

Stützel, Wolfgang

**Article**

## Ober- und Untergrenzen der öffentlichen Verschuldung

Kredit und Kapital

**Provided in Cooperation with:**

Duncker & Humblot, Berlin

*Suggested Citation:* Stützel, Wolfgang (1978) : Ober- und Untergrenzen der öffentlichen Verschuldung, Kredit und Kapital, ISSN 0023-4591, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 11, Iss. 4, pp. 429-450,  
<https://doi.org/10.3790/ccm.11.4.429>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/292825>

**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/>

# Ober- und Untergrenzen der öffentlichen Verschuldung\*

Von Wolfgang Stützel, Saarbrücken

## I.

Befaßt man sich mit historischen und gegenwärtigen Entwicklungen im Geld- und Kreditwesen, so gelangt man früher oder später zu der Erkenntnis, daß es zur Erklärung wirtschaftlicher Phänomene nur wenig erfolgversprechend ist, sich allein auf mathematische Gleichungen oder schlichte Kennzahlen zu verlassen. Es ist vielmehr gerade in diesem Bereich der Wirtschaftswissenschaft von besonderer Bedeutung, auch den psychologischen Komponenten einen entsprechenden Stellenwert einzuräumen. In besonderem Maße gilt dies für den öffentlichen Kredit, der — wie es *Schmölders* schon 1951 formulierte — „vollends als die eigentliche Domäne psychologischer Betrachtung“<sup>1</sup> anzusehen ist. Somit erscheint es zur Erörterung des Themas zunächst einmal geboten zu sein, sich die besondere Situation der Jahre nach 1974 vor Augen zu führen, als nach Jahren relativer Enthaltbarkeit des Staates auf den Kreditmärkten plötzlich in der Öffentlichkeit bekannt wurde, daß sich die öffentliche Nettokreditaufnahme in Zukunft im Bereich hoher zweistelliger Milliardenbeträge bewegen werde.

Wohl hatte man in den Jahren zuvor schon gehört, daß die eine oder andere Gemeinde sich mit ihren Investitionen in unkonventionell hohe Verschuldung gebracht und auch aufsichtsrechtlich gesetzte Schuldendienstgrenzen überschritten hatte. Aber das gab allenfalls Anlaß, über Änderungen der Steueraufteilung zugunsten der Kommunen oder über härtere Bremsen gegen ausschweifenden Kommunalluxus zu diskutieren, zumal die Lage bei den großen Gebietskörperschaften, an der Spitze beim Bund, durch reichliche Steuereingänge und prallgefüllte Kassen gekennzeichnet war.

---

\* Meinen Mitarbeitern, Herrn Diplom-Volkswirt Peter *Bofinger* und Herrn Diplom-Volkswirt Wilfried *Krug*, möchte ich an dieser Stelle für ihre Hilfe bei der Abfassung dieses Aufsatzes herzlich danken. W. S.

<sup>1</sup> G. *Schmölders*: Finanzpsychologie, in: Finanzarchiv N. F. 13, 1951, S. 31.

So trafen die ersten Nachrichten über größere Milliardenbeträge öffentlichen Kreditbedarfs bei Bund und Ländern hierzulande auf eine Bevölkerung und damit auch auf Politiker und Bankiers, die jahrzehntelang des Umgangs mit hohen Staatsschuldbeträgen völlig entwöhnt gewesen waren.

Der Entwöhnte und Verwöhnte pflegt auf Szenenwechsel besonders sensibel zu reagieren. Das war denn auch in diesem Bereich der Fall. Man denke nur an die Prognosen der Jahre von 1974 bis 1976, wonach der Kapitalmarkt mit derartigen Beträgen hoffnungslos überfordert sei. Man denke an die Vorstellungen, daß sich solche Beträge allenfalls über Sonder-Arrangements und zu hohen und noch höher steigenden Zinssätzen beschaffen ließen.

Hinzu trat in der politischen Öffentlichkeit, daß angesichts mehrstelliger Milliardenbeträge öffentlicher Verschuldung wieder uralte Ängste aufgerührt wurden. Noch immer waren die schlechten Erfahrungen, die man in der Vergangenheit mit dem Schuldner Staat gemacht hatte, nicht vergessen: Wie verhängnisvoll es sein konnte, den Versprechen des Staates Vertrauen zu schenken, hatten die Deutschen nach zwei verlorenen Kriegen, dem beidemale damit verbundenen fast völligen Bankrott des Staates und der Entwertung aller Staatsanleihen in schmerzhafter Weise erfahren müssen. Es verwundert daher nicht, daß die Bevölkerung in der Bundesrepublik auf Nachrichten über hohe Staatsschuldbeträge naturgemäß ängstlicher reagiert als die Schweizer, die keinen Krieg erlebt, oder aber die Engländer und Amerikaner, die zwar Kriege erlebt, aber dieselben gewonnen hatten, mit der Wirkung, daß auch die Staatsschuldtitel bis zur Endfälligkeit pünktlich bedient wurden.

Es wäre sicherlich unangebracht, die jüngste Entwicklung der Staatsverschuldung mit jener extremen Überschreitung aller Grenzen einer vertretbaren Staatsschuld zu vergleichen, wie sie in den beiden genannten und ähnlichen historischen Fällen schließlich zur Insolvenz des öffentlichen Schuldners führte. Und doch hört man aus vielen Kommentaren zum Thema „öffentliche Verschuldung“ die Befürchtung, eine zunehmende Staatsverschuldung werde vielleicht doch wieder zu wirtschaftlich katastrophalen Zuständen führen. Aus dieser Unsicherheit im Umgang mit der Staatsverschuldung zeigt sich mehr und mehr in der Öffentlichkeit ein Bedarf nach Kriterien, um zu erkennen, ob sich die öffentliche Verschuldung kredit- und volkswirtschaftlich in vertretbarem Rahmen hält.

Dabei interessiert als „Verschuldung“ in dem hier zu beurteilenden Sinne beides, der Stand und die Bewegung (der Status auf einen Stichtag und dessen jährliche Veränderung). Entsprechend sei auch zu beiden Unterfragen Stellung genommen:

1. Nach welchen Kriterien ist zu beurteilen, ob der Gesamtbestand aufgelaufener und damit ausstehender öffentlicher Schulden sich in vertretbarem Rahmen hält?
2. Nach welchen Kriterien ist zu beurteilen, ob sich ein jährliches Defizit, also der jährliche Nettozuwachs öffentlicher Schulden, noch in vertretbarem Rahmen hält?

## II.

Zunächst nun der erste Teil des Fragenkatalogs mit der Überschrift: In Geschichte und Gegenwart aufgestellte Kriterien zur Beurteilung der Qualität des Finanzstatus von Gebietskörperschaften.

Als erstes Kriterium sei hier eine in der öffentlichen Diskussion besonders gängige These aufgeführt, welche lautet: Die beste Staatsschuld ist gar keine Staatsschuld; oder, in Variationen desselben Gedankens: Je niedriger die Staatsschuld, desto besser, je höher die Staatsschuld, desto schlechter.

Man begegnet dieser Auffassung, deren Wurzeln noch bis in die Zeit klassisch-liberalen Denkens zurückzuverfolgen sind<sup>2</sup>, gewiß nur selten in dieser offenen Version. Desto häufiger begegnet man ihr aber in versteckter, sublimer, deshalb aber nicht minder kräftig meinungsbildender Form.

