

Nachhaltige Finanzen – was ist das?

Überlegungen zur Expertenanhörung des Parlamentarischen Beirats
für nachhaltige Entwicklung des Deutschen Bundestags am

8. November 2023

Friedrich Heinemann

ZEW Mannheim und Universität Heidelberg

Zusammenfassung

Der Beitrag beginnt mit der Klärung des Begriffspaars „fiskalische Nachhaltigkeit“ und „fiskalischer Spielraum“ („fiscal space“) und verweist auf wichtige Merkmale dieser Begrifflichkeit. So ist fiskalische Nachhaltigkeit ein genuin langfristiges Konzept, das nur mit erheblicher Unsicherheit operationalisierbar ist. Aus der Schwierigkeit einer genauen Quantifizierung eines kritischen Schuldenniveaus darf nicht geschlossen werden, dass es diese kritische Grenze nicht gibt. Fiskalische Nachhaltigkeit sichert den fiskalischen Spielraum zur Bewältigung unvorhergesehener Krisensituationen. Außerdem leistet sie einen Beitrag zur Preisstabilität, weil sie den Handlungsspielraum der Zentralbank sichert. Die Gewährleistung der fiskalischen Nachhaltigkeit ist nicht nur eine Verantwortung der Haushaltspolitik. Jede Politik mit Einfluss auf das Potenzialwachstum sowie künftige Steuereinnahmen und Staatsausgaben einer Volkswirtschaft beeinflusst die Schuldentragfähigkeit.

Der zweite Abschnitt befasst sich mit dem Begriff der „geborgten fiskalischen Nachhaltigkeit“ in Europa. Damit ist gemeint, dass zunehmend EU-Staaten auf europäische monetäre und fiskalische Solidarinstrumente angewiesen sind, um ihre Schulden noch reibungslos am Markt finanzieren zu können. Dies hat Implikationen auch für die Schuldentragfähigkeit Deutschlands, das der wichtigste Garant dieser EU-Solidarinstrumente ist und daher mit seiner Besteuerungsfähigkeit zunehmend auch die Schuldentragfähigkeit anderer Mitgliedstaaten absichern muss.

Der dritte Abschnitt beleuchtet das Verhältnis ökologischer und fiskalischer Nachhaltigkeit. Beide Konzepte sind nicht deckungsgleich. Beiträge zu globalen öffentlichen Gütern wie dem Klimaschutz stärken nicht in direkter Weise die nationale fiskalische Nachhaltigkeit. Anders als bei der Investition in nationale Wachstumsfaktoren (z.B. Digitalisierung oder Bildung) tragen Beiträge zu globalen Kollektivgütern nicht dazu bei, das für Deutschland tragbare Schuldenniveau zu erhöhen. Aus diesem Grund kann die Finanzierung von globalen Kollektivgütern keine Rechtfertigung für eine Schuldenfinanzierung dieser Aufgaben liefern.

Abschließend werden ein kurzer skizzenhafter Überblick über Methoden zur Nachhaltigkeitsmessung präsentiert und aktuelle Befunde zur deutschen Schuldentragfähigkeit zusammengefasst.

Prof. Dr. Friedrich Heinemann

ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

L7, 1

68161 Mannheim

E-Mail: friedrich.heinemann@zew.de

Tel: + 49 621 1235149

1. Fiskalische Nachhaltigkeit

Fiskalische Nachhaltigkeit wird als die Fähigkeit eines Landes definiert, seinen gegenwärtigen und zukünftigen Verbindlichkeiten nachzukommen, ohne außergewöhnliche externe Hilfe in Anspruch zu nehmen oder eine Schuldenrestrukturierung („Default“) vornehmen zu müssen (z.B. IMF, 2020). Mit anderen Worten ist eine Haushaltspolitik dann nachhaltig, wenn sie auch auf mittlere und lange Frist nicht zur Zahlungsunfähigkeit führt, die dann durch externe Krisenhilfen (z.B. Rettungspakete der EU für ihre Mitgliedstaaten, EZB-Anleihekäufe für Euro-Staaten oder IWF-Beistandskredite), Gläubigerverhandlungen über Schuldenerleichterungen oder aber eine inflationäre Entwertung der Staatsschulden gelöst werden müssten.

