

Die meisten wirtschaftlich entwickelten Länder sind stark überschuldet. Das gilt insbesondere für die USA und Japan, aber auch für viele grössere europäische Staaten, sogar für Deutschland. Nur einige kleinere Länder wie die Schweiz, die skandinavischen Länder oder Luxemburg konnten die Verschuldung einigermaßen im Zaum halten. Die enorm hohen Staatsschulden stehen im Widerspruch zum moralischen Argument vieler Politiker, wonach öffentliche Verschuldung künftige Generationen und damit unsere Kinder und Kindeskindesten belastet. Weshalb unterscheidet sich die gelebte Realität derart stark von den öffentlichen Aussagen, und weshalb gibt es so grosse Unterschiede in der Verschuldung der Staaten?

### Moralisches Gerede

Viele Aspekte tragen zur Erklärung der heutigen Verschuldungssituation bei, und selbstverständlich gibt es darüber eine riesige wissenschaftliche Literatur. Neben wirtschaftlichen Bedingungen sind es besonders die unterschiedlichen politischen Institutionen der Länder, die unterschiedliche Anreize zum Anhäufen von Schulden setzen. In akademischen und öffentlichen Diskussionen wurde bisher aber ein Aspekt fast vollständig vernachlässigt, auf den wir uns im Folgenden konzentrieren.

Ökonomen müsste das moralische Gerede über Schulden eigentlich verächtlich vorkommen. Grundsätzlich geht man in den Wirtschaftswissenschaften davon aus, dass Menschen eigennützig handeln. Und eigennützig Menschen dürften kaum etwas dagegen haben, ja es müsste für sie toll sein, auf Kosten anderer, damit vor allem zulasten künftiger Generationen zu leben. Das trifft nur dann nicht zu, wenn die zukünftige Generation die eigenen Kinder sind.

Dies ist die Idee hinter dem sogenannten Barro-Ricardo-Äquivalenztheorem. Es besagt, dass Staatsverschuldung und Steuerfinanzierung von Staatsausgaben die gleiche Wirkung auf die Wohlfahrt verschiedener Generationen haben, weil man bei schuldenfinanzierten Erhöhungen der Staatsausgaben von künftig steigenden Steuerlasten ausgehen muss. Dies gilt aber nur, sofern die Eltern- generation gegenüber den späteren Generationen

Die heutigen Staatsschulden haben bereits in der Gegenwart riesige Kosten. Sie kapitalisieren sich im Bodenwert.

altruistisch ist, für diese spart, ihr das Ersparte vererbt und zudem einige weitere Bedingungen erfüllt sind. Doch all diese Bedingungen treffen in der heutigen Realität immer weniger zu.

Viele Menschen haben keine Kinder, und diejenigen, die Kinder haben, können damit rechnen, dass ihre Kinder dereinst anderorts leben werden und so nicht durch die am Ort der Eltern angehäuften Schulden belastet werden. Deshalb sind die heute in einem Land, einer Region oder einer Gemeinde lebenden Bürger gegenüber den künftigen Bürgern kaum vollumfänglich altruistisch. Vielmehr dürften es viele erstrebenswert finden, auf Kosten der künftigen Generationen zu leben. Weshalb also versuchen sie nicht, die staatlichen Aufgaben noch stärker via Verschuldung zu finanzieren?

Eine oft genannte Antwort bezieht sich auf Finanzierungsrestriktionen, die durch den Finanzmarkt gesetzt werden. Wenn die Geldgeber fürchten, dass Schuldner ihre Verpflichtungen nicht mehr bedienen werden, schränken sie Kreditlinien ein und verlangen höhere Zinsen. Viele Länder scheinen aber trotz hoher Verschuldung weiterhin kreditwürdig zu sein und sich sogar recht günstig finanzieren zu können. Offenbar wird von den Kreditgebern vermutet, die Staaten könnten die Zinsen und Schulden durch die Besteuerung späterer Generationen leicht bedienen.

Wenn also vom Finanzmarkt her nur beschränkt Restriktionen spürbar sind, weshalb gibt es dennoch eine gewisse und je nach Land unterschiedliche Zurückhaltung gegenüber zusätzlicher Verschuldung? Es gibt eben weitere Zusammenhänge, die es schwierig machen können, einfach auf Kosten anderer zu leben. Entgegen traditionellem Denken belasten öffentliche Schulden nicht immer künftige Generationen, sondern oft die heute lebende. Denn die heutigen Staatsschulden haben bereits in der Gegenwart riesige Kosten. Sie kapitalisieren sich im Bodenwert: Je höher die Schulden, desto niedriger die Grundstückswerte.

### Schulden belasten den Boden

Dieser bisher vernachlässigte Mechanismus kann am einfachsten anhand einer Gemeinde erklärt werden. Wenn diese ihre Ausgaben mit Schulden finanziert, bedeutet das höhere künftige Tilgungs- und Zinszahlungen. Diese bedingen eine zukünftige Leistungseinschränkung oder Erhöhung der Steuern und Abgaben. Beides senkt die künftige Attraktivität der Gemeinde als Wohn-, Arbeits- und Produktionsort. Das wiederum bedeutet eine geringere Nachfrage nach Immobilien und damit

# Wenn Staatsschulden nicht auf die Zukunft überwälzbar sind

Märkte können dafür sorgen, dass unsolides Finanzgebaren auf die Bodenpreise drückt. Von Reiner Eichenberger und David Stadelmann

niedrigere künftige Immobilienpreise. Die niedrigeren künftigen Preise werden schliesslich durch den Immobilienmarkt schon heute vorweggenommen. Gemeinden mit hoher Verschuldung haben daher bereits heute tiefe Immobilienpreise.