An einem Beispiel aus dem kommunalen Bereich läßt sich die Sinnhaftigkeit dieser These am besten demonstrieren: In einer mittleren süddeutschen Großstadt waren im Vermögenshaushalt 85 Millionen DM für Bauten, hauptsächlich Tiefbau, eingestellt und finanzierungsmäßig voll durch Darlehnszusagen abgesichert. Am Ende des Jahres erklärte der Kämmerer dann voll Stolz, er sei mit 55 Millionen Krediten angekommen. Rückfrage ergibt, daß die Bauabteilung mit Zeichnungen, Bauungsplanfeststellungen und Ausschreibungen usw. nicht nachgekom-

---

<sup>2</sup> Vgl. zu den Prinzipien der klassisch-liberalen Finanzpolitik F. Neumark: Grundsätze und Arten der Haushaltsführung und Finanzbedarfsdeckung, wiederabgedruckt in: Wirtschafts- und Finanzprobleme des Interventionsstaates, Tübingen 1961, S. 127 ff.

men war. Statt 85 wurden nur 55 Millionen verbaut. Im örtlichen Tiefbaugewerbe herrschte Arbeitslosigkeit. Aus den zur Erneuerung vorgesehenen Kanalisationen drückte stinkende Brühe auf die Straße. Ein solches Zurückbleiben der Verschuldung kann wohl kaum als Erfolg einer auf Solidität bedachten Haushaltspolitik bezeichnet werden. Worum es also geht: Ohne Qualifikation, einfach durch die Vokabelwahl zu unterstellen, es sei ein höchst erfreuliches Ereignis, daß die Verschuldung kleiner blieb denn vorgesehen, das insinuiert beim Publikum genau die genannte Primitivvorstellung Kriterium Nr. 1: Je kleiner die Staatsschuld, desto besser.

Leicht modifiziert begegnet man dieser These auch in der Form: Eine Staatsschuld ist dann angemessen dimensioniert, wenn sie gerade den Teil des fiskalen Sachvermögens deckt, dessen unmittelbar erwerbswirtschaftliche Erträge so hoch sind, daß sie Zinsendienst und Tilgung überschreiten (These Nr. 2).

Diese schlichte kaufmännische Finanzierungsregel fand in der Geschichte der Finanzverfassung von Bund, Ländern und Gemeinden vielfach ihren Niederschlag in Form des Prinzips, daß man als öffentliche Stelle Kredite nur für sogenannte „werbende Zwecke“ tätigen solle (so z. B. auch Art. 115 Grundgesetz i. d. F. bis 1969). Auch dieses Kriterium stammt noch aus der Zeit vor der Jahrhundertwende und war dafür gedacht, jene Spezialfälle darzustellen, in denen der Staat, der ansonsten ganz ohne Kredite auskommen soll (Kriterium Nr. 1), ausnahmsweise auf die Kreditfinanzierung zurückgreifen darf.

So haben Hoheitsträger zu Kaiser Wilhelms Zeiten Hafenanlagen, Kanäle und andere Versorgungseinrichtungen gebaut, um aus den Benutzungsgebühren mehr als die Zinsen herauszuwirtschaften. Auch in Kriegs- und Katastrophenfällen erschienen Staatsschulden als angebracht.

Aber dieses Kriterium taugte nur zu Zeiten, wie im neunzehnten Jahrhundert, als die verhältnismäßig wenigen Personen, die nennenswerte Vermögen ansammelten und Ersparnisse bildeten, dies in der Form taten, daß sie selbst Sachvermögen erwarben, Landgüter, Wälder, Rentenhäuser, Fabriken oder auch Beteiligungstitel. Den Problemen, die mit enormen Massenersparnissen von Personen einhergehen, die auf Gläubigertiteln mit festen Zinssätzen bestehen, wird diese klassische Regel nicht gerecht. Sie wird dies ebensowenig wie die Neufassung des Art. 115 Grundgesetz, wonach die Krediteinnahmen des Bun-

des die Summe der im Haushaltsplan veranschlagten Ausgaben für Investitionen nicht überschreiten dürfen, sofern nicht eine Überschreitung zur Abwehr einer Störung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts geboten ist<sup>3</sup>.

Bei den Verfassern solcher Gesetze scheint schon vorab der Gedanke völlig verdrängt zu sein, daß es möglicherweise neben Obergrenzen auch „Untergrenzen“ der gebotenen oder vertretbaren öffentlichen Verschuldung geben könnte.

Angenommen, die Geschäftsleitung einer Bank berichte hocheifrig, es sei ihr „gelingen“, den Zuwachs ihrer Verbindlichkeiten gegenüber Einlegern geringer zu halten als im Vorjahr. Natürlich wird man einen so formulierten Geschäftsbericht nirgends finden. Bei Banken preist es jedermann als Positivum, wenn der Stand der Schulden hoch ist, angenommen vielleicht das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen. Aber — und das ist doch das Entscheidende: Wie kommt man eigentlich dazu, anzunehmen, daß zur Qualifikation des Finanzstatus eines so merkwürdigen Rechtsträgers wie dieses Gebilde, genannt Bundesrepublik Deutschland, so völlig andere Kriterien angemessen sind als zur Qualifikation des Finanzstatus einer Bank?

Schon äußerlich ähnelt der Gesamtstatus aller bundesdeutschen Gebietskörperschaften, wie ihn die Deutsche Bundesbank in ihren Tabellen über den einzelnen Sektoren Geldforderungen und Geldschulden aufstellt, sehr stark dem einer Bank. Ende 1971 waren da Geldanlagen der unterschiedlichsten Art, bewertet mit 150 Mrd. DM, aufgeführt. Ihnen stand eine Gesamtverschuldung all dieser Gebietskörperschaften von ebenfalls gerade rund 150 Mrd. DM gegenüber. Hinzu kommt dann aber noch das Sachvermögen aller Gebietskörperschaften, das man mit rd. einer halben Billion bewerten kann, was dann insgesamt auf ein buchmäßiges Eigenkapital aller Gebietskörperschaften in derselben Höhe hinauslief. Insgesamt ist das rein äußerlich das Bild des Status eines Zwittergebildes, halb Bank, halb Nichtbank, so etwa nach Art der Metallgesellschaft AG. Trennt man dabei den Bank-Teil, also den Block mit 150 Mrd. Geldforderungen und etwa ebenso hohen Schulden ab, so bleibt übrig das staatliche Sachvermögen, dessen Nachkriegszuwachs voll aus eigenen Mitteln, sprich Steuerüberschüssen gegenüber laufenden Aufwendungen, finanziert werden konnte. Aber kann man

---

<sup>3</sup> Zur Sinnhaftigkeit dieser Vorschrift siehe auch Paul Senf: Kurzfristige Haushaltsplanung, in: Handbuch der Finanzwissenschaft, 3. Aufl., Bd. I, Tübingen 1977, hier S. 400.

nun eine solche Entwicklung zweifelsfrei als positiv werten, ganz nach Kriterium Nr. 1: Je weniger Fremdfinanzierung, desto besser?

Ultimo 1964 war das Bild noch merkwürdiger. Damals war im Gesamtstatus aller Gebietskörperschaften ein ungewöhnlicher Rekord erreicht worden: Der genannte „Bankteil“ dieses Status aller Gebietskörperschaften hatte zu dieser Zeit bei Geldforderungen, die von der Bundesbank mit nicht weniger als 104 Mrd. bewertet worden waren, und Geldschulden von insgesamt lediglich 80 Mrd., eine Netto-Gläubigerposition von 24 Mrd. DM ausgewiesen. Es gibt wohl kaum noch andere Staaten in der Welt, die es je in ihrer Geschichte so weit gebracht haben. Aber war das denn wirklich gut? Indiz für eine auf Solidität bedachte Finanzpolitik?

