

Albert Jaeger

Bestimmungsfaktoren der Staatsschuldendynamik

Die Dynamik von Staatsschulden ist auf zwei Faktoren reduzierbar: auf Veränderungen der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate der Wirtschaft sowie auf Veränderungen im primären Budgetdefizit. Das primäre Budgetdefizit ist definiert als Budgetdefizit abzüglich der Zinszahlungen für die Staatsschuld. In den letzten zwanzig Jahren wurde die Dynamik der österreichischen Staatsschuld von beiden Faktoren maßgeblich beeinflusst. Die empirische Analyse zeigt jedoch, daß der drastische Anstieg der Realzinsen seit Mitte der siebziger Jahre einer der Hauptverursacher der Budgetprobleme in den achtziger Jahren war.

Die Budgetpolitik vieler OECD-Länder ist seit Mitte der siebziger Jahre mit dem Problem rasch wachsender Staatsschulden konfrontiert. Auch ausgedrückt in Prozent des Brutto-Inlandsproduktes haben die Staatsschulden in vielen Ländern kräftig zugenommen. So stieg die gewichtete Staatsschuldenquote der sieben großen Industrieländer (G 7) von 37% 1974 auf 58% 1989. Aus wirtschaftshistorischer Perspektive ist die Staatsschuldenentwicklung der letzten zwanzig Jahre ungewöhnlich, da rasch steigende Staatsschuldenquoten historisch fast immer mit Kriegereignissen oder schweren wirtschaftlichen Depressionen verbunden waren (*Chourraqui — Jones — Montador, 1986; Barro, 1990*).

Die gesamtwirtschaftlichen Effekte von wachsenden Staatsschulden gehören zu den strittigen Fragen der Volkswirtschaftslehre: Von der These der völligen Unbedenklichkeit bis zur Prognose des zwangsläufigen Staatsbankrotts wurden dazu schon alle möglichen Positionen vertreten. Erstes Ziel des vorliegenden Aufsatzes ist es, kurz zu beleuchten, unter welchen Bedingungen steigende Staatsschulden von der modernen makroökonomischen Forschung als gesamtwirtschaftlich negative Entwicklung betrachtet werden.

In öffentlichen und wirtschaftspolitischen Diskussionen wird die Staatsschuldendynamik fast immer auf budgetpolitische Vorgänge reduziert. Zweites Ziel dieser Analyse ist aufzuzeigen, daß diese Sicht zu eng ist. Die Dynamik von Staatsschulden kann rein definitorisch auf zwei im wesentlichen unabhängige Bestimmungsfaktoren zurückgeführt werden: auf die Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate der Volkswirtschaft und auf das primäre Budgetdefizit, also das Budgetdefizit ohne Zinszahlungen für die Staatsschuld. Nur das primäre Budgetdefizit wird direkt durch die Budgetpolitik bestimmt. Die Entwicklung der

Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate des BIP hängt dagegen weitgehend von Faktoren ab, die in kleinen offenen Volkswirtschaften wie Österreich von der Budgetpolitik kaum beeinflusst werden können.

Das dritte Ziel des Aufsatzes ist, die Dynamik der österreichischen Staatsschuld im internationalen Vergleich für den Zeitraum 1970 bis 1989 empirisch zu analysieren. Die Ergebnisse zeigen, daß die Staatsschuldendynamik in Österreich das Resultat eines Zusammenspiels zwischen Budgetpolitik und ausgepräg-

ten Veränderungen in der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate des BIP war.

Gesamtwirtschaftliche Effekte von Staatsschulden

Die Ausgaben des Staates können im wesentlichen durch Steuern und steuerähnliche Abgaben oder Veränderungen der Staatsschuld finanziert werden. Die Finanzierung über die Notenpresse hat für entwickelte Industrieländer wenig Bedeutung. Staatsschulden repräsentieren unter der Annahme gegebener Staatsausgaben eine in die Zukunft verschobene Steuerlast¹⁾. Die moderne Diskussion der gesamtwirtschaftlichen Effekte von Staatsschulden konzentriert sich daher auf die Frage, wie der private Sektor auf die zeitliche Lastverschiebung durch schuldenfinanzierte Staatsausgaben reagiert (*Bernheim, 1989*)²⁾.

Ein theoretisch möglicher Extremfall ist, daß die gesamte in die Zukunft verschobene Steuerlast durch den privaten Sektor korrekt antizipiert wird und daher eine exakt kompensierende Erhöhung der privaten Vermögensposition bewirkt (*Barro, 1974*). In diesem Fall hat eine Erhöhung der Staatsschuld keine nennenswerten gesamtwirtschaftlichen Effekte. Empirische Untersuchungen deuten aber

¹⁾ Mögliche Ausnahmefälle liegen vor, wenn erstens dem Staatsschuldenzuwachs ein Vermögenszuwachs des öffentlichen Sektors entspricht, dessen Ertragsrate höher oder gleich der Verzinsung der Staatsschuld ist, und zweitens der Zinssatz der Staatsschuld permanent unter der Wachstumsrate der Volkswirtschaft bleibt.