In jüngerer Zeit hat ein weiterer Begriff an Popularität gewonnen, der zur fiskalischen Nachhaltigkeit verwandt, aber nicht mit ihr identisch ist, der des „fiskalischen Spielraums“ („fiscal space“). Der Fiskalische Spielraum betont stärker die Dimension der fiskalischen Handlungsfähigkeit und wird als der Abstand des gegenwärtigen öffentlichen Schuldenstands von der länderspezifischen Schuldenobergrenze definiert (Kose et al., 2022). Je größer dieser Abstand, desto größer die fiskalische Handlungsfähigkeit, um zum Beispiel in Krisen Stabilisierungsmaßnahmen finanzieren zu können. Dieser andere Blickwinkel ist hilfreich, weil er deutlich macht, welchen Zweck die Beachtung der fiskalischen Nachhaltigkeit letztlich hat: Es geht darum, Handlungsoptionen für die Bewältigung von unerwarteten Entwicklungen zu bewahren. Dieser Spielraum schrumpft, je näher die tatsächliche Verschuldung an die maximal mögliche heranrückt. Empirisch ist diese Relation auch daran sichtbar, dass Länder mit vergleichsweise geringer Verschuldung (und somit höherem fiskalischem Spielraum) in der Pandemie- oder Energiekrise deutlich offensiver Stabilisierungsmaßnahmen finanzieren konnten als andere (oder zur Finanzierung von Krisenpaketen auf europäische Hilfen verzichten konnten).

Folgende allgemeine Vorbemerkungen sind wichtig für das Verständnis des Konzepts der fiskalischen Nachhaltigkeit:

- Betrachtungen zur fiskalischen Nachhaltigkeit sind genuin intertemporale Betrachtungen mit langen Zeithorizonten. Die Tragbarkeit der Staatsverschuldung heute hängt entscheidend davon ab, welche Entwicklung bei Wirtschaftswachstum, Steuereinnahmen und (Real-)Zinsen für die Zukunft eintreten.
- Die maximal finanzierbare Obergrenze der Staatsverschuldung ist daher nicht eindeutig messbar. Sie hängt von vielen Parametern (Verzinsung der Staatsschuld, Potenzialwachstum, Kapitalmarktentwicklungen, Risikosensitivität von Investoren, Krisen, Kriege) ab, die alle nur mit Unsicherheit prognostizierbar sind.
- Aus der Schwierigkeit, eine kritische Grenze der Staatsverschuldung präzise zu bestimmen, folgt nicht, dass es diese Grenze nicht gibt.
- Das Bemühen, die fiskalische Nachhaltigkeit in Europa zu bewahren, kann auch als Beitrag zur Sicherung der langfristigen Preisstabilität im Euroraum verstanden werden. Je stärker die Zahlungsfähigkeit von Euro-Mitgliedstaaten gefährdet ist, desto eher kommt die EZB unter Druck, durch niedrige Zinsen und/oder Wertpapierkäufe die Liquidität des Fiskus auch dann zu sichern, wenn dies inflationär wirkt. Man spricht hier von der drohenden „fiskalischen Dominanz der Geldpolitik“: Die Zentralbank ist in diesem Regime nicht mehr wirklich frei, ihre prioritäre Aufgabe

der Preisstabilität zu erfüllen, wenn sie de facto zur Liquiditätshilfe gezwungen ist, um eine Schulden- und Finanzkrise abzuwenden.

- Die Sicherung der fiskalischen Nachhaltigkeit ist nicht lediglich eine Aufgabe der Haushaltspolitik. Sie wird unterstützt/beeinträchtigt durch alle politischen Ansätze, die Innovationen, Investitionen, Humankapitalbildung und Arbeitseinsatz stimulieren/behindern, weil dies das Wachstumspotenzial eines Landes und damit die Schuldentragfähigkeit beeinflusst. Insofern können z.B. ein entschlossener Bürokratieabbau, eine erfolgreiche Bildungspolitik, eine Verlängerung der Lebensarbeitszeit oder effektive Beschäftigungsanreize durch Reformen des Steuer-Transfer-Systems die Schuldentragfähigkeit verbessern.