Nur wenige waren es, die in der damaligen Zeit die Auffassung vertraten, daß die damalige Staatsverschuldung weit außerhalb der gebotenen Grenzen lag. Aber wohlgermerkt, nicht oberhalb, sondern ärgerlich weit unterhalb der im Hinblick auf die Solidität der gesamten Volkswirtschaft gebotenen Grenzen. Diese zu jener Zeit recht ungewöhnliche Ansicht wurde wie folgt begründet:

1948 hatte man es hierzulande mit einem nur teilzerstörten Produktionsapparat zu tun. Der physische Grenzertrag einer Schraube, die zum Funktionieren einer ganzen Maschine gerade noch fehlt, ist enorm hoch, ähnlich der einer Brücke, die die gesamte Bahnlinie wieder funktionsfähig macht. So war es 1948 mit vielen Investitionen, die folglich zu dieser Zeit hoch rentabel waren. Dann kamen die fünfziger Jahre. Die Ersparnis privater Haushalte war denkbar gering. Man hatte seinerzeit erst die Freß- und Putzwelle, noch lange nicht die Sparwelle. Gerade weil diese privaten Haushalte beinahe alles, was sie an Löhnen und Gehältern einnahmen, in derselben Woche wieder für Käufe ausgaben, kam fast jede Milliarde, die vom Sektor der Unternehmen in Form von Löhnen verausgabt worden war, bereits in derselben Woche an den Sektor der Unternehmen in Gestalt von Verkaufserlösen wieder zurück. Also gerade weil die Haushalte nicht sparten, und weil die ganzen Geldvermögensströme der Unternehmen an die Haushalte von dort wieder ungeschmälert zu den Unternehmen zurückflossen, haben sich die Unternehmen wechselseitig mit Steigerung ihrer Ausgaben auch ihre Erlöse und Einnahmen erhöht. So rollte der Prozeß der sich wechselseitig selbst finanzierenden Investitionstätigkeit, später als „Deutsches Wirtschaftswunder“ titulierte. Es ist nicht sehr sinnvoll, dafür heute zu sagen, die Unternehmen seien zur Selbstfinanzierung ge-

zwungen gewesen, weil die Haushalte nichts sparten. Sinnvoller erscheint es, umgekehrt zu sagen, daß die Abwesenheit von Ersparnissen, der prompte komplette Rückstrom aller Mittel von den privaten Haushalten, die wechselseitige Selbstfinanzierung der Unternehmen ermöglicht hat.

In dem Maße aber, in dem die Haushalte gegen Ende der fünfziger Jahre immer größere Ersparnisse bildeten, wies der beschriebene Kreislauf immer größere Lücken auf: Die Lohn- und Gehaltsausgaben der Unternehmen flossen ihnen lediglich noch zu 95 %, 90 %, 85 % als Verkaufserlöse zurück. Der Rest fehlte. Hätten die Privaten ihre Ersparnisse in Beteiligungstiteln angelegt, dann hätten die Unternehmen die ihnen fehlenden Verkaufserlöse durch Aktienemissionserlöse substituieren können. Es wäre bei befriedigend hohen Eigenkapitalquoten der Unternehmen geblieben. In Wahrheit aber bevorzugten diese neuen Sparer-schichten von Anfang an bis heute die Anlage in festverzinslichen Forderungstiteln, in Sparguthaben oder anderen Gläubigertiteln. So kündigte sich denn mit den wachsenden Gläubigerpositionen privater Haushalte ein völlig neuartiges, gewissermaßen säkulares, übrigens typisch bundesdeutsches Problem an, das bis heute noch einer befriedigenden Lösung harret.

Wo es Gläubiger gibt, die feste Zinsen erhalten, muß es bekanntlich betragsgleich viele Schuldner geben, die diese Zinsen zahlen. In anderen Industrie-Nationen wuchs Hand in Hand mit dem Aufbau privater Gläubigerpositionen die Netto-Geldverschuldung des Fiskus. Dort hat der Fiskus die schuldnerische Gegenposition zur wachsenden privaten Gläubigerposition übernommen. Ganz im Gegensatz dazu hat der Fiskus in der Bundesrepublik seinerseits eine Gläubigerposition aufgebaut. 1964 zum Beispiel kamen zu den erwähnten 24 Milliarden DM Netto-Forderungsposition des Fiskus im engeren Sinne noch fast 45 Milliarden Netto-Gläubigerposition der Sozialversicherungsträger hinzu, macht zusammen 69 Mrd. DM. Daneben bestand zu dieser Zeit eine Gläubigerposition der privaten Haushalte von 218 Mrd. DM. Private und öffentliche Haushalte hielten damit eine Netto-Gläubigerposition von 278 Mrd. DM. Und wer hatte die Gegenposition übernommen? Auf Ausländer fiel nur ein kleiner Teil, indem sie sich per Saldo gegenüber Deutschen etwas verschuldeten. Im übrigen fiel die ganze Last der schuldnerischen Gegenposition, 260 Mrd. DM, auf den heimischen Unternehmenssektor. Wie sich diese Entwicklung bis heute fortgesetzt hat, zeigt Tabelle 1.



**Tabelle 1: Bestimmungsfaktoren der Nettoverschuldung der „inländischen nichtfinanziellen Unternehmen ohne Wohnungswirtschaft“ (= Netto-Geldvermögensbestände der Sektoren)**  
in Mrd. DM

Stand am Jahresende	Private Haushalte (1)	Finanzielle Sektoren (2)	Wohnungswirtschaft (3)	Ausland (4)	Netto-Position der Sektoren von (1) bis (4)	Öffentl. Haushalte (einschl. Sozialvers.) (5)	inl. nicht-fin. Untern. (ohne Wohnungswirtschaft) (6)	Netto-Position der Sektoren (5) und (6)
1950	20	0	0	0	20	0	— 20	— 20
1955	50	10	— 30	0	30	20	— 50	— 30
1960	130	10	— 70	— 20	50	40	— 90	— 50
1964	220	10	— 120	— 30	80	70	— 150	— 80
1965	250	10	— 140	— 20	100	70	— 170	— 100
1970	460	20	— 230	— 50	200	60	— 260	— 200
1975	850	20	— 370	— 90	410	0	— 410	— 410
1976	930	20	— 400	— 100	450	— 40	— 410	— 450
1977	1 020	20	— 440	— 100	500	— 70	— 430	— 500

Quelle: (auch für die Zahlen im Text): Die verwendeten Zahlen stammen aus „Zahlenübersichten und methodische Erläuterungen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank 1950 bis 1974“, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Frankfurt/M. 1975 (für 1950 und 1955), sowie aus der 3. Auflage dieses Sonderdrucks („... 1960 bis 1977“), Frankfurt/M. 1978. Die Zahlen für 1960 bis 1977 werden dabei in methodisch revidierter Fassung errechnet und sind mit denen für 1950 und 1955 nicht voll vergleichbar. Sie wurden auf Zehn-Milliardenbeträge gerundet

An dieser Stelle nun ein Wort über sogenannte „Leverage-Effekte“. Es handelt sich dabei bekanntlich um folgenden Zusammenhang: Die Gesamtkapitalrentabilität eines Unternehmens sei mit einer konstanten Schwankungsbreite über die Zeit hinweg fest vorgegeben (z. B. in einer Bandbreite zwischen 3 % und 13 % des Gesamtkapitals). Je größer nun der Anteil des Gesamtkapitals, der zu festen Zinssätzen, also mit Fremdkapital finanziert ist, desto größer fallen dann die Schwankungen der Eigenkapitalrentabilität aus. Diese liegen dann im angenommenen Fall nicht zwischen 3 % und 13 %, sondern je nach dem Anteil des festverzinslichen Fremdkapitals z. B. zwischen 0 % und 18 % oder zwischen – 7 % und 30 % oder bei noch höherem Fremdkapitalanteil in einem noch viel breiteren, noch sehr viel weiter ins Negative reichenden Bereich.

Die Verknüpfung dieser Gedankenreihen erlaubte nun schon zu Beginn der sechziger Jahre folgende Prognose: Wenn die deutschen Gebietskörperschaften weiterhin davon Abstand nehmen, Netto-Schuldenpositionen als Gegenstück zu den immens steigenden Gläubigerpositionen der Haushalte zu übernehmen, dann wird

- die Netto-Verschuldung des Unternehmenssektors überproportional zunehmen und
- der beschriebene Leverage-Effekt immer ausgeprägter durchschlagen.