²⁾ Diese Diskussion abstrahiert von "keynesianischen Problemen", die sich aus den Auslastungsvariationen der Wirtschaft über den Konjunkturzyklus ergeben können (vgl. dazu *Eisner, 1989*).

Schuldenquoten im internationalen Vergleich

Übersicht 1

	1970		1975		1980		1985		1989	
	Brutto	Netto	Brutto	Netto	Brutto Staatsschulden in % des BIP	Netto	Brutto	Netto	Brutto	Netto
Österreich	19,5	—	24,1	—	37,5	—	49,9	—	57,3	—
BRD	18,4	— 8,2	25,0	1,0	32,5	14,3	42,2	21,9	43,1	22,2
USA	45,3	27,8	42,4	24,0	37,7	18,6	48,9	27,5	54,4	30,9
Japan	12,1	— 6,5	22,4	— 2,1	52,0	17,3	68,5	26,6	70,2	14,6
Frankreich	52,8	9,7	41,0	10,3	37,1	14,3	45,7	23,1	46,8	24,8
Italien	41,4	36,5	60,6	54,3	58,8	53,9	84,6	81,9	99,2	96,3
Großbritannien	81,4	75,6	63,8	55,9	54,2	47,1	53,1	46,2	37,3	30,6
Kanada	53,1	11,8	44,1	7,5	46,0	12,7	67,5	34,1	72,5	42,0
Belgien	67,5	52,6	61,1	49,0	79,9	69,3	123,3	112,3	131,2	121,0
Niederlande	52,0	29,8	41,4	20,3	46,0	25,0	69,5	43,0	78,2	57,5
Norwegen	47,0	— 1,0	44,7	— 7,6	52,2	0,4	40,7	— 16,0	42,6	— 21,1
Schweden	30,3	— 23,9	29,3	— 29,2	44,8	— 13,6	69,4	16,5	49,2	— 3,5

Q: OECD

darauf hin, daß der private Sektor nur auf besonders drastische Änderungen der Staatsschuld mit dem Aufbau einer weitgehend kompensierenden Vermögensposition reagiert (Bernheim, 1989, Jaeger, 1992)

Die Finanzierung eines gegebenen Volumens an Staatsausgaben durch Staatsschulden verschiebt Steuerlasten auf künftige Generationen und mindert deren ökonomische Wohlfahrt.

Wird die Erhöhung der Staatsschuld durch den privaten Sektor nicht oder nur teilweise als eine in die Zukunft verschobene Steuerlast betrachtet, dann hängen die gesamtwirtschaftlichen Effekte in erster Linie von dem Grad der Offenheit und der Größe der Volkswirtschaft ab

Im Extremfall einer völlig geschlossenen Volkswirtschaft verursachen wachsende Staatsschulden Crowding-out von Realkapital und damit eine Minderung der Wohlfahrt künftiger Generationen. Im entgegengesetzten Extremfall einer kleinen offenen Volkswirtschaft ist die Höhe des Zinssatzes vom Ausland vorgegeben und daher Crowding-out von Realkapital unwahrscheinlich. Es ist sogar plausibel, daß es langfristig zu Crowding-in von Realkapital durch höhere Staatsschulden kommt, wenn die Kapitalintensität des exponierten Sektors höher ist als die des geschützten Sektors (Obstfeld, 1989). In einer kleinen offenen Volkswirtschaft werden jedoch Leistungsbilanzdefizite entstehen, und damit wird die Auslandsverschuldung steigen. Vom Standpunkt der ökonomischen Wohlfahrt kann dieser Vorgang als Crowding-out von Eigentumsrechten am inländischen Realkapitalstock interpretiert werden. Die negativen ökonomischen Wohlfahrtseffekte eines vergleichbaren Anstiegs der Staatsschuld werden in kleinen offenen Volkswirtschaften jedoch geringer sein als in geschlossenen Volkswirtschaften (Jaeger — Keuschnigg, 1992)

Große offene Volkswirtschaften wie die USA oder Deutschland verursachen durch wachsende Staatsschulden nicht nur im eigenen Land negative Wohlfahrtseffekte. Durch ihren Einfluß auf das Weltzinnsniveau werden die negativen Wohlfahrtseffekte höherer Staatsschulden auch auf andere Länder übertragen. Diese negative Externalität steigender Staatsschulden in großen offenen Volkswirtschaften ist im Zusammenhang mit der Finanzierung der

