

sind jedoch nur ein Schatten ihrer selbst und eine formelle Abwicklung wird durch die Notenbanken in die Ewigkeit verschoben. Die Umverteilung vom Gläubiger zum Schuldner hat faktisch bereits stattgefunden, obwohl Guthaben formell noch bilanziert werden. Die ins Heute verlagerte Zukunft ist durch die Staaten bereits konsumiert. Seien wir gespannt, was morgen kommt, wenn die Zukunft schon heute war.

## Budget, Zins, Schulden

*Ivan Adamovich*

1. Käufer: Beahlt die Waren, die ihr kauft.
2. Schuldner: Haltet euren Kreditvertrag ein; zahlt eure Schulden zurück.
3. Steuerzahler: Zahlt eure Steuern.
4. Firmen: Deckt eure Kosten aus euren Einnahmen.<sup>1</sup>

Aus der Durchsetzung dieser vier simplen Regeln ergibt sich die Finanzdisziplin. Und darauf basiert die Marktwirtschaft. Auf diesen einfachen Nenner bringt es der profilierte Ökonom János Kornai, der sich über Jahrzehnte mit den Eigenschaften sozialistischer Planwirtschaften und deren Unterschieden zu den Marktwirtschaften westlicher Prägung befasst hat.

Das Ausgaben- und Investitionsverhalten von Individuen, Firmen und Staaten basiert auf den Erwartungen über die Entwicklung ihrer jeweiligen finanziellen Situation in der Zukunft. Dabei hängt die Finanzdisziplin wesentlich davon ab, ob die Akteure in der Wirtschaft im Zweifel damit rechnen können, von einem Dritten vor dem Bankrott gerettet oder herausgekauft zu werden.

### *Das Budget und die Wette auf den »bail-out«*

In jedem seriösen Budgetierungsprozess werden Stresstests entwickelt, die sich mit Szenarien befassen, in denen das Budget verfehlt wird. Kann eine Firma nicht damit rechnen, dass sie von aussen – zum Beispiel vom Staat – mit frischem Kapital versorgt wird, wenn ihre Einnahmen die Ausgaben nicht mehr decken können, so unterliegt sie »harten Budgetrestriktionen«.<sup>2</sup> Die Firma ist dann gezwungen, sich durch Kostensenkungen, Verbesserungen

<sup>1</sup> Kornai, János (1996), S. 75.

<sup>2</sup> Der Begriff der harten und weichen Budgetrestriktionen wurde von János Kornai geprägt. Die vorliegenden Ausführungen dazu basieren auf Kornai (1986) und Kornai (1996), S. 75–80.

von Prozessen und Produkten oder durch die Einführung von neuen Erzeugnissen anzupassen. Gelingt dies nicht, scheidet sie aus dem Markt aus.

Je grösser die subjektiv empfundene Wahrscheinlichkeit, dass übermässige Ausgaben und Schulden von externen Geldgebern gedeckt werden, desto weicher wird die Budgetrestriktion. Im Extremfall wird der «bail-out» zur Routine und der Konkurs zum Ausnahmefall. Fehlentscheide und Missmanagement haben keine Konsequenzen mehr. Die Akteure in der Wirtschaft richten ihr Kalkül darauf aus, die Finanzdisziplin verschwindet und die Marktwirtschaft hört auf zu funktionieren. In der extremen Ausprägung des real existierenden Sozialismus war es der Staat, der alle Verluste deckte und somit als ultimative Versicherungsagentur für die Gesellschaft agierte. Das Ergebnis war am Ende der Bankrott ganzer Volkswirtschaften.

