (von Weizsäcker und Krämer, 2019).

Escolano (2010) vom Internationalen Währungsfonds, ähnlich vielen anderen Analysten, bezeichnet eine Konstellation $g > r$ als Ponzi-Finanzierung. Ponzi war ein gefährlicher Hochstapler in den USA, der mit einem Schneeballsystem zu Beginn der 1920er Jahre wertlose Wertpapiere verkaufte. Indessen geht es bei einer verantwortlichen Schuldenpolitik gerade darum, explosive Steigerungen der Schuldenquoten zu vermeiden. Wären Staatsanleihen wertlos, würden rationale Vermögensbesitzer sie nicht länger kaufen. Auch der SVR sprach in seinem Schuldengutachten von 2007, in dem er für eine Schuldenbremse warb, nicht von der Gefahr der Ponzi-Finanzierung, falls es zu $g > r$ käme. Auch die Europäische Kommission argumentiert nicht so. Escolano konzediert, dass eine Ablehnung von Ponzi-Finanzierung mit Vermeidung eines fortwährenden vollständigen „roll-over“ von fälligen Staatsanleihen zu einer unerwünschten Schuldenimplosion kommen könnte, sodass nach einer Schuldenuntergrenze gesucht werden müsste.

Häufig wird Olivier Blanchards Gutachten (zusammen mit Koautoren) für die OECD von 1990 (Blanchard et al., 1990) als Kronzeuge für die Gültigkeit der Annahme von $r > g$ herangezogen. Damals argumentierten die Autoren, dass alles andere ein theoretisches „Kuriosum“ wäre, das in der Realität kaum zu finden sei, abgesehen bei „finanzieller Repression“, also dirigistischen Zinsobergrenzen des Staates bzw. der Zentralbank oder bei nachholendem Wachstum in Schwellenländern. Bei $r < g$ läge Ponzi-Finanzierung vor, weil alte Schulden immer durch neue abgelöst werden und im Extrem Zinsen durch Neuverschuldung bedient werden können. Die fiskalischen Kosten der Verschuldung wären null (oder nahezu null). Dies führe zu

dynamischer Ineffizienz und wäre Pareto-suboptimal, weil Kapital zu billig wäre und Überakkumulation von Kapital zu erwarten ist. Schon 2001 hatten Blanchard und Weil (2001) konstatiert, dass das vermeintliche theoretische Kuriosum empirisch in großem Stil existiert und nicht zwingend zu Ponzi-Finanzierung führt. Blanchard (2023) hält niedrige Zinsen und $g > r$ in OECD-Ländern für längerfristig vorherrschend und zugleich eher wohlfahrtssteigernd, also potenziell Pareto-optimal. Damit würde die intertemporale Budgetrestriktion, nach der höhere Schulden zwingend zu höheren Steuern (oder geringeren primären Ausgaben) führen müssen, kollabieren. Dies ist eine sehr weitreichende Schlussfolgerung.