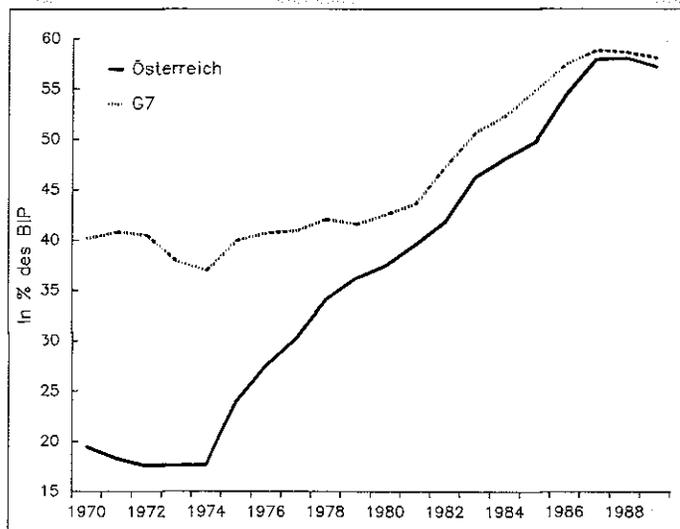
Kosten der deutschen Wiedervereinigung gerade derzeit besonders aktuell

Empirisch relevant für Österreich ist der Fall der kleinen offenen Volkswirtschaft. Daher werden die negativen Effekte höherer Staatsschulden in Österreich vorwiegend in Form von Leistungsbilanzdefiziten oder, äquivalent dazu, in geringeren Leistungsbilanzüberschüssen wirksam werden (Handler, 1983). Hingegen werden steigende Staatsschulden in großen ausländischen Volkswirtschaften wie Deutschland über höhere Realzinsen ein Crowding-out von Realkapital in Österreich bewirken

Entwicklung der Staatsschuldenquoten im internationalen Vergleich

Ein Vergleich der Entwicklung der Staatsschuld — gemessen in Prozent des nominellen Brutto-Inlandsproduktes — in Österreich und zwölf weiteren OECD-Ländern über den Zeitraum 1970/1989 ist aus Übersicht 1 zu ersehen. Für alle Länder — mit Ausnahme Österreichs — stehen Werte für die gesamten finanziellen Verbindlichkeiten des Staates (Brutto-Schuldenquoten) und für den Saldo zwischen finanziellen Verbindlichkeiten und Forderungen des Staates (Netto-Schuldenquoten) zur Verfügung. Ergänzend wird in Abbildung 1 die Entwicklung der Brutto-Staatsschuldenquote in Österreich dem Durchschnitt der G 7 gegenübergestellt. Die G 7 umfassen USA, Japan, Deutschland, Frankreich, Italien, Großbritannien und Kanada. Die Kennzahlen der Staatsverschuldung des gewichteten Durchschnitts der G 7 werden im folgenden als internationaler Vergleichsmaßstab für die österreichische Situation verwendet. Die Gewichte für die einzelnen Länder wurden mit Hilfe der international vergleichbaren Daten über Realeinkommen von Summers — Heston (1988) gebildet.

Die Entwicklung der Staatsschuldenquoten seit 1970 verlief in vier relativ leicht abgrenzbaren Phasen. Da sich Brutto- und Netto-Schuldenquoten in fast allen Ländern parallel entwickeln, wird im folgenden vereinfachend auf „die Schuldenquote“ Bezug genommen. In der ersten Phase, Anfang der siebziger Jahre, werden für die meisten Länder stabile oder fallende Schuldenquoten beobachtet. Die zweite Phase wurde durch den Erdölpreisschock 1973/74 eingeleitet. Danach entwickelten sich die Schuldenquoten bis Ende der siebziger Jahre nach Ländern sehr

Entwicklung der Staatsschuldenquoten Abbildung 1

unterschiedlich. Österreich und eine Reihe anderer kleiner offener Volkswirtschaften haben in dieser Phase ihre Schuldenquoten kräftig angehoben. Von den G 7 erhöhte nur Japan die Schuldenquote nachhaltig. Offensichtlich spiegelt die Staatsschuldendynamik verschiedener Länder in der Phase nach dem ersten Erdölschock Faktoren wider, die nicht in allen Ländern gleichzeitig wirksam wurden. Die dritte Phase, Anfang der achtziger Jahre, ist durch einen gleichzeitigen sprunghaften Anstieg der Schuldenquoten in fast allen Ländern gekennzeichnet. In dieser Phase wird die Staatsschuldendynamik daher durch Faktoren geprägt, die in fast allen Ländern zur selben Zeit wirksam werden. In der vierten und letzten Phase, der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, ist in den meisten Ländern eine Stabilisierung der Staatsschuldenquoten zu beobachten.

Die wichtige Frage, ob die offiziell verfügbaren Daten für Staatsschulden und Budgetdefizit ökonomisch sinnvoll interpretierbar sind, kann im eingeschränkten Rahmen dieser Arbeit nicht behandelt werden. Eine Reihe von Studien — z. B. Eisner (1986), Lehner (1989), Kotlikoff (1989) sowie Blejer — Cheasty (1991) — hat sich mit dieser Frage beschäftigt. Im folgenden konzentriert sich die empirische Analyse auf die Dynamik der Brutto-Schuldenquote. Dafür sind mehrere Gründe ausschlaggebend: Erstens sind für Österreich keine international vergleichbaren Netto-Schuldenquoten verfügbar³⁾. Zweitens werden die fiskalischen Zielgrößen im Rahmen der EG-Integration derzeit anhand von Brutto-Schuldenquoten formuliert. Drittens kann die Berechnung von Nettoschulden als Saldo aus laufenden finanziellen Verbindlichkeiten und Forderungen die Vermögensposition des Staates in einem zu günstigen Licht erscheinen lassen, da die Erfassung finanzieller Verbindlichkeiten lückenhaft ist. Die zwei wichtigsten Beispiele für dieses dritte Argument sind künftig anfallende Pensionszahlungen sowie Haftungen, die an das Eintreten künftiger Ereignisse gebunden sind.