Obzwar die Wette auf den «bail-out» durchaus auch zwischen privaten Akteuren – etwa Tochter- und Muttergesellschaft – vorkommen kann, ist in vielen und den wichtigsten Fällen die öffentliche Hand involviert. Das staatliche Instrumentarium für die Aufweichung von Budgetrestriktionen in der modernen Wirtschaft ist vielfältig. Es reicht von der willkürlichen Gewährung von Steuerermässigungen und dem Aufschub von Steuerpflichten über unzählige Arten von Subventionen bis hin zur Umschuldung oder Ausgabe von neuen Krediten an Schuldner, bei denen bereits klar ist, dass sie diese nicht werden bezahlen können. Sie alle ergeben sich aus den Ansprüchen von Interessengruppen, die den Staat letztlich zu einem Selbstbedienungsladen machen. Vor allem aber sind sie Ausdruck eines paternalistischen Denkens, nach dem der Staat als grosse Versicherungsunternehmung gegen alle Arten von Risiken fungiert und als «lender of last resort» seine schützende Hand über die Wirtschaft halten soll. Daraus entsteht mit der Zeit eine «Moral hazard»-Gesellschaft<sup>3</sup> mit all den bekannten Konsequenzen. Die gravierendste davon ist, dass Private, Firmen und Staaten unter solchen Bedingungen nicht mehr für die Konsequenzen ihres Handelns einstehen müssen und entsprechend weniger sorgfältig mit den Ressourcen umgehen. Auf Dauer gefährdet das die Stabilität der Wirtschaft.

3 Der Begriff «moral hazard» stammt ursprünglich aus der Versicherungswirtschaft und beschreibt Situationen, in denen eine Versicherung dazu führt, dass die Versicherten grössere Risiken eingehen, als sie es ohne Versicherung tun würden. Unter Umständen löst die Versicherung dann den Schadenfall aus, den sie eigentlich verhindern sollte. Als einer der ersten Ökonomen benutzte Kenneth Arrow (1963) diesen Begriff.

In den westlich geprägten Marktwirtschaften ist der Trend zur Schwächung der Finanzdisziplin durch immer weichere Budgetrestriktionen seit vielen Jahren, wenn nicht gar Jahrzehnten auf dem Vormarsch. Zunächst schien es, als würde sich die Wette auf den «bail-out» primär in den Firmen abspielen, allen voran im Banken- und Finanzsektor. Und jene, die auf diesen Mechanismus gebaut haben, sind ein ums andere Mal bestätigt worden: Staaten, Notenbanken oder internationale Institutionen haben immer die notwendige Liquidität zur Verfügung gestellt, wenn das Budget an seine Grenzen kam. Spätestens seit der Finanzkrise wird ausserdem deutlich, dass sogar Staaten vielfach darauf setzen können, im Zweifel von einer übergeordneten Institution «gerettet» zu werden.

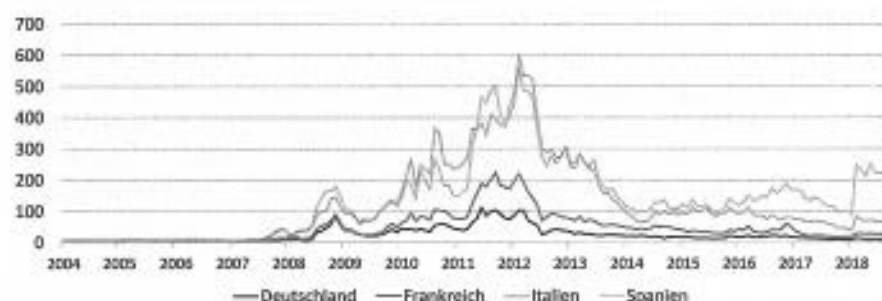
Besonders deutlich wird diese Entwicklung am Beispiel der europäischen Länder, deren öffentliche Verschuldung seit der Einführung des Euro und insbesondere seit der Finanzkrise in vielen Staaten stark zugenommen hat. Die Abbildung 1 illustriert den langfristigen Verlauf der Kreditrisikoprämien («credit default swaps») von vier europäischen Staaten. Diese Prämien zeigen die Kosten einer Versicherung gegen den Zahlungsausfall des jeweiligen Landes am Beispiel von Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Es zeigt sich, dass die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls bei diesen vier Ländern vor der Finanzkrise als sehr niedrig angesehen wurde. Ausserdem machte der Markt bis Ende 2007 keinen Unterschied zwischen einer deutschen und einer italienischen Staatsobligation, obwohl die Staatsverschuldung Italiens bereits damals bei rund 100 Prozent, jene Deutschlands nur bei etwas über 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts lag. Gleiches gilt auch für Frankreich und Spanien sowie die in der Abbildung nicht illustrierten Länder der Eurozone.

