

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.¹

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«.² Die Firma ist dann gezwungen, sich durch Kostensenkungen, Verbesserungen

¹ Kornai, János (1996), S. 75.

² 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»-Gesellschaft³ 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.

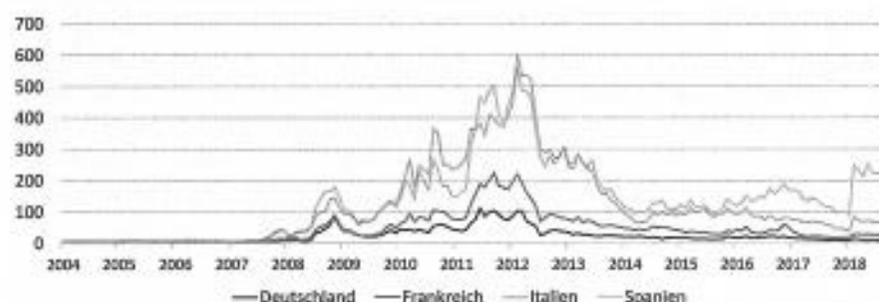
Besonders deutlich wird diese Entwicklung am Beispiel der europäischen Länder, deren öffentliche Verschuldung seit der Einführung des Euro und insbesondere seit der Finanzkrise in vielen Staaten stark zugenommen hat. Die Abbildung 1 illustriert den langfristigen Verlauf der Kreditrisikoprämien («credit 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.»⁴ 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,

⁴ 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.⁵ 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.

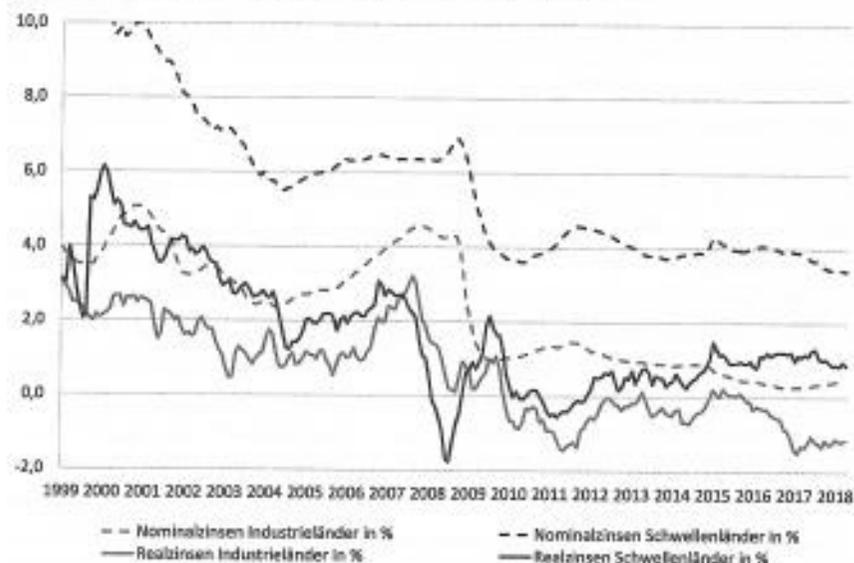
In der modernen Wirtschaft sind es die Zentralbanken, die über den Leitzins das allgemeine Zinsniveau in ihren Ländern entscheidend prägen. Theoretisch sind die Notenbanken autonom in der Bestimmung des Zinssatzes. In der Praxis der global vernetzten Volkswirtschaften von heute sind es jedoch die Zentralbanken 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.⁶ 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.⁷ 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.

Bereits ab den 1990er-Jahren war an den Finanzmärkten vom sogenannten «Greenspan put» die Rede, benannt nach dem damaligen Präsidenten des amerikanischen Fed. Dieser reagierte auf einen Kursverfall an den Finanzmärkten regelmässig mit Zinssenkungen, hob diese aber dann auch wieder an, wenn sich die Bedingungen verbessert hatten – allerdings nicht im gleichen Ausmass. Daraus ergab sich bereits damals ein langfristiger Abwärtstrend bei den Zinsen. Sein Nachfolger, Ben Bernanke, übernahm den Vorsitz des Fed im Jahr 2006 und begegnete der Finanzkrise mit drastischen Zinssenkungen und der Schaffung von Liquidität durch «quantitative easing». Diese Massnahmen waren kurzfristig wohl zur Bekämpfung der Liquiditätskrise notwendig. Doch später war auch hier vom «Bernanke put» die Rede, da sich die Wirtschaftsakteure weiterhin auf den «bail-out» durch die Geldpolitik verlassen konnten. Und seit die amerikanische Zentralbank auf die Korrekturen an den Finanzmärkten im Dezember 2018 mit Signalen einer lockeren Geldpolitik reagiert hat, macht an den Märkten bereits der Begriff des «Powell put» die Runde, benannt nach dem aktuellen Präsidenten des Fed.