Aus der Budgetbeschränkung des Staates (siehe Kasten „Budgetbeschränkung des Staates“) kann abgeleitet werden, daß die Dynamik der Staatsschuldenquote durch zwei Faktoren bestimmt wird: durch die Differenz zwischen nominellem Zinssatz und nomineller Wachstumsrate der

Die Budgetbeschränkung des Staates

Volkswirtschaft bzw., äquivalent dazu, der Differenz zwischen Realzinssatz und realer Wachstumsrate des BIP sowie durch die primäre Budgetdefizitquote, definiert als Budgetdefizit ohne Zinszahlungen für die Staatsschuld, gemessen in Prozent des nominellen Brutto-Inlandsproduktes.

Budgetbeschränkung des Staates

Die Budgetbeschränkung des Staates beschreibt den Zusammenhang zwischen Staatsschuld und Budgetdefizit:

$$(1) \quad B_t - B_{t-1} = D_t$$

B_t bezeichnet den Stand der Staatsschuld am Ende der Periode t und D_t das Budgetdefizit. Die mögliche Finanzierung des Budgetdefizits über die Notenpresse („Seigniorage“) ist in entwickelten Industrieländern quantitativ von geringer Bedeutung und wird daher in Gleichung (1) nicht berücksichtigt. Das Budgetdefizit kann in die Zinszahlungen für die Staatsschuld und das primäre Budgetdefizit aufgespalten werden:

$$(2) \quad D_t = r_{t-1} + PD_t$$

r_t bezeichnet den Zinssatz für die Staatsschuld und PD_t das primäre Budgetdefizit. Wird (2) in (1) eingesetzt und beide Seiten der Gleichung durch das nominelle Brutto-Inlandsprodukt dividiert, so ergibt sich nach einigen Umformungen

$$(3) \quad b_t - b_{t-1} \approx (r_t - g_t) b_{t-1} + pd_t$$

Die Veränderung der Staatsschuldenquote ist approximativ gleich der Summe zweier Komponenten. Die erste Komponente ist das Produkt aus gegebener Staatsschuldenquote der Vorperiode (b_{t-1}) und der Differenz zwischen nominellem Zinssatz und nomineller Wachstumsrate des Brutto-Inlandsproduktes ($r_t - g_t$). Die zweite Komponente der Summe repräsentiert die primäre Budgetdefizitquote (pd_t). Um die Staatsschuldenquote auf dem gegenwärtigen Niveau zu stabilisieren, muß die primäre Budgetdefizitquote approximativ folgenden Wert annehmen:

$$(4) \quad pd_t \approx -(r_t - g_t) b_{t-1}$$

Ist die Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate positiv, so muß nach Gleichung (4) die primäre Budgetdefizitquote negativ sein. Das Budget weist in diesem Fall einen primären Budgetüberschuß aus. Ist umgekehrt die Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate negativ, dann ist ein primäres Budgetdefizit konsistent mit einer stabilen Staatsschuldenquote.

Eine getrennte Betrachtung der beiden Bestimmungsfaktoren der Staatsschuldendynamik ist von Interesse, da die Budgetpolitik zumindest in kleinen offenen Volkswirtschaften die Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate des BIP nur über das Staatsschuldenmanagement beeinflussen kann. Verglichen mit den historischen Schwan-

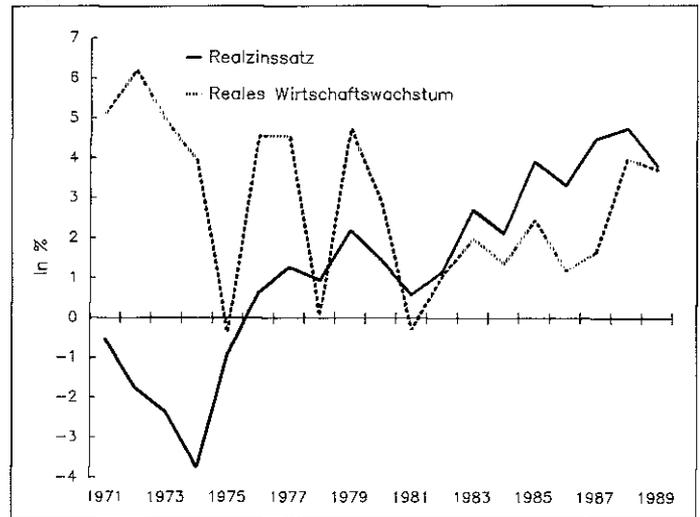
³⁾ Eine einfache Abschätzung der Netto-Schuldenquote kann aus dem Verhältnis zwischen Einnahmen aus Besitz und Unternehmung des Staates und den Zinszahlungen für die Staatsschuld ermittelt werden. Unter plausiblen Bewertungsannahmen ist die Netto-Schuldenquote gleich der Differenz zwischen Brutto-Schuldenquote und dem Produkt zwischen Brutto-Schuldenquote und dem genannten Verhältnis. Die meisten in Übersicht 1 angeführten Netto-Schuldenquoten lassen sich über diese Methode gut approximieren. Nach dieser Berechnungsmethode betrug die österreichische Netto-Schuldenquote 1989 29,2%.