Mit der Finanzkrise begannen die Anleger deutlich zwischen den Bonitäten der verschiedenen europäischen Staatsobligationen zu unterscheiden und die Preise für «credit default swaps» gingen stark auseinander. Auf dem Höhepunkt der Eurokrise 2012 schossen die Versicherungsprämien für Euro-Mitgliedsländer wie Griechenland und Portugal regelrecht durch die Decke. Und auch für Staaten wie Spanien, Italien und Frankreich zeigten die Märkte wachsende Zweifel an der Zahlungsfähigkeit an. Am 26. Juli 2012 garantierte der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi in einer legendären Rede, dass die Notenbank alles unternehmen werde, um das Überleben des Euro zu sichern. Die unmittelbare Wirkung dieser Garantie auf die Preise von Kreditrisikoprämien sind in der Abbildung sehr gut zu erkennen – sie sanken rasch, weil die Marktteilnehmer zu Recht davon ausgehen konnten, dass die Zentralbank einen Zahlungsausfall eines

Eurostaats nicht zulassen würde und damit eine Versicherung dagegen weitgehend obsolet wurde.

Im Nachgang der Garantie durch die EZB wurde zwar einiges unternommen, um die Finanzdisziplin der Staaten zu verbessern. Dennoch verschlechterten sich die Relationen in der öffentlichen Verschuldung weiter. So liegt die Staatsverschuldung Italiens für 2018 bei rund 150 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, für Deutschland beträgt der Wert wieder rund 60 Prozent. Trotzdem näherten sich die Kreditrisikoprämien für den Ausfall von europäischen Staatsanleihen wieder deutlich an. Erst nach den italienischen Wahlen im Frühjahr 2018 stiegen die Prämien wieder und zeigen einen möglichen neuen Fieberanfall in der Eurozone an. Noch liegen sie aber klar unter den Werten der Eurokrise von 2012. Und die Garantie der EZB gilt weiterhin.

Abbildung 1: Prämien für die Versicherung gegen den Kreditausfall europäischer Staaten 2004–2018



Bemerkung: Ein «credit default swap» (CDS) ist ein Instrument zur Absicherung eines Zahlungsausfalls bei einem Kreditnehmer. Die entsprechende Versicherungsprämie («CDS spread») stellt somit einen Indikator für die Bonität des Kreditnehmers dar. Gezeigt werden hier die 5-jährigen Prämien von CDS in Basispunkten pro Jahr. Quelle: Bloomberg.

Die Entwicklung der Kreditrisikoprämien in Europa seit 2004 machen noch etwas anderes deutlich: Nicht nur Kreditnehmer, auch Kreditgeber wetten auf den «bail-out». Je länger diese Wette dauert, umso unentwirrbarer sind alle Seiten ineinander verstrickt – Schuldner, Gläubiger und Garantiegeber. Auf die Dauer wird zudem der Garantiegeber zumindest implizit auch zum Gläubiger. Der Präsident der Europäischen Zentralbank Draghi sagte in seiner Rede wörtlich: «Within our mandate, the ECB is ready to do what-

ever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.»<sup>4</sup> Die Untergrabung der Finanzdisziplin durch weiche Budgetrestriktionen wird hier besonders offensichtlich. Die Wirkung hält bis heute an, die Garantie gilt zumindest implizit weiter. Gleichzeitig entwickeln sich die Volkswirtschaften Europas weiter auseinander und die Spannungen in Politik und Wirtschaft wachsen stark an. Die Konsequenzen sind noch nicht absehbar.

