

Nominal- und Realzinsen sind tief und in der Schweiz sogar negativ. Deshalb ist vielfach zu lesen, Staatsschulden seien «kostenlos» oder «nahezu kostenlos». Stimmt das? Auf den ersten Blick stimmt es nicht, denn der Käufer einer Bundesobligation muss für deren Erwerb etwas bezahlen. Alles andere wäre erstaunlich. Schliesslich dient das Geschäft zwischen Schuldner und Gläubiger dazu, Kaufkraft in der Zukunft und der Gegenwart zu tauschen. Der Preis, zu dem dieser Tausch stattfindet, ist der Bruttozins, nicht der Nettozins (also ungefähr eins, nicht null), denn bei Fälligkeit erhält der Gläubiger Zins und Tilgungszahlung. Erst bei einem Nettozinssatz von minus hundert Prozent würde die Schuldenaufnahme kostenlos. Bei Fälligkeit würden sich die Schulden in diesem unrealistischen Fall in Luft auflösen, weil der negative Zins die Tilgung auffrässe.

Etwas komplizierter wird die Lage bei einer längerfristigen Betrachtung. Finanzpolitik ist nachhaltig, solange die Schuldenquote nicht explodiert, die Schulden also nicht schneller wachsen als das Volkseinkommen. Ein Staat mit einem sehr langen Horizont muss seine Schulden daher nie tilgen, wie ein einfaches Beispiel verdeutlicht. Angenommen, der Zinssatz läge bei einem Prozent, der Staat habe hundert Franken Schulden und das staatliche Primärdefizit wie auch das Wirtschaftswachstum betrügen null. Begleicht der Staat seine Schulden nach einem Jahr, muss er 101 Franken bezahlen. Stabilisiert er hingegen lediglich die Schuldenquote, muss er jährlich einen Franken Zins bezahlen und die Schulden überwälzen. Der Barwert des ewigen Schuldendienstes in dieser zweiten Variante beträgt ebenfalls 101 Franken.

Wirtschaftswachstum und Primärdefizite oder -überschüsse ändern nichts Grundsätzliches an dieser Logik: Finanzpolitik ist nachhaltig, solange die Schuldenquote stabil bleibt. Wenn der Zinssatz über der Wachstumsrate der Wirtschaft liegt, erfordert Nachhaltigkeit daher Primärüberschüsse,

Staatsschulden sind keineswegs kostenlos

Aufgrund tiefer Zinsen ist es derzeit für Staaten günstig, Schulden zu machen. Eine Finanzpolitik ist aber nur so lange nachhaltig, als die Schuldenquote stabil bleibt.
Gastkommentar von Dirk Niepelt

das heisst, der Staat muss Steuern zur Finanzierung von Zinszahlungen aufbringen. Doch was geschieht, wenn der Zinssatz die Wachstumsrate unterschreitet? Gestattet nachhaltige Finanzpolitik dann dauerhafte Primärdefizite, und werden Staatsschulden damit faktisch kostenlos?

Wer so argumentiert, beruft sich häufig auf eine Arbeit von Olivier Blanchard, MIT-Professor und ehemaliger Chefökonom des IMF (oder auf die «Modern Monetary Theory» – ein Narrativ, das seriöse Ökonomen mehrheitlich ablehnen). Blanchard argumentiert, dass die Zinssätze von Staatsobligationen häufig unterhalb der Wachstumsrate

gelegen hätten und vorerst wohl auch liegen würden. Blicke dies dauerhaft der Fall, so sein korrekter Schluss, könnten die Schulden erhöht werden, ohne dass dies in der Zukunft höhere Zinszahlungen nach sich zöge. Denn infolge des Wirtschaftswachstums würden die Schulden in Relation zum Volkseinkommen mit der Zeit verschwinden und hätten somit keine fiskalischen Kosten.

Doch die Analyse von Blanchard wird aus verschiedenen Gründen falsch gedeutet oder überinterpretiert. Erstens löst sich die staatliche Budgetrestriktion nicht schon dann in Luft auf, wenn die Wachstumsrate in der Regel über dem Zins-

satz liegt, sondern erst dann, wenn ein dauerhafter Anstieg des Zinsniveaus über die Wachstumsrate ausgeschlossen werden kann. Dies ist nicht der Fall. Zweitens müssen Risiken berücksichtigt werden, wie dies Blanchard auch tut. Ein Vergleich von Zinssätzen und durchschnittlichen Wachstumsraten ist nicht aussagekräftig. Drittens rentieren Staatsschulden wegen ihrer vorteilhaften Liquiditätseigenschaften tiefer als Forderungen gegenüber anderen Schuldnern, die den Marktzens entrichten müssen. Staatsschulden generieren daher wie Geld Seigniorage-Einnahmen für den Staatshaushalt. Doch das bedeutet keineswegs, dass der Staat deswegen keine Budgetrestriktion zu beachten hätte.

Selbst wenn Schulden keine fiskalischen Kosten verursachten, hiesse dies nicht zwingend, dass höhere Schulden vorteilhaft wären. Es wird zwar häufig suggeriert, Blanchards Studie propagiere die Ausgabe neuer Schulden zur Finanzierung öffentlicher Investitionen, doch dem ist nicht so. Vielmehr bezieht sich seine Analyse auf umlagefinanzierte Transfersysteme wie das der Schweizer AHV, die in ihren makroökonomischen Auswirkungen Parallelen zu Staatsschulden aufweisen. Blanchard rät also nicht zu schuldenfinanzierten öffentlichen Investitionen, sondern zu höheren AHV-Beiträgen und -Leistungen. Diese haben aber auch in Blanchards Analyse Verteilungswirkungen, bezuzogen also einzelne Generationen auf Kosten anderer.

Was bleibt als Fazit? Aufgrund tiefer Zinsen ist es derzeit insbesondere für Staaten vergleichsweise günstig, zukünftige in gegenwärtige Kaufkraft umzutauschen. Doch Staatsschulden sind deswegen keineswegs «kostenlos». Und selbst wenn die fiskalischen Kosten von Staatsschulden verschwinden, bleiben nachhaltige und insbesondere optimale Schuldenquoten begrenzt.

Dirk Niepelt ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern und Direktor am Studienzentrum Gerzensee.