kungen der Zinssätze dürften aber die möglichen Einflüsse des Staatsschuldenmanagements vernachlässigbar sein. Die Budgetpolitik kann über ausreichend große Veränderungen des primären Budgetdefizits jedes beliebige Niveau der Staatsschuldenquote realisieren. Diese Feststellung ändert jedoch nichts an dem Ergebnis, daß mit der Differenz zwischen Zinssatz und Wirtschaftswachstum ein von der Budgetpolitik weitgehend unabhängiger Faktor die Staatsschuldendynamik entscheidend prägen kann.

Empirische Analyse

In einem ersten Schritt wird die Bedeutung der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate des BIP für die Staatsschuldendynamik betrachtet. Diese Differenz war über die letzten zwanzig Jahre sowohl in Österreich als

Realzinssatz und reales Wirtschaftswachstum in Österreich Abbildung 3



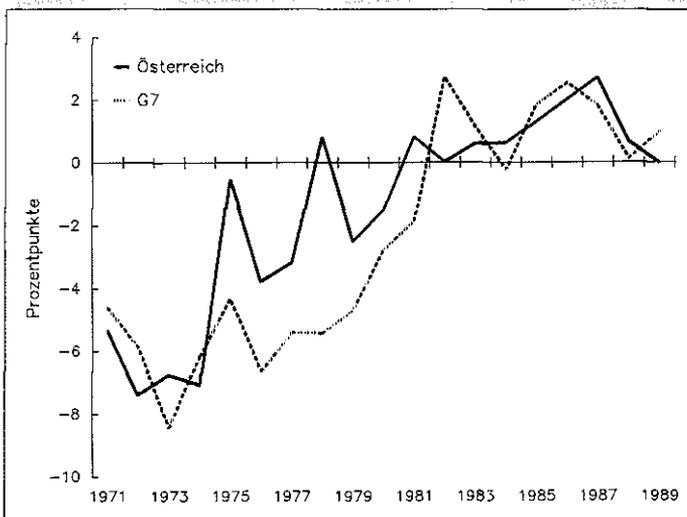
Die Differenz zwischen nominellem Zinssatz und nomineller Wachstumsrate kann alternativ als Differenz zwischen Realzinssatz und realer Wachstumsrate geschrieben werden. Die Veränderung der Differenz zwischen diesen zwei Variablen erklärt sich in Österreich im wesentlichen aus dem Verlauf des Realzinssatzes⁵⁾ (Abbildung 3). Der österreichische Realzinssatz ist seit Anfang der siebziger Jahre, ausgehend von einem Niveau unter Null, stufenweise auf von derzeit rund 4,5% gestiegen. Im Vergleich zu den Bewegungen des Realzinssatzes ist das Durchschnittsniveau der realen Wachstumsrate relativ stabil.

Aus der Budgetbeschränkung des Staates folgt, daß die Dynamik der Staatsschuldenquote von der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate des BIP sowie von der primären Budgetdefizitquote abhängt.

auch im internationalen Durchschnitt starken Variationen unterworfen⁴⁾ (Abbildung 2). Blieb der Zinssatz in den siebziger Jahren fast ohne Unterbrechung deutlich unter der Wachstumsrate — damit war die Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate in diesem Zeitraum meist negativ —, so änderte sich das Vorzeichen der Differenz Anfang der achtziger Jahre abrupt. Aus der Budgetbeschränkung des Staates ergibt sich, daß die Staatsschuldendynamik in den siebziger Jahren aufgrund der negativen Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate gebremst wurde. In den achtziger Jahren hingegen wurde die Schuldendynamik durch die abrupte Änderung des Vorzeichens der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate beschleunigt.

Das Niveau der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate des BIP ist seit Mitte der siebziger Jahre drastisch gestiegen und war der Auslöser der Budgetprobleme der achtziger Jahre.