### Das gefährliche Spiel mit dem Zins

Alle Budgetentscheide in der Wirtschaft beziehen sich auf den Umgang mit knappen Ressourcen: Über welche Mittel verfüge ich, was soll konsumiert werden, wo sind Investitionen zu tätigen? Das Budget verbindet die Gegenwart mit der Zukunft. Um den zukünftigen Wert der Ressourcen einschätzen zu können, ist der Zins ein zentraler Parameter. Ist der reale Zins hoch, lohnt es sich eher, auf den Konsum in der Gegenwart zu verzichten und zu sparen. Auch die Frage, ob sich Investitionen lohnen, ist direkt mit dem Zinsniveau verknüpft. Allgemein gesagt: Durch das Diskontieren mit dem Zins wird der aktuelle Wert künftiger Zahlungen berechnet und zukünftige Kosten und Einnahmen werden überhaupt erst rational abschätzbar. Die Höhe des Zinses als Entscheidungsgrundlage für die Aufnahme oder Vergabe von Krediten ist dabei nur ein Element unter vielen. Mit dem (Leit-)Zins schwanken auch die Preise in der Wirtschaft. Besonders gut zu sehen ist das im Immobilien- und Obligationenmarkt. Letztlich sind aber alle Preise mit dem in einer Volkswirtschaft herrschenden Zins verbunden. Und über die Preise werden die Knappheitsverhältnisse zwischen Gütern und Dienstleistungen in der Wirtschaft wiedergegeben. Ohne ein funktionierendes Preissystem kann die Marktwirtschaft nicht funktionieren.

Der Zins als Preis des Geldes ist vermutlich der wichtigste Preis überhaupt. Entsprechend extensiv wird er in der ökonomischen Literatur besprochen. Es würde zu weit führen, diese Diskussion hier zu replizieren, zumal die Ansichten über Kausalitäten und die Entstehung von Zinsniveaus weit auseinandergehen. Nur so viel sei gesagt: Vielfach geht es um die Frage, wo langfristig der richtige beziehungsweise der natürliche Zinssatz liegt, bei dem die Wirtschaft im Gleichgewicht ist. Erst wenn man diesen Zins kennt,

<sup>4</sup> Die Rede von Mario Draghi ist auf der Website der Europäischen Zentralbank abrufbar: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (abgerufen am 10.2.2019).

weiss man, ob der aktuelle Marktzins davon abweicht oder nicht.<sup>5</sup> Eine allgemein anerkannte Methode für die Bestimmung des richtigen Zinssatzes gibt es allerdings bis dato nicht, was sich auch an der in den letzten Jahren besonders intensiv und noch lange nicht zu Ende geführten Debatte zur Zinspolitik aller grossen Zentralbanken zeigt.

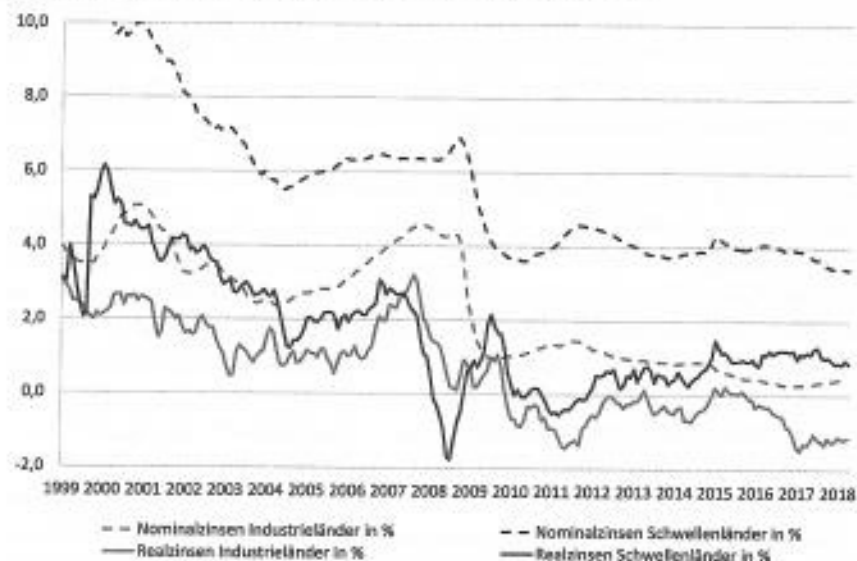
In der modernen Wirtschaft sind es die Zentralbanken, die über den Leitzins das allgemeine Zinsniveau in ihren Ländern entscheidend prägen. Theoretisch sind die Notenbanken autonom in der Bestimmung des Zinssatzes. In der Praxis der global vernetzten Volkswirtschaften von heute sind es jedoch die Zentralbanken der grossen Wirtschaftsräume, die den Takt vorgeben – allen voran die Federal Reserve Bank (Fed) in den USA. Bedeutend sind zudem die EZB in Europa und die japanische Zentralbank. Demnächst kommt voraussichtlich die chinesische Zentralbank hinzu, auch wenn es aktuell noch nicht so weit ist. Die Notenbanken kleinerer Länder wie die Schweiz müssen sich an den Leitzinsen der Grossen orientieren, wenn sie verhindern wollen, dass Kapital in grossem Stil zu- oder abfließt. Diese auch früher schon geltenden Relationen haben sich nach der Finanzkrise nochmals verstärkt. So wird die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank spätestens seit 2011 primär vom Zinsniveau in der Eurozone und vom Wechselkurs des Schweizer Frankens zum Euro dominiert.