2. Die geborgte fiskalische Nachhaltigkeit in Europa

Die obige Definition der fiskalischen Nachhaltigkeit stellt ab auf die Schuldentragfähigkeit „ohne außergewöhnliche externe Hilfe“. Dieser Bestandteil der Definition hat unter den Bedingungen der Europäischen Währungsunion seit 2010 und der Errichtung von gemeinschaftlichen fiskalischen und monetären Krisenfazilitäten eine wichtige Bedeutung erlangt. Derzeit können sich alle Euro-Staaten trotz teilweise hoher Schuldenstände und hoher laufender Defizite an den Kapitalmärkten finanzieren. Allerdings ist diese Stabilität nicht mehr für alle Eurostaaten als Beleg fiskalischer Nachhaltigkeit zu werten, weil einige Länder bereits stark von externen Hilfen abhängig geworden sind (Havlik et al., 2022).

Griechenlands Staatsverschuldung etwa ist zum überwiegenden Teil durch sehr langfristige Kredite (ESM-Kredite laufen teilweise bis 2060) der anderen EU-Mitgliedstaaten und des ESM zu Präferenzzinsen finanziert. Alle Euro-Staaten profitieren zudem davon, dass die EZB und die nationalen Zentralbanken des Eurosystems im Volumen mehrerer Billionen Euro deren Staatsanleihen angekauft und damit die langfristigen Zinsen nach unten gedrückt haben. Hinzu kommt, dass die EZB Anleihen hochverschuldeter Staaten wie Italien und Spanien bei diesen Käufen übergewichtet (Birkholz und Heinemann, 2023) und zudem im Jahr 2022 beschlossen hat, auch dauerhaft Zinsaufschläge im Euroraum zu begrenzen, wenn diese nicht fundamental gerechtfertigt seien. Diesem Zweck dient das „Transmission Protection Instrument“ (TPI) der EZB, das allerdings bislang weder konkretisiert noch eingesetzt worden ist. Des Weiteren wirken die aufgrund der Pandemie etablierten und über gemeinsame EU-Verschuldung finanzierten Instrumente (das EU-Kurzarbeiterprogramm SURE und der Corona-Wiederaufbauplan Next Generation EU) für die stark verschuldeten EU-Staaten stabilisierend. In Anspruch genommen werden die Kreditkomponenten dieser Pandemie-Programme weitgehend nur von den EU-Ländern mit relativ schlechtem Rating. Garantiert werden sie hingegen von allen Mitgliedstaaten, so dass auch über diese Programme heute eine wichtige „Bonitätsleihe“ erfolgt (Heinemann, 2021).

Ohne diese bereits existierenden oder angekündigten Hilfen wäre mit höheren Zinsen für die hoch verschuldeten EU-Staaten zu rechnen, weil Zinsaufschläge („Spreads“) unter normalen Bedingungen (ohne Beistandszusagen) mit den Schulden-BIP-Quoten und mit einem sich verschlechternden Wachstumspotenzial und schwachen Institutionen ansteigen (Pamies et al., 2021). Für die betreffenden EU- und Euro-Staaten gilt somit, dass diese ihre Schuldentragfähigkeit nicht mehr nur

durch eigene Kraft gewährleisten können, sondern von den europäischen Hilfszusagen abhängig geworden sind. Hier kann man somit von „geborgter Schuldentragfähigkeit“ sprechen.

Für Deutschland, das mit seiner Bonität diese europäischen Finanzinstrumente maßgeblich absichert, hat dies zwei Konsequenzen:

- Deutschlands eigene Schuldentragfähigkeit ist zunehmend nicht nur im Blick auf die eigene nationale Verschuldung zu bewerten, sondern auch unter Berücksichtigung der wachsenden Garantielasten für die Verschuldung anderer EU-Mitgliedstaaten.
- Eine Verschlechterung der deutschen Bonität durch eine Kombination von weiter fallendem Potenzialwachstum mit steigender Staatsverschuldung im Zuge des demographischen Wandels würde letztlich auch die europäischen Solidaritätsinstrumente schwächen und die „geborgte Schuldentragfähigkeit“ anderer Euro-Staaten gefährden.