Differenz zwischen Zinssatz und Wirtschaftswachstum Abbildung 2



Die Bedeutung der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate für die Dynamik der österreichischen Staatsschuldenquote kann durch ein einfaches Simulationsexperiment beleuchtet werden. Darin wird hypothetisch angenommen, daß die durchschnittliche Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate im Zeitraum von 1971 bis 1979 (−4,0%) auch von 1980 bis 1989 Gültigkeit hat. Ausgehend vom Niveau der Staatsschuldenquote 1979 wird die Entwicklung der Schuldenquote, unter Annahme des historischen Pfades der primären Budgetdefizitquote, simuliert. Der Verlauf der tatsächlichen und der simulierten Schuldenquote in Abbildung 4 zeigt, daß, ceteris paribus, der Anstieg der Schuldenquote in den achtziger Jahren ausschließlich auf die Veränderung der Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate gegenüber den siebziger Jahren zurückgeht.

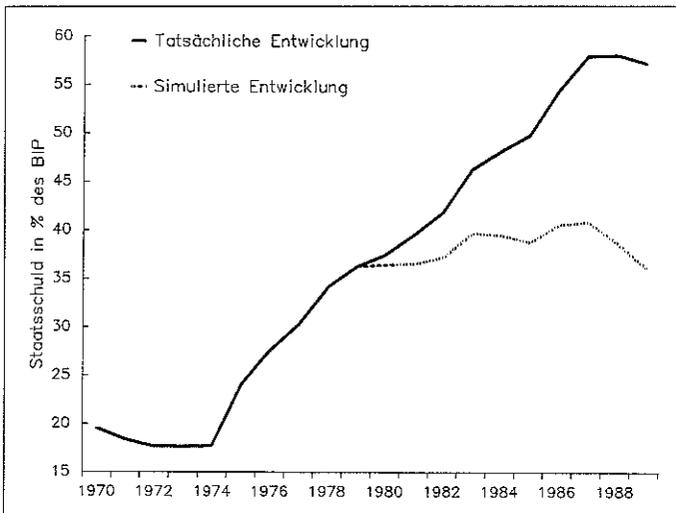
Die Höhe des Zinssatzes ist aber nicht nur für die Dynamik der Staatsschuld von herausragender Bedeutung, sondern bestimmt auch gemeinsam mit dem Niveau der Staatsschuldenquote die Finanzierungslast für das Budget. Aus historischer Perspektive könnte vermutet werden, daß

⁴⁾ Der Zinssatz wurde aus dem Verhältnis der Zinszahlungen zur Staatsschuld der Vorperiode gebildet.

⁵⁾ Der Realzinssatz errechnet sich aus der Differenz zwischen dem Nominalzinssatz auf die Staatsschuld und der BIP-Inflationsrate.

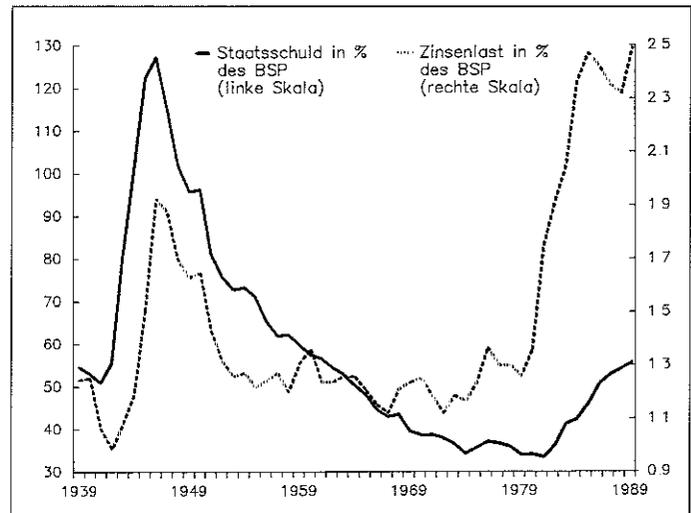
Staatsschuldendynamik in Österreich: Ein Simulationsexperiment

Abbildung 4



Staatsschulden und Zinsenlast in den USA

Abbildung 5



z. B. eine Staatsschuldenquote von 50% keine großen Finanzierungsprobleme aufwerfen kann, da in Ländern wie den USA oder Großbritannien nach dem Zweiten Weltkrieg Staatsschuldenquoten von weit über 100% problemlos finanziert und abgebaut wurden. Dieses Argument übersieht jedoch die Rolle des Zinssatzes, im besonderen des Realzinssatzes, bei der Bestimmung der Finanzierungslast einer gegebenen Staatsschuldenquote. Aus Abbildung 5 ist die Entwicklung der Staatsschuldenquote in den USA und des Zinsaufwands für die Staatsschuld jeweils in Prozent des Brutto-Sozialproduktes über die letzten fünfzig Jahre zu ersehen⁶⁾. Der Verlauf sowohl der Staatsschuldenquote als auch der Finanzierungslast illustriert, daß die vergleichsweise niedrige Staatsschuldenquote von rund 55% Ende der achtziger Jahre mit einer signifikant höheren Finanzierungslast verbunden war als der Rekordwert der Staatsschuldenquote von etwa 128% unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg. Der Unterschied erklärt sich aus dem abweichenden Niveau der Zinssätze in den verglichenen Zeiträumen. In der unmittelbaren Nachkriegszeit waren kurzfristige Zinssätze auf Staatsschuldenpapieren der USA von 1% oder darunter nicht ungewöhnlich.