Andere Autoren, so auch der SVR (2007) oder Checherita-Westphal (2019), schauen lediglich auf die Empirie von r und g . Ist $g > r$, müsse dies nicht zwingend zu Ponzi-Finanzierung führen, kann aber Zinsänderungsrisiken in sich bergen. Blanchard et al. (1990) beobachteten damals eine Zins-Wachstums-Differenz in den OECD-Ländern von etwa 2 Prozentpunkten, Checherita-Westphal (2019) in der EU von etwa 1 Prozentpunkt. Für die USA ermittelte Blanchard (2019) für den Zeitraum seit 1945 vorwiegend eine negative Differenz (auch Priewe, 2020b). Allerdings sagt diese Datenlage nichts über dynamische Ineffizienz aus. Diese ist vermutlich gering, denn die langfristigen Zinsen, die private Unternehmen zahlen müssen (r_p), enthalten im Vergleich mit den Zinsen auf Staatsanleihen einen Risikozuschlag ($r_p > g$). Zudem unterliegen Zinsen auf Staatsanleihen bei Inländern der Einkommensteuer, und die Produktivität der Produktion öffentlicher Güter muss positive externe Effekte einpreisen. Blasen bei Haus- und Grundstückspreisen könnten Symptome von dynamischer Ineffizienz sein, die aber auch bei Konstellationen $r > g$ vorkommen. Da r sich stets auf den impliziten Zins von allen laufenden Staatsanleihen bezieht, also ein Durchschnittswert aller Kohorten von Emissionen ist, ändern sie sich nur langsam, im Gegensatz zu den stark schwankenden Wachstumsraten des BIP. Daher ist die r - g -Differenz stark zyklisch beeinflusst: je stärker und länger die Rezessionen bzw. je kürzer und schwächer die Aufschwungphasen ausfallen, desto wahrscheinlicher ist eine $r > g$ Konstellation und umgekehrt. So tragen der Mangel an aktiver antizyklischer Fiskalpolitik in der Eurozone und die schwache Integration der Märkte für Staatsanleihen im Vergleich zu den USA zu einer ungünstigeren Konstellation bei, die wohl kaum ein mehr an dynamischer Effizienz signalisiert. Dass die Zins-Wachstumsdifferenz bis 2060 auf einen Normalwert von 2 bis 2,5 Prozentpunkten ansteigt, wie im 5. Tragfähigkeitsbericht unterstellt und vom Debt Sustainability Monitor der Europäischen Kommission (EC, 2021a) und den OECD-Vorgaben (2020) untermauert wird, entbehrt einer theoretischen Fundierung.

Fazit

Natürlich ist die möglichst frühzeitige Abschätzung der Kosten des demografischen Wandels wichtig. Sie können am einfachsten als Demografie-abhängige zusätzliche Ausgaben relativ zum BIP erfasst werden. Wegen des langen Projektionszeitraums bleiben allerdings große Unsicherheiten. Der Aging Report der Europäischen Kommission schätzt für Deutschland die Kosten für 2070 auf 3,3% des BIP im Vergleich zu 2019 (EC, 2021b, 13), ähnlich wie im Szenario T+ des Tragfähigkeitsberichts von 2020 für 2060. Damit läge Deutschland an 15. Stelle in der EU, leicht über dem EU-Durchschnitt. Eine Umrechnung dieser Kosten in implizite Schulden vermischt die Kosten mit jenen, die durch steigende Zinsen auf das Niveau von vor der Finanzkrise entstünden und der Annahme folgen, dass stets $r > g$ sein müsse. Diese Frage hängt von einer Fülle von Faktoren ab, ist aber von großer Bedeutung für die Dynamik der Staatsverschuldung. Eine dauerhafte Konstellation in der Nähe von $r = g$, verbunden mit Preisstabilität, birgt enorme Vorteile für die Finanzierung von zukünftigen Ausgaben des Staates und muss keineswegs zwangsläufig zu dynamischer Ineffizienz führen. Sie kann durch Anleihenkäufe der Zentralbank, Wahrnehmung einer „dealer-of-last-resort“-Funktion der EZB zur Eindämmung nicht-fundamentaler Zinsaufschläge, Verminderung von länderspezifischen Risikoprämien in der Eurozone sowie durch antizyklische und wachstumsorientierte Fiskalpolitik unterstützt werden. Weder die Kategorie impliziter Staatsschulden noch der Tragfähigkeitsindikator S2 sind hilfreiche Konzepte. Vielmehr vermengen sie unterschiedliche Probleme und tendieren dazu, die Kosten der Alterung systematisch überhöht darzustellen. Zudem befeuern sie anhaltend kontraktive Fiskalpolitik sowie gesamtwirtschaftliches Übersparen mit höheren Leistungsbilanzüberschüssen. S2 ist ein Irrlicht, kein Leitbild.

