

Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen sollte nach der Krise wieder in den Fokus rücken

Ist eine längerfristige Zinswende eingetreten, dann engt das den budgetären Spielraum zukünftig merklich ein

Der Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine im Februar 2022 hat weitreichende wirtschaftliche Konsequenzen. Eine wesentliche Konsequenz der Entwicklung ist die drastische Anhebung des Zinsniveaus durch die Zentralbanken, um der Inflationsentwicklung entgegenzuwirken. Dadurch verschlechtern sich die Finanzierungsbedingungen für die öffentliche Hand mit markant höherer Verzinsung öffentlicher Schuldtitel.

Diese Entwicklung ist insbesondere dahingehend interessant, da noch vor Kurzem die Frage im Raum stand, ob sich die öffentliche Hand bei dem niedrigen Zinsniveau nicht deutlich stärker verschulden sollte. So argumentierte Blanchard (2019) vor dem Hintergrund des niedrigen Zinsniveaus, dass der Realzins in der Vergangenheit häufig niedriger als das reale Wirtschaftswachstum war und die Kosten der öffentlichen Verschuldung niedriger sein könnten als weithin angenommen. Krugman (2020) wiederum sprach sich für eine dauerhafte schuldenfinanzierte deutliche Ausweitung der öffentlichen Investitionen aus. Bei weiterhin niedrigem Zinsniveau pendelt sich dann die Verschuldungsquote, wenn auch auf deutlich höherem Niveau, ein.

Seit den 1980 Jahren sind die Zinsen für Staatsanleihen in den entwickelten Volkswirtschaften fast kontinuierlich gesunken (Farhi und Gourio 2018). Die Entwicklung für den kurz- und langfristigen Zinssatz in Österreich ist in *Abbildung 1* dargestellt. Belief sich der langfristige Zinssatz (Sekundärmarktrendite 10-jähriger Bundesanleihen) im Jahr 1995 noch auf über 7 Prozent, so war er in den Jahren 2020 und 2021 leicht negativ. Im gleichen Zeitraum sind auch die Nettoausgaben des Staates für Zinsen gemessen an der Wirtschaftsleistung deutlich zurückgegangen. Wurde im Jahr 1995 netto für Zinsen noch 4 Prozent des BIP ausgegeben, sind es 2021 nur noch etwas über 1 Prozent der Wirtschaftsleistung. Dabei liegt der Schuldenstand mit rund 83 Prozent des BIP deutlich höher als noch 1995 mit unter 70 Prozent.

Mehrere Autoren haben auf Probleme einer kräftigen Ausweitung der Verschuldung hingewiesen. Wyplosz (2019) beispielsweise hat hervorgehoben, dass erstens niedrige Zinsen im Vergleich zum Wirtschaftswachstum nicht die Norm sind, wenn auch nicht selten. Zweitens ist auch die Höhe des Primärdefizits (Budgetdefizit ohne Zinsausgaben) nicht unabhängig vom budgetären Spielraum. Ein größerer budgetärer Spielraum kann höhere Ausgaben nach sich ziehen, wie dies beispielsweise in Italien oder Belgien der Fall

gewesen sein dürfte. Darüber hinaus ist eine hohe Verschuldung ständig mit dem Risiko verbunden, dass das Vertrauen der Märkte in die Fähigkeit eines Staates die Schulden zu bedienen verloren geht und deutlich höhere Risikoprämien verlangt werden. Werding (2020) hebt hervor, dass zukünftig deutlich höhere budgetäre Lasten im Zusammenhang mit der Alterung der Gesellschaft anstehen. Eine Finanzierung über öffentliche Verschuldung würde die öffentlichen Finanzen einem enormen Zinsänderungsrisiko aussetzen.

Nach der vorliegenden Wirtschaftsprognose des WIFO legt die Sekundärmarktrendite im heurigen Jahr bereits wieder auf 1,7 Prozent zu und soll nächstes Jahr auf 4,1 Prozent klettern. Damit würde das Niveau wieder mit jenem vor der Finanz- und Wirtschaftskrise vergleichbar sein. Die Emissionsrenditen von österreichischen Staatsanleihen haben im Laufe des Jahres bereits deutlich angezogen, von -0,1 Prozent im Schnitt 2021 auf rund 2 Prozent im September 2022. Die gesamtstaatlichen Zinsausgaben sollen nach dem BMF bis 2026 wiederum auf 1,5 Prozent der Wirtschaftsleistung zulegen.