Die weitere Entwicklung des Realzinssatzes in den neunziger Jahren könnte nach den Ergebnissen der bisherigen Analyse eine Schlüsselrolle für die Erfolgsaussichten der Budgetkonsolidierungspläne vieler Länder spielen. Ein permanenter Anstieg des Realzinssatzes um 1 Prozentpunkt bedeutet umgelegt etwa auf die Situation Österreichs, daß die Netto-Kreditaufnahme der öffentlichen Haushalte auf Dauer um rund 10 Mrd. S gesenkt werden müßte, um die Staatsschuldenquote weiter auf ihrem derzeitigen Wert zu stabilisieren.

Die Realzinssätze werden zunehmend im Rahmen eines globalen Kapitalmarktes determiniert (Barro — Sala-i-Martin, 1990). Dieser Kapitalmarkt bestimmt den Realzinssatz aus dem Ausgleich zwischen globalem Angebot und globaler Nachfrage nach investierbaren Mitteln. Eine

Reihe von Finanzmarktexperten hat in den vergangenen Jahren argumentiert, daß eine deutliche Steigerung der Realzinssätze in den neunziger Jahren aus drei Gründen nicht ausgeschlossen werden kann (vgl. Lamfalussy, 1991):

- Setzt sich der in der Vergangenheit beobachtete Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Sparquote fort, so werden sich auf der Angebotsseite des globalen Kapitalmarktes die investierbaren Mittel weiter verknappen.
- Auf der Nachfrageseite des globalen Kapitalmarktes sind aufgrund des potentiell immensen Kapitalbedarfs der Volkswirtschaften des ehemaligen RGW zumindest keine zinssenkenden Entwicklungen zu erwarten.
- Schließlich scheint der Intermediationsprozeß zwischen Angebot und Nachfrage durch das internationale Finanzsystem nachhaltigen Funktionsstörungen zu unterliegen.

Die Plausibilität einer globalen Kapitallucke („global capital crunch“) und damit spürbar höherer Realzinsen im weiteren Verlauf der neunziger Jahre ist jedoch aus einem gewichtigen Grund skeptisch einzuschätzen. Die Höhe des gegenwärtigen langfristigen Zinsniveaus sollte alle relevanten Informationen über vorhersehbare Entwicklungen kapitalmarktrelevanter Faktoren widerspiegeln. Da diese Hypothese in der empirischen Literatur durchwegs bestätigt wird, sollten die aufgezeigten ungünstigen Entwicklungen bereits in der Höhe des gegenwärtigen Zinsniveaus berücksichtigt sein und daher keine Steigerungen des Zinsniveaus in der Zukunft verursachen können.

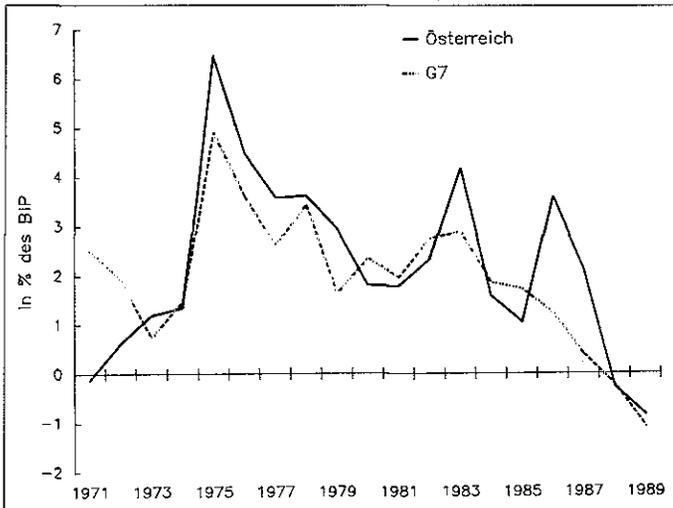
Der zweite Bestimmungsfaktor der Staatsschuldendynamik ist die primäre Budgetdefizitquote. Seit 1970 lag die primäre Budgetdefizitquote in Österreich fast durchwegs über dem internationalen Vergleichswert⁷⁾ (Abbildung 6). In der zweiten Hälfte der siebziger Jahre spiegeln sich im relativen Verlauf der primären Budgetdefizitquoten in erster Linie die angesichts der weltweiten Wachstumsverlangsamung nach dem ersten Erdölshock unterschiedliche

⁶⁾ Die Daten beziehen sich auf die Verschuldung des Zentralstaates (Quelle: Economic Report of the President, 1991, Tabellen B1, B76 und B81).

⁷⁾ Die primären Budgetquoten wurden über die Budgetbeschränkung des Staates bei gegebenen Veränderungen der Brutto-Staatsschuld und der Zinszahlungen für die Staatsschuld berechnet (vgl. Gleichung (3) im Kasten: Budgetbeschränkung des Staates⁷⁾).