Inzwischen fällt es der amerikanischen Zentralbank trotz erster Schritte in Richtung Normalisierung der Zinsen schwer, die Nominalzinsen auf ein Niveau zu heben, aus dem auch nur minimal positive Realzinsen resultieren. Die europäische und die japanische Notenbank sind davon noch weiter entfernt. Sie sind inzwischen Gefangene der hohen Staatsverschuldung geworden: Bei einer Anhebung der Leitzinsen droht der Bankrott der öffentlichen Hand, weil viele Staaten dann ihrem Zinsendienst voraussichtlich nicht mehr nachkommen könnten. Auch hier wird die Finanzdisziplin der Staaten, aber auch aller anderen Akteure in der Wirtschaft untergraben. In den letzten 50 Jahren hat sich immer wieder gezeigt, dass die Zentralbanken mit Zinssenkungen oder gar der direkten Schaffung von Liquidität eingreifen, wenn die Finanzmärkte stärker korrigieren oder eine Konjunkturdelle am Horizont erscheint. Es gibt wenig Gründe daran zu zweifeln, dass diese Verhaltensmuster auch in der Zukunft fortgesetzt werden.

Das ist ein auf Dauer gefährliches Spiel. Die Aufweichung der Finanzdisziplin durch die Zinspolitik der Zentralbanken untergräbt die Fundamente der Marktwirtschaft. Der Leitzins der Zentralbanken findet als risikoloser Zinssatz Eingang in die Berechnungen der Finanzmathematik. Selbst wenn nicht bekannt ist, wo der richtige Zinssatz liegt, so ist doch die Wahrscheinlichkeit gross, dass negative Realzinsen über eine längere Zeit zu gravierenden Verzerrungen im gesamten Preissystem der Wirtschaft führen. Wenn dem so ist, dann können die Preise ihre Informationsfunktion über Knappheitsverhältnisse zwischen Gütern und Dienstleistungen nicht mehr

erfüllen. Entscheide über Budget, Konsum und Investitionen können nicht mehr rational getroffen werden, Diskontierungen mit Null- oder negativen Zinssätzen generieren nutzlose Ergebnisse. Damit wird der Kompass für wirtschaftliche Entscheidungen dysfunktional. Dass dieser Prozess bereits im Gang ist, erscheint vor dem Hintergrund der Diskussionen um «Anlagennotstand» oder «Vermögenspreisinflation» offensichtlich. Da die Konsequenzen für das gesamte Wirtschaftssystem kaum absehbar sind, scheint es höchste Zeit, Gegensteuer zu geben. Auch wenn die amerikanische Zentralbank damit Ende 2016 zumindest vorläufig begonnen hat, ist das ökonomisch und vor allem auch politisch ein sehr delikater Prozess – die Abhängigkeiten von niedrigen Zinsen und weichen Budgetrestriktionen sind mittlerweile enorm gross.

Der Weg in die Schuldenfalle

Auch wenn der Begriff Schuld auf Deutsch und auch in vielen anderen Sprachen zunächst negativ belastet ist, sind Schulden ökonomisch gesehen a priori nichts Schlechtes. Die Schaffung von grossen Unternehmen und der Wohlstand ganzer Nationen wäre ohne die Finanzierung von Investitionsvorhaben über Kredite gar nicht möglich gewesen. Klassisches Beispiel sind schuldenfinanzierte Investitionen in Unternehmen oder in die Infrastruktur eines Landes, die sich wachstumsfördernd auswirken. Der Kredit wird dann – in der Regel – über die höheren Einnahmen zu einem späteren Zeitpunkt wieder zurückgezahlt.