Resümee: Von Zyklus zu Zyklus werden die Ausschläge schärfer werden. Die Boom-Perioden werden heftiger werden als zuvor, ebenso aber auch die Gewinn-Rückgänge und Rezessionen, es sei denn, daß die Netto-Verschuldung des Fiskus, als Status betrachtet, um ganze Größenordnungen höher wird<sup>4</sup>.

Wie zutreffend diese Prognose war, wird deutlich, wenn man die Konjunktorentwicklung der letzten fünfzehn Jahre Revue passieren läßt: Aufschwung 1963, Abschwung 1966/67, Aufschwung 1970, Abschwung 1974. Von Zyklus zu Zyklus haben sich die Konjunkturschwankungen verstärkt.

Heute ist die Netto-Gläubigerposition der privaten Haushalte auf eine Größenordnung von mehr als 1 000 Mrd. Deutsche Mark angewachsen. Also müssen irgendwo anders per Saldo nicht weniger als 1 000 Mrd.

---

<sup>4</sup> Auch der Sachverständigenrat hat schon vor mehr als zehn Jahren in seinem Jahresgutachten 1967/68, Tz. 483 ff., insbesondere Tz. 489, auf diese Gefahren einer steigenden Kreditfinanzierung der Unternehmen hingewiesen.

DM Schulden aufgelaufen sein; 440 Mrd. davon beim Wohnungsbau, einschließlich Schwabylon. Und die restlichen 580 Mrd. DM? Trotz aller öffentlichen Kreditaufnahme und allen Abbaus der Geldvermögensposition unserer Sozialversicherungen, liegt der bei weitem größte Teil davon immer noch bei den inländischen Unternehmen. Deshalb läßt sich im Hinblick auf das heutige Gesamtbild der Gläubiger- und Schuldnerpositionen in unserer Volkswirtschaft als Ergebnis festhalten: Die Verschuldung unseres Fiskus in diesem Sinne, als finanzielle, also mit Zinsen zu bedienende Geldschuld, ist zur Zeit immer noch bei weitem zu niedrig. Der Fiskus müßte einen weit größeren Teil der Gegenposition zu der Billion privater Geldersparnisse übernehmen als das heute der Fall ist. Sonst bleibt es bei einer lähmend übergroßen Verschuldung der Unternehmen, sonst bleibt es dort im Unternehmenssektor bei der hochriskanten Gesamtstruktur mit extrem starkem Leverage-Effekt.

Man kann nicht erwarten, daß diese Wertung des Gesamtbildes unserer Gebietskörperschaften sofort allgemein akzeptiert wird. Unbestritten aber dürfte sein, daß Bewertungskriterien, nach denen die beste Staatsschuld überhaupt keine Staatsschuld ist, der Weisheit letzter Schluß nicht sein können. Es kommt heute nicht darauf an, die Staatsschuld möglichst gering zu halten. Es kommt darauf an, daß sie einen angemessenen Umfang aufweist.

Soviel zu den Kriterien Nr. 1 und 2, wonach die Verhältnisse angeblich um so solider sind, je niedriger, und um so unsolider, je höher die öffentliche Verschuldung ist.

### III.

Nun zu These Nr. 3, welche lautet: Der jeweilige Umfang einer ausstehenden Staatsschuld ist völlig unerheblich. Was irgendwelche beurteilungsbedürftigen realen Veränderungen bringt, ist stets nur die Änderung des Umfangs, nicht der aufgelaufene Staatsschuldenstand<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Ganz im Banne dieses Denkens hat sich in der Vergangenheit eine ausgedehnte Diskussion über das konjunkturpolitisch jeweils gebotene Ausmaß staatlicher Defizite entwickelt. Schon sehr früh erkannte man die beschränkte Aussagekraft des in der Finanzpolitik auch heute noch als Indikator sehr geschätzten Budgetsaldos. Auf der Suche nach einem sinnvollen Meß- und Planungskonzept wurden immer verfeinere Methoden entwickelt: Full-employment-budget-surplus, pure cycle, konjunkturneutraler Haushalt, konjunkturgerechter Haushalt. Die Diskussion über diese Konzepte soll hier nicht fortgeführt werden, zumal es uns in diesem Beitrag in

Zunächst klingen die Argumente, mit denen sich These 3 begründen läßt, durchaus überzeugend. Ausgegangen wird dabei davon,

- daß einerseits ein Staat, sollen die Staatsschuldtitle Wert haben, diese Titel natürlich verzinsen muß, und
- daß andererseits der Staat, will er diese Zinsen bezahlen, dem privaten Sektor wiederum entsprechende Steuern auferlegen muß.

Hat nun ein Staat statt niedriger Schulden sehr hohe Schulden, erhalten die Privaten dementsprechend höhere Zinseinkünfte, für die sie vom Staat in gleicher Höhe mit höheren Steuern belastet werden. Für den Staat ändert sich dann per Saldo überhaupt nichts. Er hat zwar höhere Zinsausgaben, dafür aber auch höhere Steuereinkünfte.

Auf den ersten Blick scheint auch die Situation für die Privaten unverändert geblieben zu sein. Ihre gestiegenen Zinseinkünfte entsprechen gerade ihrer höheren Steuerbelastung. Der private Sektor scheint sich somit mit hoher Staatsschuld genau so zu stellen wie mit entsprechend geringerer. Wenig sinnvoll müßte es dann erscheinen, das Niveau der Staatsverschuldung explizit zu berücksichtigen.

So eingängig diese Darstellung auch sein mag, sie stimmt nur dann, wenn man den privaten Sektor als Ganzes sieht. Berücksichtigt man nun zusätzlich die Verhältnisse innerhalb dieses Sektors, d. h. berücksichtigt man, auf Grund welcher Bemessungsgrundlagen Steuern an den Staat bzw. Zinsen vom Staat gezahlt werden, so erscheint eine ganz andere Beurteilung geboten zu sein. Die Bemessungsgrundlage, kraft derer ein Privater Zinsen vom Staat erhält, deckt sich nämlich nicht mit der Bemessungsgrundlage, kraft derer ein Privater die entsprechend höheren Steuern bezahlen muß. Ist für den Zinsempfänger der einzelne Staatsschuldtitle die Bemessungsgrundlage, so sind es im Fall der Steuern Größen wie Einkommen, Umsatz oder Vermögen.

Nur in dem sehr unrealistischen Falle, in dem beide Bemessungsgrundlagen übereinstimmen, d. h. jeder Bürger zahlt je 100 DM Staatsschuldtitle, die er in seinem Vermögen hat, gerade den Betrag in Form einer Sondervermögensteuer, den er für diesen Titel vom Staat als

---

erster Linie um die langfristigen Tendenzen der Staatsverschuldung und nicht um die kurzfristig aus konjunkturpolitischen Erfordernissen gebotenen Variationen der Staatsschuld geht. — Vgl. hierzu die ausführliche Darstellung bei D. Biehl: Budgetkonzepte als Meß- und Planungskonzepte, in: Stabilisierungspolitik in der Marktwirtschaft (Schriften des Vereins für Socialpolitik, N. F. 85 II), Berlin 1975, S. 853 - 880.

Zinsen bekommt, wäre es ohne jede Bedeutung, wie hoch die gesamte Staatsschuld gerade ist. Solche Staatsschuldtitel, auf die man gerade soviel Zinsen bekommt wie man dafür Vermögensteuer bezahlen muß, würden dann aber zum Nonvaleur.