Primäre Budgetdefizitquoten

Abbildung 6



chen fiskalpolitischen Strategien. Nach dem Realzinschock Anfang der achtziger Jahre wurde die primäre Budgetdefizitquote in Österreich etwas langsamer gesenkt als im internationalen Durchschnitt. Ende der achtziger Jahre ist die primäre Budgetdefizitquote in Österreich wie auch im Durchschnitt der G 7 auf einen negativen Wert gefallen.

Eine negative primäre Budgetdefizitquote ist notwendig, um die Staatsschuldenquote zu stabilisieren, wenn die Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate positiv ist. Dieser Sachverhalt kann ebenfalls aus der Budgetbeschränkung des Staates abgeleitet werden (siehe Kasten „Budgetbeschränkung des Staates“). Umgekehrt ist eine positive primäre Budgetdefizitquote bei einer negativen Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate konsistent mit einer stabilen Staatsschuldenquote. Diese Zusammenhänge erklären, warum die Staatsschuldenquoten im Zeitraum von 1974 bis 1979 trotz ungewöhnlich hoher primärer Budgetdefizitquoten nicht drastisch stiegen. Die von der Budgetpolitik ausgehende Dynamik wurde weitgehend durch die negative Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate neutralisiert.

Zusammenfassung

Die Staatsschuldendynamik ist aufgrund definitorischer Zusammenhänge das Ergebnis zweier weitgehend unab-

hängiger Faktoren. Die Budgetpolitik beeinflusst die Staatsschuldenquote direkt über die primäre Budgetdefizitquote. Die Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate der Wirtschaft bestimmt dagegen den dynamischen Verlauf der Akkumulation von Staatsschulden. In den letzten zwanzig Jahren schwankten die beiden Bestimmungsfaktoren erheblich. Die Dynamik der österreichischen Staatsschuld war in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre durch eine im internationalen Vergleich stark expansive Budgetpolitik bestimmt worden. In diesem Zeitraum wurde die Dynamik jedoch durch außergewöhnlich niedrige Realzinssätze gebremst. Bedingt durch die hohen Realzinssätze der achtziger Jahre ist dieser Effekt dann weggefallen. Eine positive Differenz zwischen Zinssatz und Wachstumsrate impliziert, daß für die Stabilisierung der Staatsschuldenquote die primäre Budgetdefizitquote unter Null gesenkt werden muß. Dieses Ziel wurde Ende der achtziger Jahre annähernd erreicht.

Literaturhinweise

- Barro, R. J., „Are Government Bonds Net Wealth?“, *Journal of Political Economy*, 1974, 82, S. 1095-1117.
- Barro, R. J. *Macroeconomics*. New York, 1990.
- Barro, R. J., Sala-i-Martin, X., „World Real Interest Rates“, in NBER *NBER Macroeconomics Annual 1990*. M. I. T. Press, Cambridge, Mass., 1990, S. 11-61.
- Bernheim, B. D., „A Neoclassical Perspective on Budget Deficits“, *Journal of Economic Perspectives*, 1989, 3, S. 55-72.
- Blejer, M. I., Cheasty, A., „The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues“, *Journal of Economic Literature*, 1991, 26, S. 1644-1678.
- Chouraki, J. C., Jones, B., Montador, R. B., „Public Debt in a Medium Term Perspective“, *OECD Economic Studies*, 1986, 7, S. 103-140.
- Eisner, R., *How Real is the Federal Deficit?*, The Free Press, New York, 1986.
- Eisner, R., „Budget Deficits: Rhetoric and Reality“, *Journal of Economic Perspectives*, 1989, 3, S. 73-93.
- Handler, H., „Crowding-out in einer kleinen offenen Volkswirtschaft“, *WIFO-Monatsberichte*, 1983, 56 (4), S. 260-268.
- Jaeger, A., „Debt Neutrality, Finite Horizons, and Private Savings Behavior“, in van Winden, F., Verbon, H. A. A. (Hrsg.) *The Political Economy of Public Debt*. North Holland, Amsterdam, 1992.
- Jaeger, A., Keuschnigg, C., *The Burden of Public Debt in Open Economies*. Finanzarchiv, 1992 (erscheint demnächst).
- Kotlikoff, L. J., „From Deficit Delusion to the Fiscal Balance Rule: Looking for an Economically Meaningful Way to Assess Fiscal Policy“, *IMF Working Paper*, 1989 (50).
- Lamfalussy, A., „The Credit Crunch is Real!“, *World Link*, 1991, 3, S. 10-11.
- Lehner, G., „Vermögensstransaktionen im öffentlichen Sektor“, *WIFO-Monatsberichte*, 1989, 62(9), S. 556-566.
- Obstfeld, M., „Fiscal Deficits and Relative Prices in a Growing World Economy“, *Journal of Monetary Economics*, 1989, 23, S. 461-484.
- Summers, R., Heston, A., „A New Set of International Comparisons of Real Product and Price Levels: Estimates for 130 Countries“, *The Review of Income and Wealth*, 1988, 34, S. 1-25.