Auch die öffentliche Verschuldung zur Verteilung von Ausgaben über verschiedene Generationen, zum Beispiel beim Bau von Schulhäusern oder Spitälern, erscheint sinnvoll und ist unbestritten. Ebenso ist die Aufnahme von Krediten zur Bewältigung von Notsituationen wie Naturkatastrophen oder Liquiditätsengpässen in Finanzkrisen ein durchaus nützliches Mittel. Notsituationen dürfen allerdings kein Dauerzustand werden, sonst stimmt etwas mit der Krisenbewältigung nicht. Dabei sind temporäre Liquiditätsengpässe sorgfältig von faktischer Insolvenz zu unterscheiden, weil die schuldenfinanzierte Aufrechterhaltung von auf Dauer nicht überlebensfähigen sogenannten Zombie-Unternehmungen oder gar Zombie-Staaten nicht nur eine Verschwendung knapper Ressourcen ist, sondern auch ungerecht gegenüber jenen, die die Kredite dereinst zurückzahlen sollen, oder jenen, die ihr Geld nicht zurückerhalten.

Nicht so eindeutig ist die Beurteilung der von Politikern aller Couleur propagierten kreditfinanzierten Stabilisierung der Wirtschaft bei Konjunk-

turabschwüngen. Technisch und in der Theorie kann das funktionieren. Aber selbst wenn es so wäre, was umstritten ist, bleibt in der Praxis meist der Nachweis aus, dass die Kredite in guten Zeiten wieder zurückgezahlt werden. Noch kritischer wird vielfach die Verschuldung für sogenannte konsumtive Ausgaben beurteilt. Dabei handelt es sich um kreditfinanzierten Konsum – auf individueller Ebene können das etwa Ferien oder Luxusartikel sein, auf der Ebene des Staats werden oftmals die Sozialausgaben genannt. Die konsumtiven Ausgaben stehen im Gegensatz zu den investiven und werden oft kritisiert und als unproduktiv bezeichnet.

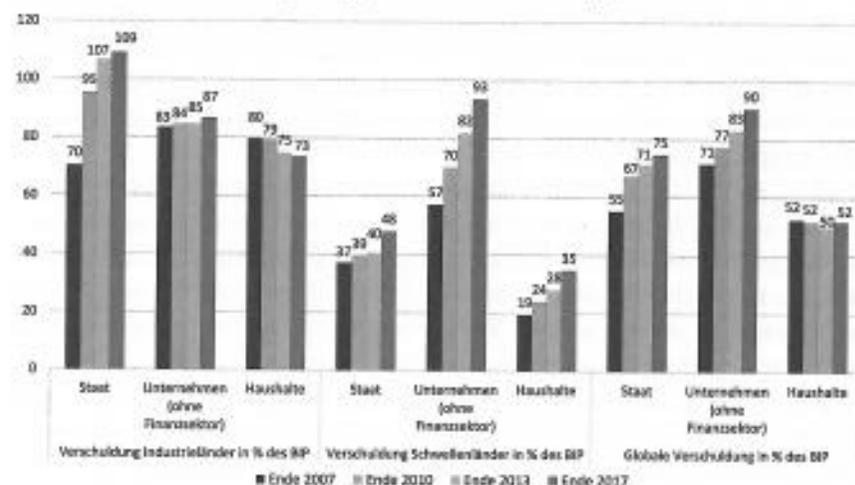
Wie sich zeigt, wird in der Diskussion um die Verschuldung oft die Frage gestellt, wofür ein Kredit verwendet wird, um dann entscheiden zu können, ob es sich um eine gute oder eine schlechte Verschuldung handelt. In der Praxis hängt die Antwort auf diese Frage allerdings sehr stark von den Interessen und politischen Präferenzen der gefragten Person ab. Natürlich gibt es sinnvollere und weniger sinnvolle Verwendungen, aber grundsätzlich spricht ja nichts dagegen, dass sich jemand eine Reise mit einem Kredit finanziert, wenn dieser auch bedient und innerhalb der vereinbarten Frist zurückgezahlt wird. Auf gesellschaftlicher Ebene sind die Dinge aufgrund von Fragen der Legitimität von Entscheidungsprozessen und potenziellen Kollateralschäden sicherlich komplexer. So besteht die Gefahr, dass Steuerzahler unfreiwillig zu Gläubigern gemacht werden, die nachher die Einstellung der Zahlung durch die Schuldner aufgezwungen bekommen. Doch auch hier gilt: Solange die Schulden korrekt bedient und zurückgezahlt werden, gibt es kein Problem.