3. Beiträge zu globalen öffentlichen Gütern und fiskalische Nachhaltigkeit

Fiskalische Nachhaltigkeit und ökologische Nachhaltigkeit sind Begriffe mit Überlappungen, aber keinesfalls identisch. Klimapolitische Anstrengungen sind auf ein globales öffentliches Gut ausgerichtet, den Schutz des Weltklimas. Der Klimawandel ist eine Entwicklung, die erhebliche negative ökonomische Konsequenzen haben kann. Insofern ist Klimapolitik nicht nur ethisch geboten, sondern auch im nationalen Eigeninteresse.

Allerdings leistet Klimapolitik bekanntermaßen einen Beitrag für ein globales öffentliches Gut. Somit gibt es keine direkte Beziehung zwischen den eigenen fiskalischen Anstrengungen eines Landes und den zu erwartenden Kosten des Klimawandels für dieses selbe Land. Mit anderen Worten sind national finanzierte Maßnahmen gegen den Klimawandel gewinnbringend für die Weltgemeinschaft, aber nicht in gleichem Maße für das Land selber, dessen eigene Emissionsentwicklung alleine kaum einen nennenswerten Einfluss auf die Entwicklung des Weltklimas haben wird. Deutsche Ausgaben für den Klimaschutz bringen dem deutschen Fiskus somit kaum oder nur in geringem Maße eine Rendite. Sie erhöhen kaum in nennenswerter Weise die Fähigkeit Deutschlands, in Zukunft durch eigene Steuereinnahmen die Staatsverschuldung zu verzinsen und zu tilgen. Zwar erhofft sich die deutsche Politik von ihrem eigenen Tun positive Nachahmungseffekte auf globaler Ebene, so dass indirekt und langfristig möglicherweise positive messbare Folgen für das Weltklima entstehen können, von denen dann auch Deutschland selber wirtschaftlich profitieren kann. Diese indirekten Kanäle sind allerdings hochgradig unsicher.

Insofern würde sich bei einer schuldenfinanzierten Klimapolitik unmittelbar und zweifelsfrei eine Last für die Schuldentragfähigkeit ergeben, der aber nur ein äußerst unsicherer (nationaler) Ertrag gegenüberstehen würde. Deshalb gibt es unter dem Blickwinkel der Schuldentragfähigkeit kaum ein überzeugendes Argument, klimapolitische Maßnahmen über Schulden zu finanzieren. Damit ist die Frage der möglichen Schuldenfinanzierung globaler öffentlicher Güter anders zu beurteilen als im Fall öffentlicher Güter mit überwiegend nationaler Wirksamkeit, die daher unmittelbar geeignet sind, Deutschlands Wachstumspotenzial und damit auch die zukünftigen Steuereinnahmen zu steigern. Wenn Deutschland z.B. den Ausbau seiner digitalen Infrastruktur vorantreibt oder das Bildungssystem verbessert, dann kommt der Nutzen dieser Investitionen in direkter Weise dem deutschen

Potenzialwachstum zu Gute und wirkt sich somit unmittelbar positiv auf die deutsche Schuldentragfähigkeit aus. Mit anderen Worten: Investitionen in nationale Wachstumsfaktoren sind geeignet, die Schuldentragfähigkeit zu erhöhen und den fiskalischen Spielraum nennenswert zu erweitern; Investitionen in globale öffentliche Güter hingegen nicht.

Diese Unterscheidung ist von hoher praktischer Relevanz etwa für die Debatte zur Reform von nationalen und europäischen Schuldenregeln. Nationale Investitionen in die eigene wachstumsrelevante Infrastruktur können das Wachstumspotenzial des eigenen Landes unmittelbar stärken und damit den fiskalischen Spielraum ausweiten. Das gilt hingegen nicht oder allenfalls nur eingeschränkt und mit hoher Unsicherheit für Investitionen in ein globales öffentliches Gut. Insofern sind Ausnahmen von Schuldengrenzen für den ersteren Typ von Investitionen eher zu rechtfertigen als für den letzteren Typ.