In allen anderen Fällen, bei denen beide Bemessungsgrundlagen divergieren, erweist sich eine existierende Staatsschuld, die aus Steuergeldern bedient wird, als eine riesige Transformationsmaschine von wirtschaftlichen Risiken. Den Privaten wird vom Fiskus Geld als Steuer aus unsicher schwankenden Einkommen, Umsätzen und Vermögen genommen und dafür vom Fiskus Geld als sicherer fester Zinsbetrag auf die Staatsschuldtitel geliefert. Die Staatsschuld verwandelt somit den Rohstoff schwankender unsicherer Bruttoeinkommen, wie sie im Produktionsbereich der gesamten Volkswirtschaft als Bruttogewinne oder Bruttolöhne (oder auch „Nettoumsatz“) anfallen, in die Fertigware sicherer Zinseinkünfte.

Man betrachte noch einmal das Gesamtbild. Das im Hinblick auf das Thema „öffentliche Verschuldung“ einschlägige Hauptproblem besteht darin, daß es immer weniger möglich ist, die Risiken in der Volkswirtschaft mit dem zu vereinbaren, was die breiten Sparer-schichten an Risiken zu tragen bereit sind: Da haben wir auf der einen Seite die Produktionswirtschaft, aus der letztlich alle Einkommen stammen, Industrie, Handel und andere Dienstleistungen. Sie zeichnet sich dadurch aus, daß alle zu erwirtschaftenden Erträge unsicher sind und im Zuge einer fortschreitenden weltwirtschaftlichen Arbeitsteilung wohl immer unsicherer werden. Auf der anderen Seite haben wir den erfreulicherweise stark wachsenden Kreis von Sparern und Inhabern von Rentenansprüchen. Dieser zeichnet sich dadurch aus, daß er im Grunde genommen keinerlei Unsicherheiten tragen will. Dringend benötigt werden daher Vorkehrungen, die diese Diskrepanz überwinden.

Ein hierfür geeigneter Typ von Vorkehrung ist allgemein bekannt. Ein Sparer, der sein Geld zu einer Bank bringt, erhält dafür das Versprechen, sein Anspruch werde sicher und in gleicher Höhe bedient. Das Institut selbst erwirbt Investmentanteile. Der Investmentfonds erwirbt wiederum Aktien oder sonstige Beteiligungstitel. Über diese Kette von Finanzierungsinstituten ist die benötigte Transformation von Risiken erreicht worden: Der wenig beliebte Rohstoff unsicherer Beteiligungserträge wurde in die begehrte Fertigware sicherer Zins- und Rentenansprüche transformiert. Die mit jeder solchen Transformation

einhergehenden Transformationsrisiken tragen bei dieser Art von Risikentransformation die beteiligten Finanzierungsinstitute.

Eine weitere Vorkehrung, die geeignet ist, die geschilderte fundamentale Diskrepanz zu lindern, besteht darin, Mittel und Wege zu finden, die den Sparer selbst veranlassen, in verstärktem Maße statt Forderungstitel nunmehr Beteiligungstitel zu erwerben: die seit langem angestrebte größere Direktbeteiligung breiter Schichten am vielzitierten Produktivvermögen mit all seinen Ertragsunsicherheiten. Auch das ist allgemein bekannt.

Erstauulich wenig ins allgemeine Bewußtsein gedungen ist bislang aber, daß auch die bloße Existenz einer großen aus Steuern zu bedienenden Staatsschuld eine riesige Risiken-Transformations-Maschine darstellt. Auch sie verwandelt, wie gezeigt, den wenig begehrten Rohstoff unsicherer Direkterträge der Produktion in die begehrte Fertigung sicherer Zins- oder Renteneinkünfte.

Im Hinblick auf den Gesamtbedarf, die geschilderte fundamentale Diskrepanz zu bewältigen, bilden die drei genannten Arten von Vorkehrungen gewissermaßen Substitute. Daraus folgt für die Themenfrage nach dem angemessenen Umfang einer Staatsverschuldung als erstes Ergebnis: Wir brauchen einen um so höheren Gesamtbetrag ausstehender Staatsverschuldung als Risiken-Transformations-Maschine, je weniger vom genannten Gesamtbedarf an Risikobewältigung

- durch die Risikentransformation seitens der Finanzierungsinstitute, Banken und Versicherungen und
- durch die Direktbeteiligung breiter Schichten befriedigt wird.

#### IV.

Freilich muß nun der Katalog der Gesichtspunkte, wie der Finanzstatus öffentlicher Stellen zu beurteilen sei, noch um eine vierte, letzte These, ergänzt werden. Sie lautet: Schon zur Bonitätsbeurteilung des Finanzstatus einer Bank oder eines Industrieunternehmens ist es völlig verfehlt, nur die Beträge in den Status auf einen bestimmten Stichtag einzustellen, die den konventionellen Buchungsgepflogenheiten entsprechend ausdrücklich in Bilanzen eingestellt werden. Spätestens seit Herstatt weiß man, daß es unerläßlich ist, gerade auch die Positionen zu berücksichtigen, die nicht oder nur teilweise aus Bilanzen ersichtlich sind. Stichwort: schwebende Verträge aus Termin- oder Leasing-

Kontrakten, Eventualverpflichtungen zur Bedienung von Sozialplänen usw. usf. Erst recht gilt das zur Bonitätsbeurteilung des Status von Gebietskörperschaften.

Über den Teil der öffentlichen Verschuldung, der aus Darlehnsaufnahmen stammt, werden bei der Bundesschuldenverwaltung pfenniggenaue Bücher geführt. Hier findet man den diskontierten Barwert nur eines Typs künftiger Zahlungsverpflichtungen, nämlich den diskontierten Barwert der Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen wegen aufgenommener Kredite.

Wenn es aber um den anderen, bei weitem größeren Teil festliegender künftiger Zahlungsverpflichtungen geht — die Riesensumme gesetzlich zugesagter Pensionen, Subventionen und sonstiger Transferleistungen unterschiedlichster Art bis hin zum Schülergeld —, verhalten sich unsere Finanzminister und Stadtkämmerer wie Herstatt: Sie lassen über den Gegenwartswert dieser immensen künftigen Zahlungsverpflichtungen nicht einmal ordentliche Bücher führen.

Heute sieht der Parlamentarier von beschlossenen Subventionen allemal nur die verhältnismäßig bescheidene Jahresrate im Verwaltungshaushaltsplan, gleichgültig, ob sie nur befristet oder b. a. w., also praktisch „auf ewig“, beschlossen wurde. Führte man daneben auch noch Verzeichnisse mit dem jeweiligen Barwert aller künftigen gesetzlichen Zahlungsverpflichtungen als einen jeweils fortzuschreibenden Gesamtverschuldungs-Status, so hätte das unter anderem den Effekt, daß eine vielleicht nur für zwei Jahre beschlossene Subvention nur mit einem verhältnismäßig kleinen Betrag, aber eine b. a. w., also zeitlich unlimitiert beschlossene Subvention, gleich einer ewigen Rente mit einem enorm hohen kapitalisierten Betrag sichtbar würde<sup>6</sup>. Da derlei jedoch von niemand aufgezeichnet wird<sup>7</sup>, läßt sich das Volumen der öffentlichen Verschuldung im Sinne dieses „alle zugesagten Zukunftsleistungen umfassenden Status“ nur grob abschätzen. Berücksichtigt man alle Unsicherheiten, mit denen solche Schätzungen behaftet sind, so läßt sich

<sup>6</sup> In diesem Sinne — vor allem unter Berücksichtigung der Innensteuerung der Finanzpolitik durch Verwaltungsinteressen — auch Willi Albers: Ziele und Bestimmungsgründe der Finanzpolitik, in: Handbuch der Finanzwissenschaft, 3. Aufl., Band I, Tübingen 1977, hier S. 155.