Viel wichtiger als die Frage, ob es sich um eine gute oder schlechte Art der Verschuldung handelt, ist also die Frage, ob Finanzdisziplin herrscht oder nicht. Problematisch wird es erst dann, wenn sich der reisefreudige Schuldner oder die ausgabefreudige Gesellschaft und allenfalls sogar auch deren Gläubiger erfolgreich auf den «bail-out» durch andere verlassen – sei es durch die öffentliche Hand, die Zentralbank, eine übergeordnete Institution oder sonst jemanden. Sowohl Kreditnehmer als auch Kreditgeber sollten selbst die Verantwortung tragen, wenn die Schuld nicht mehr bedient werden kann. Dafür gibt es das Insolvenzrecht, die Verwertung von Aktiva und eine ganze Reihe von anderen Instrumenten. Finanzdisziplin und harte Budgetrestriktionen müssen für alle Akteure in der Wirtschaft gelten. Dann spielt es auch keine Rolle mehr, wofür ein Kredit verwendet wird.

Wie in den beiden vorangegangenen Abschnitten beschrieben wurde, hat in den vergangenen Jahren, wahrscheinlich sogar Jahrzehnten, in zentralen Bereichen der Wirtschaftspolitik eine immer deutlichere Aufweichung der

Finanzdisziplin stattgefunden. Gleichzeitig ist die Verschuldung insbesondere in den Industrieländern deutlich angestiegen. So ist die aggregierte private und öffentliche Verschuldung in der industrialisierten Welt seit Beginn der 1990er-Jahre um mehr als das Zweieinhalbfache angestiegen.⁸

Abbildung 3: Entwicklung der globalen Verschuldung 2007–2017



Bemerkung: Die Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich basieren auf eigenen Daten sowie auf dem World Economic Outlook des IWF. Es handelt sich um gewichtete Durchschnitte basierend auf Wechselkursen gemäss Kaufkraftparität (PPP). Vergleiche dazu auch BIS (2018), S. XI.

Die hier dargestellte Abbildung 3 beschränkt sich auf die Entwicklung der Verschuldung nach der Finanzkrise von 2007. Es zeigt sich, dass in den Industrieländern vor allem die Staatsverschuldung stark zugenommen hat und bereits Ende 2015 bei über 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) lag. In den Schwellenländern ist es dagegen vor allem die Verschuldung der Unternehmen (ohne Finanzsektor), die sehr stark zunimmt und 2017 bei über 90 Prozent des BIP lag. Die Verschuldung der Haushalte hat sich dagegen in den letzten zehn Jahren nicht dramatisch verändert, auch wenn in den Schwellenländern eine Aufwärtstendenz zu beobachten ist. Insgesamt ist die globale Verschuldung von Staaten, Unternehmen und Haushalten zwischen 2007 und 2017 von aggregiert knapp 180 Prozent auf fast 220 Prozent des BIP gestiegen.

⁸ Reinhart, Carmen M.; Reinhart, Vincent R.; Rogoff, Kenneth S. (2012), S. 75.

Auch wenn im Zusammenhang mit einfachen Korrelationen immer Vorsicht geboten ist, liegt der Verdacht nahe, dass der deutliche Anstieg der Verschuldung bei Staaten und Unternehmen durch immer weichere Budgetrestriktionen – nicht zuletzt im Bereich der Geldpolitik – begünstigt, wenn nicht gar mit verursacht worden ist. Niedrige Zinsen, negative Realzinsen und «bail-out»-Garantien sind ein sehr starker Anreiz für die Aufnahme von Krediten oder den Ersatz von Krediten durch noch mehr Kredite. Auch scheint es, dass eine übermässige Verschuldung in der Privatwirtschaft gerne an den Staat weitergegeben wird – zumindest nach der letzten Finanzkrise war das vielerorts der Fall. Der Weg in die Schuldenfalle ist mit weichen Budgetrestriktionen gepflastert.