Die Feststellung, dass wir uns seit der Finanzkrise von 2008 in einer Phase historisch niedriger Leitzinsen befinden, ist heute fast eine Binsenweisheit. Meist liegt der Fokus der Diskussion auf den Nominalzinsen. Dabei wird jedoch oft vergessen, dass die eigentlich relevante Grösse der Realzins ist, weil hier Kaufkraftverluste durch Inflation oder Kaufkraftgewinne durch Deflation berücksichtigt werden. Ein Blick auf die Zahlen zeigt, dass die kurzfristigen Realzinsen in den USA gemäss den Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zwischen April 2008 und Ende 2018 konstant und ohne Ausnahme im negativen Bereich waren. In der Eurozone sind die kurzfristigen Realzinsen seit Februar 2009 konstant und in Japan seit Oktober 2015 mit einer kurzen Unterbrechung negativ.<sup>6</sup> Die Abbildung 2 zeigt die aggregierten Werte für die Industrie- und Schwellenländer während der letzten 20 Jahre.

5 Die Unterscheidung zwischen natürlichem Zins und normalem oder Marktzins geht auf Knut Wicksell (1898) zurück und wurde später unter anderem durch Friedrich August von Hayek (1951) unter dem Begriff Gleichgewichtszins weiterentwickelt.

6 BIS (2018), S. 26. Berechnet wurden die Zahlen mit dem Nominalzins (Federal Funds Rate für die USA, EONIA für die Eurozone, Monats-OIS-Zins für Japan) minus der Kerninflation.

Abbildung 2: Entwicklung der globalen Zinsen 1999–2018



Bemerkung: Die Daten für die Abbildung sind auf der Website der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich abrufbar. Industrieländer: Australien, Kanada, Dänemark, Eurozone, Grossbritannien, Japan, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz und die USA. Schwellenländer: Argentinien, Brasilien, Chile, China, Hongkong, Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, Tschechien, Ungarn und die Türkei. Vergleiche auch BIS (2018), S. XIV.

Vor dem Hintergrund dieser Statistiken ist es also eine Untertreibung, von einer langanhaltenden Phase niedriger Zinsen zu sprechen. Vielmehr befinden wir uns, zumindest in den Industrieländern und für kurzfristige Anlagen, seit Dezember 2009 in einem Regime negativer Realzinsen. Und spätestens seit Anfang 2012 sind auch die langfristigen Realzinsen in den wichtigsten Volkswirtschaften negativ.<sup>7</sup> Begründet werden diese vielfach noch immer mit der Finanzkrise oder auch mit der deflationären Wirkung von Globalisierung und technischem Fortschritt. Bei allem Verständnis für die Relevanz dieser Einflussfaktoren liegt jedoch der Verdacht nahe, dass es sich auch hier um einen Fall der weiter oben beschriebenen weichen Budgetrestriktionen handelt.

7 BIS (2018), S. 56. Die Aussage bezieht sich auf die zehnjährigen Obligationen insbesondere von Japan und den USA.