<sup>7</sup> Lediglich für Ausgaben für eine sich auf mehrere Jahre erstreckende Maßnahme sind nach § 17 II Bundeshaushaltsordnung bei der ersten Veranschlagung im Haushaltsplan die voraussichtlichen Gesamtkosten und bei jeder folgenden Veranschlagung die finanzielle Abwicklung darzulegen. In der Praxis beschränkt sich jedoch die Anwendung dieser Vorschrift in erster Linie auf Investitionsausgaben. Vgl. hierzu W. Albers: a.a.O., S. 155.

doch im Hinblick auf diese Gesamtverschuldung festhalten: Hier sind die Obergrenzen des Vertretbaren schon seit geraumer Zeit weit überschritten. Dies meinen dann wohl auch viele, wenn sie sagen, daß die Manövriermasse in öffentlichen Haushalten über der Gesamtlast eingegangener Dauerverpflichtungen praktisch gegen Null geschrumpft sei.

## V.

Resümee der Gesamtbetrachtung des Status der Gebietskörperschaften in der Bundesrepublik:

Die Gebietskörperschaften hierzulande sind viel zu viel verschuldet im Sinne des Barwerts der Dauerbelastung durch fest zugesagte Zahlungsverpflichtungen außerhalb des Geldbeschaffungsbereichs. Gleichzeitig sind sie zu wenig verschuldet im Sinne der Belastung mit Zinsen zur Bedienung einer Staatsschuld als Gegenposten zu den enormen Gläubigerpositionen der Privaten.

Alles zusammengenommen liefe eine Haushaltsstrategie für das nächste Jahrzehnt etwa auf folgende Faustregel hinaus:

Aus dem dringend benötigten rigorosen Abbau „anderer Dauerbelastungen“ sollten je drei Einheiten solchen Abbaus zwei Einheiten dafür verwandt werden, die „Dauerbelastung zur Bedienung einer wesentlich erhöhten Darlehensschuld der Gebietskörperschaften“ zu vergrößern; die dritte vergrößert den Spielraum für andere Umstrukturierungen.

Dann erreichte man dreierlei:

1. Man hätte wieder größeren Spielraum für solche dringend angezeigten Änderungen des Steuerrechts, die
  - der Rationalisierung unseres Abgabensystems dienen (wie Abschaffung von Bagatellsteuern einschließlich Wechselstempel u. ä.),
  - der Konjunkturbelebung dienen,aber gleichzeitig unvermeidlich mit zumindest zeitweiligen Steuerzufällen einhergehen.
2. Die Unternehmen würden allmählich von jenem lähmenden hohen Schuldendruck befreit, der sich sonst als Gegenposition zur hohen und wachsenden Gläubigerposition privater Haushalte weiterhin noch verstärkte.



3. Da mit der Entlastung vom Schuldendruck im Unternehmenssektor der Spielraum für ein Aufblühen der gesamtwirtschaftlichen Aktivität und damit auch das Steueraufkommen vergrößert wird, wird mit Wahl der genannten Strategie zugleich die Sicherheit vergrößert, daß der Staat die insgesamt dem Betrage nach bescheideneren Versprechen, die er seinen Bürgern abgibt, auch tatsächlich wird einlösen können.

So läßt sich im Hinblick auf den Gesamtstatus folgendes Schlußurteil treffen: Zur Zeit ist die Staatsverschuldung nicht einfach zu hoch, auch nicht einfach zu tief, sie wird vielmehr zur Zeit einfach in falscher Form vorgenommen.

## VI.

Natürlich veranlaßt ein solches Plädoyer nicht nur für rigorosen Abbau anderer Dauerverpflichtungen, sondern gleichzeitig für eine höhere Kreditaufnahme des Staates zu der Frage: Wird denn der Kapitalmarkt weiterhin so hohe Staatsanleihen oder möglicherweise noch höhere Beträge überhaupt aufnehmen können? Steht nicht dem konjunkturfördernden Effekt einer hohen Darlehnsfinanzierung von Staatsausgaben, wie er bislang beschrieben wurde, der konjunkturbremsende Effekt gegenüber, daß sich derlei Summen allenfalls zu steigenden Zinssätzen plazieren lassen, der sogenannte „crowding-out-Effekt“ einer defizitären Haushaltspolitik? Verdrängte nicht der Staat mit einer solchen Politik die privaten kreditsuchenden Investoren vom Markt? Das führt auf die noch zu erledigende Restfrage, nämlich die Frage nach den Wirkungen einer Erhöhung der Staatsschuld nun nicht im Sinne der Wirkung des künftigen höheren Schuldenstands, sondern im Sinne der Wirkung der Maßnahmen auf dem Wege hin zu diesem höheren Stand.

Erste Unterfrage: „Kann der Staat so viele Fremdfinanzierungsmittel überhaupt aufbringen?“

Wenn Privatleute über ihre Verhältnisse leben, also über geraume Zeit hinweg mehr ausgeben als sie einnehmen, dann kommt vermutlich bald der Punkt, an dem ihnen kein neuer Kredit mehr eingeräumt wird. Doch diese für Private geltende Restriktion läßt sich nicht ohne weiteres auf so große Geldausgeber, wie etwa die Gesamtheit aller Gebietskörperschaften in der Bundesrepublik, übertragen, von den Gemeinden über die Länder bis hin zum Bund selbst. Hier gilt es folgendes zu bedenken: Gibt der Fiskus in der Bundesrepublik in einem Jahr, wie z. B. 1976, 42 Milliarden Deutsche Mark mehr aus als er selbst an

Steuern einnimmt, dann haben die übrigen Wirtschaftssubjekte in der Welt genau denselben Betrag an Gehältern, Zinsen oder Liefererlösen mehr eingenommen als sie in der gleichen Zeit selbst ausgaben. Anders gewendet: Indem der deutsche Staat 42 Milliarden DM Ausgabenüberschüsse tätigt, haben dadurch zwangsläufig die übrigen Sektoren in der Welt 42 Milliarden DM Einnahmeüberschüsse. Die Inhaber dieser Einnahmeüberschüsse werden sich fragen, wie sie das Geld, das ihnen im Zuge der Defizitwirtschaft des deutschen Staates zufließt, am besten anlegen können. Vergleicht man — Devisenkursschwankungen eingerechnet — die zur Zeit alternativ angebotenen Anlagemöglichkeiten (Spareinlagen, französische oder italienische Staatsanleihen, amerikanische Investmentzertifikate oder aber Anleihen der öffentlichen Haushalte in der Bundesrepublik), so zählen Anleihen bzw. Schuldverschreibungen von Bund und Ländern auf lang absehbare Frist noch immer zu den relativ besten Anlagewerten. Wenn sie auch in den Augen mancher als zweitrangig erscheinen: andere Geldanlagen sind meistens — berücksichtigt man die damit verbundenen Risiken — allenfalls dritt- oder viertrangig. Somit werden die Finanzierungsprobleme der Bundesrepublik Deutschland, selbst wenn es darum geht, Defizite in noch sehr viel größerem Umfang als bisher zu decken, auch in Zukunft gering sein.

Bleibt die zweite Frage: Verdrängt nicht der Bund mit solch immensen Kreditwünschen die Privatwirtschaft vom Markt? Es ist merkwürdig, wie häufig man dieser Vorstellung bis heute selbst bei vielen Wirtschaftspolitikern und -wissenschaftlern begegnet<sup>8</sup>. Dahinter steht das Bild, als sei der deutsche Kapitalmarkt eine Quelle, die eine bestimmte, unabhängig festliegende jährliche Schüttung an liquiden Mitteln bringt. Wenn nun einer, der Bund, mehr davon absaugt, so bleibt für die anderen nur weniger übrig. Soweit das Bild.