Adam Smith schrieb 1776 in seinem Klassiker *Der Wohlstand der Nationen*: «Überall in Europa haben die Schulden enorm zugenommen, die heute in allen grossen Staaten als drückend empfunden und auf die Dauer vermutlich zum Ruin führen werden.»⁹ Wenige Jahre später brach die Französische Revolution über Europa herein. Ob die von Smith beschriebene drückende Verschuldung nur ein Symptom für tiefer liegende Probleme war oder ob sie gar eine der Ursachen für die dramatischen Umwälzungen von 1789 gewesen ist, kann hier nicht untersucht werden. Fest steht, dass die Menschheitsgeschichte in regelmässigen Abständen Schuldenkrisen hervorgebracht hat, teilweise mit schwerwiegenden Folgen. Trotzdem ist bis heute nicht eindeutig geklärt, wo die Grenzen der Verschuldung liegen und ab wann von einer Schuldenfalle gesprochen werden muss. Dies gilt insbesondere für die öffentliche Verschuldung.

In der Literatur gibt es verschiedene Ansätze, die der Frage nachgehen, wo die Grenzen für eine gesunde Verschuldung des Staats liegen. Am bekanntesten sind wohl die empirischen Studien der Ökonomen Carmen und Vincent Reinhart sowie Kenneth Rogoff.¹⁰ Sie haben für die Zeit zwischen 1800 und 2011 in 22 Industrieländern insgesamt 26 Phasen mit einer hohen Verschuldung von über 90 Prozent des Bruttoinlandsprodukts identifiziert. Die Untersuchungen haben gezeigt, dass ab dieser Schwelle negative Effekte wie etwa Wachstumseinbussen festzustellen sind. Gemäss den Autoren können Phasen sehr hoher Verschuldung ausserdem sehr lange dauern.

⁹ Smith, Adam (1776), S. 796.

¹⁰ Vgl. Reinhart, Carmen M.; Reinhart, Vincent R.; Rogoff, Kenneth S. (2012), S. 75ff. Bekannt ist ausserdem das 2009 erschienene Buch von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*.

So sind Perioden von mehr als 20 Jahren in den Friedenszeiten nach dem Zweiten Weltkrieg keine Seltenheit. Die längste Phase einer hohen Staatsverschuldung von über 90 Prozent des BIP hat in den letzten 100 Jahren Grossbritannien erlebt. Sie dauerte 48 Jahre und erreichte nach dem Zweiten Weltkrieg einen Höhepunkt von 248 Prozent des BIP. Aktuellstes Beispiel einer extremen Verschuldung ist Japan. Dort wurde die Schwelle von 90 Prozent des BIP bereits 1995 überschritten. Inzwischen liegt die japanische Staatsverschuldung bereits nahe bei 250 Prozent des BIP, Tendenz steigend.

Unsere Zeit ist durch eine aussergewöhnlich hohe Verschuldung geprägt. In den Industrieländern ist der Schuldenstand in den letzten 120 Jahren noch nie so hoch gewesen wie derzeit – selbst unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg war er niedriger.¹¹ Bemerkenswert ist auch das globale Ausmass des Phänomens: Zwei der drei grössten Volkswirtschaften der Welt weisen eine Staatsverschuldung von deutlich über 90 Prozent des BIP auf. Und in diesen Zahlen sind die impliziten Schulden, die sich aus Versprechungen vor allem im Zusammenhang mit den Rentensystemen ergeben, noch gar nicht enthalten. Diese sind in Zeiten der alternden Gesellschaft von besonderer Bedeutung.