Die Haushaltspolitik darf fiskalische Nachhaltigkeit somit nicht verwechseln mit einer Politik, die auf die ethisch gebotene Bereitstellung von globalen öffentlichen Gütern ausgerichtet ist. Beide Konzepte sind zu unterscheiden. Fiskalische Nachhaltigkeit beinhaltet im Kern die Beachtung einer Budgetrestriktion, die sich aus einer Grenze der Verschuldungsfähigkeit ergibt. Diese Grenze der Verschuldungsfähigkeit wird nicht in zuverlässiger Weise verschoben, wenn ein Land zur Finanzierung globaler öffentlicher Güter beiträgt.

4. Methoden zur Beurteilung fiskalischer Nachhaltigkeit

Es existiert eine ganze Palette von Methoden zur Beurteilung fiskalischer Nachhaltigkeit, die alle ihre Stärken und Schwächen aufweisen. Diese seien hier nur kurz skizziert (vgl. dazu z.B. Benz und Fetzer, 2006; Jochimsen, 2008). Im Kern quantitativer Analysen zur Schuldentragfähigkeit (DSA: Debt Sustainability Analysis) steht die Frage, ob ein Land seine intertemporale Budgetrestriktion einhält. Für einen unendlichen Zeithorizont müsste es dabei eine Entsprechung zwischen heutigem Schuldenstand und den (abgezinsten) zukünftigen Primärüberschüssen geben (Primärüberschuss: der um Zinszahlungen bereinigte Haushaltsüberschuss).

- OECD- und EU-Methode: Diese Methode stellt für einen begrenzten Zeithorizont darauf ab, ob der Schuldenstand in diesem Zeitraum einen bestimmten Zielwert unterschreitet. Der Zielwert lässt sich kaum objektiv festlegen, es kann zum Beispiel auch einfach überprüft werden, ob der Schuldenstand in dem betrachteten Zeithorizont auf seinem gegenwärtigen Niveau stabilisiert werden kann. Die EU rechnet in ihrem Debt Sustainability Monitor mit Bezug auf das Jahr 2070. Sie ermittelt einen „S1-Indikator“, der die notwendige Anpassung zeigt, den Schuldenstand bis zum Jahr 2070 auf den Maastricht-Zielwert von 60% des BIP zu bringen. Der „S2-Indikator“ quantifiziert die notwendigen Anstrengungen, den Schuldenstand langfristig auf seinem gegenwärtigen Niveau (egal wie hoch dieses ist) zu stabilisieren.
- Generationenbilanzen: Die „Generationenbilanz“ ermittelt für jeden Geburtsjahrgang (bereits geborene und auch ungeborene Jahrgänge) die zu erwartenden Leistungen des Staates und die zu erwartenden Steuer- und Abgabebzahlungen dieses Jahrgangs. Diese Generationenbilanzen werden dann mit der Bevölkerungsstruktur kombiniert, um daraus die implizite Staatsverschuldung abzuleiten. Die implizite Staatsverschuldung beziffert, auf welchen Wert die

Staatsverschuldung steigen würde, wenn alle Steuer- und Leistungsgesetze auf Dauer unverändert bleiben.

- Qualität der öffentlichen Finanzen und „Zukunftsquote“: Diese eher qualitativen Methoden stellen auf eine Bewertung der Ausgabestruktur ab und versuchen zwischen Ausgaben zu unterscheiden, die stärker konsumtiv oder stärker zukunftsorientiert sind. Derartige Indikatoren geben somit einen Hinweis darauf, inwieweit die öffentlichen Haushalte in ihrer Ausgabestruktur die Schuldentragfähigkeit unterstützen (Heinemann et al., 2021).

Ohne dass hier der Raum für eine differenzierte Betrachtung der deutschen Schuldentragfähigkeit gegeben ist, lassen sich die aktuellen Befunde doch folgendermaßen zusammenfassen:

Deutschland hat die Pandemie und die Energiekrise bislang mit seinen Staatsfinanzen gut bewältigen können. Der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP ist nur moderat angestiegen und aktuell bereits wieder rückläufig und verläuft nur knapp über der 60%-Marke in Relation zum BIP. Dazu hat nicht unwesentlich der überraschende Inflationsschub beigetragen, der zu einer inflationären Aufblähung des nominalen BIP geführt hat, während der Altschuldenstand immer noch sehr gering verzinst war. Kurzfristig gilt Deutschlands Schuldentragfähigkeit somit allgemein als ungefährdet.