In Wahrheit liegen die Verhältnisse aber völlig anders als man dem Bild von der Quelle nach vermuten müßte. Was der Bund an Mitteln aufnimmt, versperrt er nicht in Horten oder Reservoirs. Die von ihm aufgenommenen Gelder verwendet er vielmehr sofort dazu, entsprechende Ausgaben (Löhne, Investitionsausgaben) zu tätigen. Die Privaten erhalten so gerade die Mittel wieder zurück, die sie kurz zuvor an den Staat ausgeliehen haben<sup>9</sup>. Verwendet man wiederum ein Bild aus

<sup>8</sup> So z. B. auch im Jahresgutachten 1976/77 des Sachverständigenrates, Tz. 394; ebenso im Jahresgutachten 1977/78, Tz. 54, 143, 160, 321, 383.

<sup>9</sup> So auch R. *Eisner*: Capital Shortage. Myth and Reality, in: The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 67 (1977), hier S. 112: „For

dem Bereich der Wasserwirtschaft, so ist die Ausgabenwirtschaft des Staates eher mit einer Fontäne vergleichbar, die mitten im Teiche steht: Unten saugen die Pumpen die liquiden Mittel vom Teich ab; oben werden sie als Springbrunnen über die ganze Bevölkerung verteilt, fallen also damit wieder in den Teich zurück. Indem der Staat das Geliehene ausgibt, nährt er selber den Kreditmarkt, reichert er ihn um anlangesuchende Mittel an. Die Möglichkeiten privater Kreditaufnahme werden dadurch per Saldo nicht im mindesten geschmälert<sup>10</sup>. Man beobachtet an der Front der Kreditwirtschaft ja jetzt schon, in welchem Maße durch Verausgabung der Staatsdefizite sich im privaten und Bankenbereich flüssige Mittel ansammeln, die dringend Anlage suchen. Die Befürchtung, die Finanzierung privater Investitionen werde wegen der hohen Kreditbedürftigkeit des Fiskus erschwert, ist also unangebracht<sup>11</sup>.

Es ist somit einsichtig, daß bei der Finanzierung steigender Staatsdefizite nicht mit quantitativen Problemen zu rechnen ist. Damit ist aber die Frage nach den qualitativen Wirkungen, d. h. in erster Linie den Auswirkungen auf das Zinsniveau, noch nicht beantwortet.

Die Entwicklung des Kapitalmarktzinsniveaus hängt von folgenden Determinanten ab:

- Der Bereitschaft der Inhaber von Einnahmeüberschüssen, diese langfristig anzulegen (Anlageneigung), bzw. als deren Komplement, der Bereitschaft, die Einnahmeüberschüsse eher in liquider Form zu halten (Liquiditätsneigung);

---

this („crowding out“, W. S.) quite confuses stocks and flows of funds and fails to recognize that the money used to buy federal securities is in turn, roughly to the extent of the deficit, respent and hence again available for further lending.“

<sup>10</sup> Eine Einschränkung ergäbe sich lediglich dann, wenn durch die zusätzliche Staatsverschuldung vermehrt über Banken laufende Kreditketten aufgebaut würden. Da diese durch Mindestreservevorschriften diskriminiert werden, entsteht dadurch ein erhöhter Bedarf der Banken an Zentralbankgeld. Das Ausmaß der Verdrängung privater Kreditnachfrager hängt dann im wesentlichen von den freien Liquiditätsreserven der Banken ab.

<sup>11</sup> Diese Überlegungen werden vom Vf. schon seit vielen Jahren vertreten. (Siehe hierzu z. B. Berliner Bank, (Hrsg.), Die Börse 1954, „Große Emissionserfolge an den Rentenmärkten“, S. 14.) Es mag dem Leser nach den Erfahrungen der vier letzten Jahre überlassen bleiben, ob er eher dem Bild der Fontäne oder dem der Quelle die größere Prognosetauglichkeit zutraut. Während in herkömmlichen Lehrbüchern bisher das Quellenbild dominierte, scheint auch hier die Fontänentheorie inzwischen stärkere Beachtung zu finden. So z. B. bei D. *Duwendag* et al.: *Geldtheorie und Geldpolitik*, 2. Aufl., Köln 1977, S. 323 ff.

— der sich für die Inhaber der Ausgabenüberschüsse ergebenden Notwendigkeit, diese langfristig zu finanzieren (Konsolidierungsneigung oder Konsolidierungszwang, allgemein: Konsolidierungsbedarf)<sup>12</sup>.

Führt nun die erhöhte Staatsverschuldung dazu, daß bei gleicher konstanter positiver Geldvermögensposition der privaten Haushalte die öffentlichen Haushalte die Schuldnerposition der Unternehmen zumindest teilweise übernehmen — eine Entwicklung, die sich gerade in den letzten Jahren in Deutschland vollzogen hat —, so ist mit folgender Zinsentwicklung zu rechnen: Da der Staat sehr viel weniger als die Unternehmen unter dem Zwang steht, seine Defizite langfristig zu finanzieren (geringerer Konsolidierungsbedarf des Staates im Vergleich zu privaten Unternehmen), nimmt bei unveränderter Anlageneigung der privaten Haushalte der Zins für langfristige Schuldversprechen ab.

Hätte eine solche Theorie im Lichte der Diskussion der Jahre von 1974 bis 1976 nur wenig Chancen gehabt, ernst genommen zu werden, so hat die Entwicklung des Zinsniveaus auf dem Kapitalmarkt bis 1978 mehr als deutlich gemacht, daß Theorien, deren Zinsprognosen letztlich nur auf Mengeneffekten beruhen, der Realität nicht mehr angemessen sind. Es ist vielmehr stets die qualitative Inkongruenz zwischen der Anlageneigung der Inhaber von Einnahmeüberschüssen und dem Konsolidierungsbedarf der Inhaber von Ausgabenüberschüssen, die für das Zustandekommen einer bestimmten Zinsentwicklung maßgeblich ist.

Zusammengefaßt: Die Grenze für die öffentliche Verschuldung im Sinne der jährlichen Kreditfinanzierung öffentlicher Ausgaben wird weder durch irgendwelche Vorausschätzungen irgendeines so oder so definierten Sparmittel-Aufkommens markiert, noch dadurch, daß man von irgendeinem vorausgeschätzten Gesamt-Mittelaufkommen am Kapitalmarkt den Kreditbedarf der privaten Investoren abzieht. Die Grenze wird vielmehr ausschließlich markiert durch die Entwicklung der äußeren Zahlungsbilanz. Wenn diese äußere Zahlungsbilanz Defizite aufweist, so ist das ein Indiz dafür, daß unser Fontänen-Becken einen „Abfluß nach außerhalb“ aufweist, daß die Empfänger der vom Fiskus defizitär verausgabten Mittel eben nicht mehr die Anlage im Inland als die relativ beste ansehen. Erst dann also, wenn die Bundesbank unerträglich hohe Devisenbeträge verliert, ist die „kritische

---

<sup>12</sup> In ähnlichem Sinne, insbesondere unter Berücksichtigung des Einflusses der Geldpolitik auf den Kapitalmarktzins: Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1977/78, Tz. 313.

Grenze für Defizitfinanzierung“ überschritten. Nichts spricht dafür, daß die Bundesrepublik zur Zeit diese Grenze auch nur annähernd erreicht hätte. Anders als Italien und England haben wir noch genügend Spielraum. Ja, es gibt wohl außer der Schweiz kein Land in der Welt, das noch einen so großen Spielraum für Kreditfinanzierung von Staatsausgaben hätte wie die Bundesrepublik Deutschland.

Dieser Spielraum kann nicht nur, er muß genutzt werden, soll die heimische Privatwirtschaft vom lähmenden Druck überhoher Verschuldung entlastet werden.