Die Geschichte hat gezeigt, dass Phasen hoher Verschuldung mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zehn Jahre und viel länger dauern, sobald sie ein Alter von fünf Jahren erreicht haben. Dies ist vielerorts der Fall. Wir befinden uns wohl tatsächlich in einer Schuldenfalle, die uns noch über lange Zeit beschäftigen dürfte. Das bringt nicht nur bedeutende Einbussen im Wirtschaftswachstum mit sich, sondern auch eine ständige Unsicherheit darüber, ob es sich um ein Schrecken ohne Ende handelt oder doch ein Ende mit Schrecken droht. Adam Smith schrieb dazu: «Dort, wo die öffentliche Schuld einmal eine bestimmte Höhe überschritten hat, ist es meines Wissens kaum gelungen, sie auf gerechte Weise und vollständig zurückzuzahlen. Sofern es überhaupt gelang, die Staatsfinanzen wieder einigermaßen in Ordnung zu bringen, bediente man sich stets des Bankrotts, den man bisweilen auch unverhohlen zugegeben hat und selbst dort, wo häufig Rückzahlungen nominal geleistet wurden, blieb es in Wirklichkeit ein echter Bankrott.»¹² Vielleicht gelingt es in Zeiten der industriellen Revolution 4.0 ja doch noch, durch den ökonomischen Fortschritt so viel Wirtschaftswachstum zu generieren, dass die übermässigen Schulden ohne Friktionen zurückgezahlt werden können. Verlassen sollte man sich darauf jedoch nicht.

¹¹ Reinhart, Carmen M.; Reinhart, Vincent R.; Rogoff, Kenneth S. (2012), S. 72.

¹² Smith, Adam (1776), S. 805.

Fazit

Immer wieder wird darauf verwiesen, dass eine übermässige öffentliche Verschuldung eigentlich kein grosses Problem darstellt. Dabei wird nicht zuletzt das Beispiel Japan zitiert, das seit bald 25 Jahren in einer Schuldenfalle steckt, ohne dass ein Bankrott oder eine Revolution stattgefunden haben. Offensichtlich können Gesellschaften über sehr lange Zeit mit einer übermässigen Verschuldung leben. Klar ist auch, dass der Ausweg alles andere als einfach ist. Aber gerade deshalb sollte das Problem nicht auf die leichte Schulter genommen und resolut angegangen werden.

Eine sehr hohe Verschuldung ist ein Symptom für mangelnde Finanzdisziplin. Diese ergibt sich aus der Aufweichung von Budgetrestriktionen. Die Politik übermässig niedriger Zinsen sowie Garantien durch Staat, Notenbanken oder internationale Institutionen erweisen sich als süßes Gift: Die Akteure in Staat und Wirtschaft verlassen sich darauf, dass Verluste aus Missmanagement und übermässiger Risikopräferenz sozialisiert werden und verhalten sich entsprechend. Gewinne werden dagegen gerne eingestrichen, was früher oder später zu erheblichen sozialen und politischen Spannungen führt. Weiche Budgetrestriktionen schaffen Abhängigkeiten und untergraben die wirtschaftliche und letztlich auch die politische Freiheit – was wiederum die Unzufriedenheit verstärkt.

Es gibt viele Instrumente für die Durchsetzung von Finanzdisziplin. Dazu gehört zum Beispiel eine in der Verfassung festgeschriebene Schuldenbremse, eine institutionell verankerte und auch gelebte Unabhängigkeit der Zentralbank oder auch der Steuerwettbewerb zwischen Gebietskörperschaften. Voraussetzung für all dies ist aber das Bewusstsein, dass eine Marktwirtschaft ohne Finanzdisziplin auf Dauer nicht funktionieren kann. Da gibt es allerdings noch einiges zu tun.

Literatur

- Arrow, Kenneth (1965): Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care, in: *The American Economic Review*, Vol. 55, No. 5, S. 941–975.
- BIS (2018): *Annual Economic Report*, Basel: Bank for International Settlements.
- Hayek, Friedrich August von (1951): *Preise und Produktion*, Wien: Verlag von Julius Springer.
- Kornai, János (1986): «The Soft Budget Constraint», in: *Kyklos*, Vol. 39, S. 5–50.
- Kornai, János (1996): *Unterwegs*, Marburg: Metropolis-Verlag.
- Reinhart, Carmen M.; Reinhart, Vincent R.; Rogoff, Kenneth S. (2012): «Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800», in: *Journal of Economic Perspectives*, No. 26, S. 69–86.
- Reinhart, Carmen M.; Rogoff, Kenneth S. (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton/Oxford: Princeton University Press.
- Smith, Adam (1776): *Der Wohlstand der Nationen*, 5. Auflage, C.H. Beck: München 1974.
- Wicksell, Knut (1898): *Geldzins und Güterpreise*, Jena: Verlag von Gustav Fischer.