Der Zinsanstieg wird sich erst im Laufe der Zeit in höheren Ausgaben für den Zinsendienst der öffentlichen Verschuldung niederschlagen. Nach Informationen der Österreichischen Bundesfinanzierungsagentur beträgt die durchschnittliche Restlaufzeit österreichischer Staatsanleihen knapp 11 Jahre. Dementsprechend ist mit einem schrittweisen Anstieg der Zinsausgaben zu rechnen. Sollte das Zinsniveau auf dem deutlich höheren Pfad bleiben, dann ist in der Zukunft mit markant höherer Belastung für das Budget zu rechnen.

Eine Analyse mit dem Schulden-Check von EcoAustria (Strohner et al. 2021) hat beispielsweise gezeigt, dass die Differenz der Verschuldungsquote im Jahr 2060 zwischen einem Niedrig- und einem Hochzinsszenario rund 80 Prozentpunkte beträgt. Das Niedrigzinsszenario ist von einer Fortschreibung des effektiven Zinssatzes von 1 Prozent ausgegangen, das Hochzinsszenario von einem schrittweisen Anstieg der Verzinsung ab dem Jahr 2030 auf 4,5 Prozent bis zum Jahr 2040. Nachdem der Zinsanstieg nun bereits knapp 10 Jahre früher erfolgt, könnten die Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen noch spürbar kräftiger ausfallen. Dies schränkt den budgetären Spielraum signifikant ein, da ein deutlich größerer Teil des öffentlichen Budgets für den Zinsendienst aufgewendet werden muss.

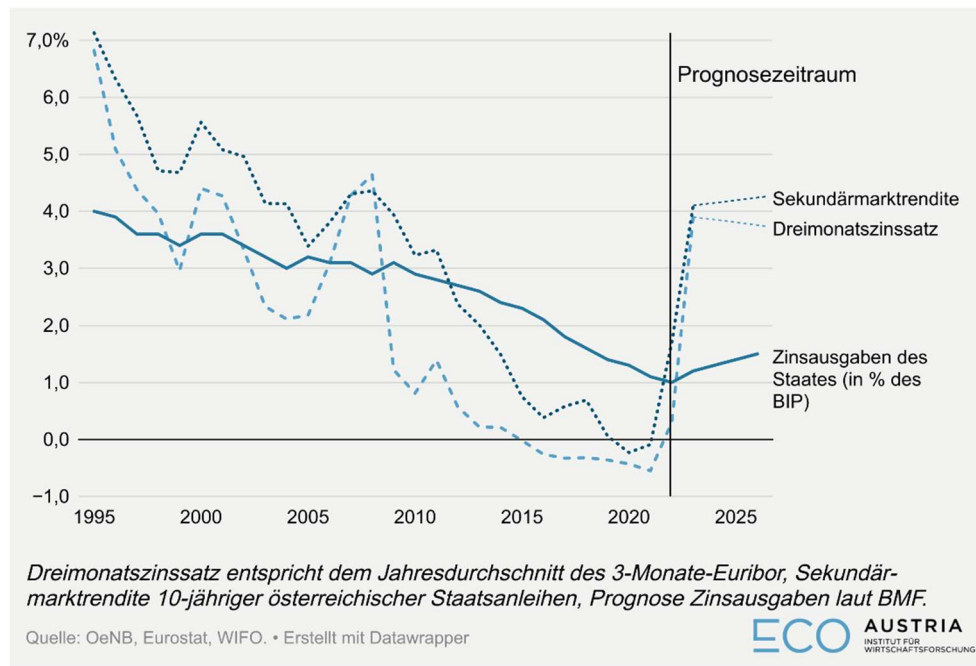


Abbildung 1: Entwicklung der Zinssätze und der Nettoausgaben des Staates für Zinsen ab 1995 (Zinsen für 2022 und 2023 gemäß WIFO-Prognose, Zinsausgaben 2022 bis 2026 gemäß BMF).