### **Zusammenfassung**

#### **Ober- und Untergrenzen der öffentlichen Verschuldung**

Nach schlechten Erfahrungen der Deutschen mit dem Schuldner Staat verwundert es heute nicht, daß angesichts zunehmender Staatsdefizite uralte Ängste schnell wieder aufgerührt werden. Dies erklärt die große Beliebtheit, der sich auch noch heute jene Deckungsgrundsätze aus der Zeit des 19. Jahrhunderts erfreuen, nach denen die Staatsschuld als schädlich und nur in wenigen Ausnahmefällen als zulässig anzusehen ist. Solches Denken wird den heutigen Erfordernissen jedoch nicht mehr gerecht. Mit einer in den sechziger Jahren rasch steigenden Geldvermögensbildung risikoscheuer privater Haushalte entstand in der Bundesrepublik zugleich eine immer größere Verschuldung im Unternehmenssektor. Dies verstärkt infolge des „Leverage-Effektes“ die Konjunkturanfälligkeit der Unternehmen und damit gleichermaßen die konjunkturellen Zyklen in der gesamten Volkswirtschaft. Die konjunkturpolitische Chance einer verstärkten Staatsverschuldung könnte also darin bestehen, die Unternehmen von diesem Schuldendruck zu entlasten, indem der Staat die Gegenposition zu den Geldvermögensbeständen der Privaten übernimmt. Dies leistete zugleich eine Transformation wirtschaftlicher Risiken: Genommen werden den Privaten Steuergelder aus unsicher schwankenden Einkommen und Umsätzen, wofür sie vom Staat sichere feste Zinsen erhalten. Geboten ist also eine stärkere Staatsverschuldung in Form einer negativen Geldvermögensposition.

Weit überschritten sind hingegen die Grenzen öffentlicher „Verschuldung“ im Bereich künftiger Dauerverpflichtungen (Subventionen, Pensionen etc.), deren riesiger Barwert in keinem Haushaltsplan ersichtlich ist. Hier ist die Manövriermasse in den öffentlichen Haushalten fast völlig zusammenschmolzen.

Eine Haushaltsstrategie für die nächsten Jahre müßte im Abbau solcher Dauerbelastungen bestehen zugunsten von Zinszahlungen auf die zugleich erhöhte Darlehensschuld des Staates.

Zu berücksichtigen ist nicht zuletzt die Finanzierung einer steigenden Staatsschuld. Wenig hilfreich ist hierbei die gängige Theorie des „crowding out“, in der die Funktionsweise des Kapitalmarktes fälschlicherweise mit der einer Quelle verglichen wird. Da der Staat jedoch die ihm geliehenen Mittel

sofort wieder ausgibt, pumpt er — in seiner Funktionsweise ähnlich der einer Fontäne — auf den Kreditmarkt gerade das wieder zurück, was er zuvor abgesaugt hat. Mit jedem Ausgabenüberschuß des Staates fließen den Privaten daher als Inhaber der entsprechenden Einnahmeüberschüsse Gelder zu, die wiederum neue Anlage suchen. Solange Staatsanleihen noch immer eine gefragte Anlagemöglichkeit darstellen, werden die Probleme des Staates, entsprechende Finanzierungsmittel aufzubringen, auch in Zukunft gering sein.

## Summary

### Upper and Lower Limits of Public Debt

It is not surprising that after bad experiences with public debt in Germany old fears are evoked in the face of increasing public deficits. This explains why even today the 19<sup>th</sup>-century ideas of a balanced budget are still widespread. According to these ideas public debt is detrimental and only acceptable under exceptional circumstances. However, such thinking is no longer adequate to present needs. In the sixties, the holdings of net monetary wealth by risk-averting private households quickly increased in the Federal Republic of Germany, which was accompanied by increasing indebtedness of the private firms. Due to the resulting “leverage effect” the firms are now much more vulnerable to business cycles. Thus the cyclical fluctuations of the whole economy are amplified. More economic stability could be obtained if the state — by increasing his debt — relieved the firms of their indebtedness by himself holding the offsetting positions to the private households’ net monetary wealth. At the same time, this would result in a transformation of economic risks: The private sector has to pay taxes on uncertain, fluctuating income and turnover; in turn it receives certain, constant interest yields from the state. Thus, an increased negative monetary wealth position of the state is the kind of public indebtedness we need.

On the other hand, limits of public indebtedness are greatly exceeded as far as long-term future commitments (pensions, subsidies etc.) are concerned whose huge present value does not appear in any budget. In this sector possibilities for discretionary expenditure variations have almost entirely vanished. A strategy for public expenditure during the next years should consist in reducing these permanent statutory commitments for the benefit of interest payments on the simultaneously increased public debt.

Finally, the financing of an increased public debt must be considered. The current “crowding out”-theory is only of little use in this context. This theory erroneously compares the functioning of the capital market to the functioning of a source. But since the state immediately spends the funds it borrows, it pumps — similar to an artificial fountain — back on the capital market what it has been absorbing just before. With each public expenditure surplus the private sector (which holds the corresponding surplus of receivables) therefore obtains funds that it seeks to reinvest. As long as public bonds continue to be a popular investment, there will be few problems for the state in financing future budget deficits.

## Résumé

### Limites supérieures et inférieures de la dette publique

Après les mauvaises expériences faites par les Allemands avec la dette publique, il n'est guère étonnant qu'aujourd'hui, compte tenu de la croissance constante des dettes publiques, résurgissent d'anciennes peurs. Cela explique pourquoi les concepts sur l'égalisation du budget datant du 19<sup>e</sup> siècle jouissent encore de nos jours d'une telle popularité. Conformément à ces concepts classiques, une dette publique est considérée comme nuisible et n'est admissible que dans certains cas exceptionnels. Une telle manière de penser cependant ne répond plus aux exigences actuelles. En R. F. A., depuis les années soixante, la croissance rapide de l'épargne monétaire nette du secteur des ménages privés (réitissants envers tout risque) a contribué à un endettement sans cesse croissant du secteur des entreprises. En vertu du « leverage effect », ceci expose les entreprises davantage aux changements de la conjoncture et aggrave parallèlement les fluctuations conjoncturelles de l'économie tout entière. Du point de vue de la politique conjoncturelle, l'État pourrait, en s'endettant davantage, libérer les entreprises du poids de leurs dettes en jouant lui-même le rôle de débiteur vis à vis des épargnes nettes des ménages. Ceci conduirait simultanément à une transformation des risques économiques: c'est ainsi que le secteur privé est obligé de payer des impôts sur les revenus et recettes, qui eux sont fluctuants et incertains, alors qu'en contrepartie, il obtient des intérêts de l'État, qui eux sont constants et sûrs. C'est donc pratiquement un endettement public accru sous la forme d'une situation monétaire nette négative qui s'impose.

Mais d'un autre côté, les limites de l'endettement public ont été largement dépassées quant aux engagements publics statutaires à long terme (subventions, pensions, etc.) dont l'énorme valeur actualisée ne figure dans aucun budget. La marge de manoeuvre au niveau des budgets publics s'est ainsi considérablement rétrécie. Une stratégie budgétaire pour les années à venir devrait donc consister en une réduction de tels engagements statutaires en faveur de paiements d'intérêts sur la dette publique, laquelle devrait être augmentée parallèlement.

Il reste finalement à examiner le problème du financement d'une telle dette publique toujours croissante. Dans ce cas, la théorie du „crowding out“ n'est d'aucun soutien. Selon cette théorie, le fonctionnement du marché des capitaux est comparé à celui d'une source. Or, vu que l'État redépense immédiatement l'argent emprunté, il fait resurgir sur le marché des capitaux — pareil à un jet d'eau — précisément cette masse monétaire qu'il vient d'en pomper préalablement. C'est ainsi que pour chaque excédent des dépenses publiques le secteur privé, en tant que détenteur des excédents des recettes correspondants, touche corrélativement des moyens financiers qu'il cherche à nouveau à investir. Dans la mesure où les emprunts publics constituent toujours une possibilité d'investissement très populaire, les difficultés de l'État à promouvoir les moyens de financement adéquats resteront minimes, même dans un avenir plus lointain.