Literatur

- Andersen, T. M. (2020), Fiscal Sustainability and Low Government Borrowing Rates, *CEifo Forum*, 1, März, 21, 31-35.
- Barr, N. und P. Diamond (2006), The Economics of Pensions, *Oxford Review of Economic Policy*, 22(1), 15-39.
- Barr, N. und P. Diamond (2010), *Pension Reform: A Short Guide*, Oxford University Press.
- Blanchard, O. J. (2019), Public Debt and Low Interest Rates, *American Economic Review*, 109(4), 1197-1229.
- Blanchard, O. J. (2023), *Fiscal Policy under Low Interest Rates*, Cambridge University Press.
- Blanchard, O. J., J.-C.Chouraqui, R. P. Hagemann und N. Sartor (1990), The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question, *OECD Economic Studies*, 15, 7-36.
- Blanchard, O. J. und P. Weil (2001), Dynamic Efficiency, the Riskless Rate, and Debt Ponzi Games, *Advances in Macroeconomics*, Berkeley Electronic Press (BePress), 1(2), 1-23.
- BMF – Bundesministerium der Finanzen (2020), Fünfter Tragfähigkeitsbericht.
- Checherita-Westphal, C. (2019), Interest rate-growth differential and government debt dynamics, published as part of the *ECB Economic Bulletin*, 2.

- Dönnebrink, E. und N. Grevenbrock (2022), Sustainability gap of public debt: importance of interest rates and a new decomposition with premia, *Empirica*, 49, 1009-1030.
- Escolano, J. (2010), A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates. Technical Notes and Manuals, International Monetary Fund.
- ECB – European Central Bank (2012), Analysing Government Debt Sustainability in the Euro Area, *Monthly Bulletin*, April, 55-69.
- EC – European Commission (2021a), Debt Sustainability Monitor 2020, Institutional Paper, 143.
- EC – European Commission (2021b), The Ageing Report 2021, Institutional Paper, 148.
- Homburg, S. (2014), Overaccumulation, Public Debt, and the Importance of Land, *German Economic Review*, 15(4), 411-435.
- Mackenroth, G. (1952), Die Reform der Sozialpolitik durch einen deutschen Sozialplan, *Schriften des Vereins für Socialpolitik NF*, Bd. 4.
- OECD (2020), Guidelines for the OECD Table on Social Insurance Pension Schemes, Table 2900.
- Priewe, J. (2020a), Why 3 and 60 per cent? The rationale of the reference values for fiscal deficits and debt in the European Economic and Monetary Union, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 17(2), 111-126.
- Priewe, J. (2020b), Die Staatsverschuldung in Deutschland und den USA 1960–2018 im Vergleich, in M. Junkernheinrich et al. (Hrsg.), *Jahrbuch für öffentliche Finanzen 1–2020*, 405-428.
- Priewe, J. (2023), Tragfähigkeit öffentlicher Schulden, implizite Schulden und demografischer Wandel, *IMK Study*, 84, Januar, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Hans-Böckler-Stiftung.
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2003), *Jahresgutachten 2003-2004*.
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2007), *Staatsverschuldung wirksam begrenzen*, Expertise im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Technologie.
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2020), *Jahresgutachten 2020-2021*.
- von Weizsäcker, C. C. und H. Krämer (2019), *Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert. Die große Divergenz*.
- Werding, M. (2022), Fiscal sustainability and low interest rates: what an indicator can('t) tell, *Empirica*.
- Werding, M., K. Gründler, B. Läßle, R. Lehmann, M. Mosler und N. Potrafke (2020), *Modellrechnungen für den Fünften Tragfähigkeitsbericht des BMF*, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen, Ifo-Institut.

Title: *Debt Sustainability with Implicit Government Debt - Guiding Principle or Will-O'-The-Wisp?*

Abstract: *Implicit public debt is a calculation based on assumptions that are qualitatively and fundamentally different from explicit public debt, i.e. it cannot be added to the latter. Moreover, they distort the real costs of ageing considerably. This creates a mirage of public debt that drives fiscal policy in the wrong direction like a will-o'-the-wisp. The costs of demographic change are systematically overestimated.*