Gemäß Berechnungen mit dem Schulden-Check sind mit der Alterung insbesondere höhere Ausgaben für Pensionen, Pflege und Gesundheit zusammen in Höhe von knapp 3 Prozent des BIP bis zum Jahr 2035 bzw. mehr als 4 Prozent bis zum Jahr 2060 im Vergleich zum Jahr 2019, dem Jahr vor der COVID-19-Krise, verbunden. Zu einer vergleichbaren Einschätzung kommt der zuletzt publizierte Ageing Report der Europäischen Kommission. Legen außerdem die Ausgaben für den Zinsendienst wiederum auf ein Niveau von 4 Prozent des BIP zu, dann entspricht dies weiteren zusätzlichen öffentlichen Ausgaben von etwa 3 Prozent des BIP. Zusätzlich werden auch noch Ausgaben für die Dekarbonisierung der Volkswirtschaft zur berücksichtigen sein. Dies stellt einen beträchtlichen Rucksack für zukünftige Generationen dar.

Inwiefern der derzeitige Zinsanstieg eine längerfristige Wende hin zu einem Zinsniveau vor der Finanz- und Wirtschaftskrise oder nur einen vorübergehenden Anstieg darstellt, ist schwer vorherzusagen. Es gibt Gründe dafür von einem niedrigeren Zinssatz in der Zukunft auszugehen, wie

die Hypothese von Secular Stagnation mit schwacher Nachfrage und niedriger Inflation über einen langen Zeitraum. Es können aber auch Entwicklungen eintreten, die zu einem Anstieg des Zinsniveaus führen, wie eine kräftigere Produktivitätsentwicklung, ein Anstieg des Arbeitsangebots (beispielsweise über höheres Pensionsantrittsalter) oder ein Anstieg der Risikoneigung (siehe beispielsweise Brand et al. 2018 oder IMF 2014). Demographische Veränderungen dürften in der Gesamtschau eher einen niedrigeren Zinssatz zur Folge haben, wobei auch Untersuchungen vorliegen, die zum gegenteiligen Schluss kommen.

Die Krisen in den letzten Jahren (Wirtschafts- und Finanzkrise, COVID-19 und nun der Krieg in der Ukraine) haben gezeigt, dass Fiskalpolitik ein grundlegendes Instrument zur Abfederung der Auswirkungen von Krisen darstellt. Eine solide Finanzpolitik ohne Befürchtungen vor einem Vertrauensverlust auf den Finanzmärkten ist hierfür ein wichtiger Grundpfeiler, um eine aktive Rolle übernehmen zu können.

Rückfragen:

Priv. Doz. Dr. Monika Köppl-Turyna
Tel.: +43(0) 676 799 44 05
E-Mail: monika.koeppel-turyna@ecoaustria.ac.at

Mag. Ludwig Strohner
Tel.: +43(0) 664 887 396 26
E-Mail: ludwig.strohner@ecoaustria.ac.at

Literaturverweise:

Blanchard O. J. (2019). Public debt and low interest rates, *American Economic Review* 109(4), 1197-1229.

Brand, C., M. Bielecki und A. Penalver (2018). The natural rate of interest, *ECB Occasional Paper Series No. 217*.

Farhi E. und F. Gourio (2018). Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia, *Brookings Papers on Economic Activity Fall*, 147-250.

IMF (2014). World Economic Outlook: Recovery strengthens, Remains uneven – Chapter 3: Perspectives on Global Real Interest Rates.

Krugman P. (2020). The case for permanent stimulus, VoxEU: <https://cepr.org/voxeu/columns/case-permanent-stimulus>.

Strohner, L., J. Berger und N. Graf (2021). Konsolidierung der öffentlichen Finanzen nach der Corona-Krise, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen.

Werding M. et al. (2020). Modellrechnungen für den Fünften Tragfähigkeitsbericht des BMF, ifo Forschungsberichte 111/2020.

WIFO (2022). Stagflation in Österreich. Prognose für 2022 und 2023, WIFO-Konjunkturprognose.

Wyplosz C. (2019). Olivier in Wonderland, VoxEU: <https://voxeu.org/content/olivier-wonderland>.