Mittelfristig ebbt die schuldensenkenden Effekte der hohen Inflation von 2021-2023 ab und es treten die belastenden Folgen der Inflation für die Staatsverschuldung in den Vordergrund, die sich aus deutlich steigenden Zinslasten in den öffentlichen Haushalten und die (verzögerte) Anpassung von Transfers, Löhnen und vielen Input-Preisen an das höhere Preisniveau ergeben.

Langfristig sind Deutschlands Staatsfinanzen einer erheblichen Belastungsprobe durch den demographischen Wandel ausgesetzt (Werding und Läßle, 2022). Die demographischen Trends belasten die Schuldentragfähigkeit mehrfach. Mit der Alterung der Bevölkerung und dem stark steigenden Anteil der wirtschaftlich nicht aktiven Bevölkerung sinkt das Wachstumspotenzial und verringert alleine schon über diesen Kanal die maximal tragbare Staatsverschuldung und damit den fiskalischen Spielraum. Auf der Ausgabenseite belasten die steigenden Kosten der sozialen Sicherungssysteme die öffentlichen Haushalte. Dies erfolgt direkt über die öffentlichen Zahlungen an die Rentenversicherung und die Pensionen. Hinzu kommen die indirekten Folgen steigender Sozialbeiträge, welche die Beschäftigungsanreize weiter vermindern und damit zu einem noch deutlicheren Absinken des Potenzialwachstums führen könnten.

Literatur

Benz, Ulrich und Fetzer, Stefan (2006), Indicators for Measuring Fiscal Sustainability: A Comparison of the OECD Method and Generational Accounting, FinanzArchiv/Public Finance Analysis: 367-391.

Birkholz, Carlo und Heinemann, Friedrich (2023), Magnitudes and Capital Key Divergence of the Eurosystem's PSPP/PEPP Purchases - Update April 2023, ZEW-Kurzexpertise Nr. 23-02.

Havlik, Annika, Heinemann, Friedrich, Helbig, Samuel und Nover, Justus (2022), Dispelling the Shadow of Fiscal Dominance? Fiscal and Monetary Announcement Effects for Euro Area Sovereign Spreads in the Corona Pandemic, Journal of International Money and Finance, 122: 102578.

- Heinemann, Friedrich (2021), Die Überdeckung der Next Generation EU-Schulden im neuen EU-Eigenmittelbeschluss: Ausmaß und Haftungskonsequenzen, List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 47 (2-4): 133-150.
- Heinemann, Friedrich, Bohne, Albrecht, Breithaupt, Patrick, Doherr, Thorsten, Licht, Georg, Niebel, Thomas, Thöne, Michael, et al. (2021), Studie zur Einführung einer Zukunftsquote, im Auftrag des Bundesministeriums für Bildung und Forschung, Mannheim: ZEW - Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.
- IMF (2020): What is Debt Sustainability?
<https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2020/09/what-is-debt-sustainability-basics>
- Jochimsen, Beate (2008), Nachhaltige Finanzpolitik auf Länderebene – Konzepte, Indikatoren und Umsetzung, Wirtschaftsdienst, 2008(2): 108-114.
- Kose, M. Ayhan, Kurlat, Sergio, Ohnsorge, Franziska und Sugawara, Naotaka (2022), A Cross-Country Database of Fiscal Space, Journal of International Money and Finance, 128: 102682.
- Pamies, Stéphanie, Carnot, Nicolas und Pătărău, Anda (2021), Do Fundamentals Explain Differences between Euro Area Sovereign Interest Rates?, European Commission, European Economy Discussion Paper 141.
- Werding, Martin, und Benjamin Läßle (2022), Finanzrisiken für den Bund durch die demographische Entwicklung in der Sozialversicherung: Reformszenarien. No. 31. FiFo-Berichte, 2022.