Diesen Zusammenhang zwischen Schulden und Immobilienpreisen haben wir für den Kanton Zürich untersucht. Zürich ist wohl weltweit das einzige Gebiet mit vielen Gemeinden mit grosser Finanzautonomie, in denen gleichzeitig dank moderner Buchführung gute Daten zu Gemeindeschulden und -vermögen sowie auch gute Immobilienpreisdaten verfügbar sind. Selbstverständlich suchen wir bei unseren Untersuchungen mit modernen ökonomischen Verfahren viele andere Einflüsse auf die Bodenpreise ebenfalls zu erfassen und herauszufiltern, so etwa die Lage der Gemeinde (beispielsweise Seesicht, Sonnenexposition, S-Bahn-Erschliessung) und Eigenschaften der Bevölkerung (u. a. Einkommen, Altersstruktur, Arbeitslosigkeit).

Unsere Ergebnisse stehen in vollem Einklang mit dem beschriebenen Mechanismus. Hohe öffentliche Nettoschulden, also öffentliche Schulden im Verhältnis zu öffentlichem Vermögen minus Abschreibungen, gehen einher mit niedrigen Immobilienpreisen. Es ist die heutige Generation, der die Immobilien gehören, und sie trägt daher die Last der öffentlichen Schulden aufgrund der Wertverluste. Unsere Ergebnisse erweisen sich bei den heute üblichen Qualitätstests bei Schätzverfahren als weitgehend robust, und der negative Einfluss von Schulden auf die Immobilienpreise ist stabil über eine Reihe von unterschiedlichen Spezifikationen des Modells.

### Grundeigentümer als Verlierer

Auch die Höhe der Schuldenkapitalisierung können wir aufgrund der Datenstruktur grob beziffern. Sie dürfte im Durchschnitt über die Gemeinden zwischen 60% und 100% liegen und ist vergleichbar mit dem Effekt von höheren Steuern, die – wie bekannt – ebenfalls negativ auf die Immobilienpreise wirken. Öffentliche Schulden stellen also keine reine Umverteilung zwischen der heute lebenden und künftigen Generationen dar.

Wichtig wird somit die Frage, wer denn die Wertverluste trägt: die Eigenheimbesitzer, die Vermieter oder die Mieter? Im Falle perfekter Liegenschafts- und Mietmärkte wären Eigenheimbesitzer, Mieter und Vermieter gegenüber Schulden- oder Steuerfinanzierung neutral, da öffentliche Schulden auf höhere Mieten überwälzt werden können: Je stärker eine Gemeinde ihre Ausgaben durch Neuverschuldung finanzieren würde und so die Steuern niedrig hielte, desto attraktiver wäre sie als gegenwärtiger Wohnort. Damit würden die Nachfrage nach Wohnraum und damit die Mieten steigen. In einem perfekten Mietmarkt würden also die Schulden vollständig von den Mietern via höhere Mieten getragen, und die Vermieter würden über die höheren Mieten für die Wertverluste der Liegenschaften entschädigt.

Allerdings sind in der Realität die beiden Märkte nicht perfekt. Während der Liegenschafts- markt relativ flexibel ist, sind die Mietmärkte oft imperfekt und unflexibel, da sie in den meisten

Ländern stark reguliert sind. Durch all die verschiedenen Vorschriften zu Miethöhe und Mietanpassungen können sich die Mieten nur langsam an die vorherrschenden Marktbedingungen und an die Veränderung der Schulden anpassen. Deshalb profitieren tendenziell die heutigen Mieter von höheren schuldenfinanzierten Ausgaben, da die Mieten nur langsam auf höhere Schulden reagieren. Die Vermieter verlieren hingegen durch eine höhere öffentliche Verschuldung und können ihren Verlust erst nach Jahren auf die Mieter überwälzen.

So wird verständlich, weshalb bürgerliche politische Parteien, die im Regelfall eher Vermieter als Mieter vertreten, für tiefe Schulden kämpfen. Hingegen treten linke Parteien, tendenziell eher Vertreter von Mietern, stärker für Neuverschuldung ein. Aus dieser Sicht folgt auch, dass die öffentliche Verschuldung vor allem dort hoch ist, wo die Mietmärkte stark reguliert und Eigentümerquoten vergleichsweise niedrig sind.

Tatsächlich finden wir auch diesen Effekt in unseren Daten. Je höher die Eigentümerquote in einer Zürcher Gemeinde ist, desto eher finanziert sie ihre Ausgaben über Steuern statt mit Schulden. Wiederum sind die Effekte nicht nur statistisch signifikant und robust, sondern auch ökonomisch relevant. Durchschnittlich führt die Erhöhung der Eigentümerquote um 1 Prozentpunkt zu einer Senkung des absoluten Schuldenniveaus um etwa 0,8% und zu einer Einschränkung der Neuverschuldung um etwa 5,5%.

Natürlich wurden bei der Analyse wiederum möglichst viele andere Einflussfaktoren auf die Schulden kontrolliert; es galt auch sicherzustellen, dass der beschriebene Effekt auf die Verschuldung nicht von der relativ kürzeren Verweildauer der Mieter in den Gemeinden herrührt. Unter Berücksichtigung der Auswirkungen einer Gesetzesänderung zum Stockwerkeigentum in den sechziger Jahren auf die Eigentümerquote konnten wir auch die Kausalität der Auswirkungen der Eigentümerquote auf die Schulden aufgrund von Kapitalisierung nachweisen.

### Schuldengebiet USA

Die wahre Motivation hinter der Einstellung zur Neuverschuldung ist gemäss unseren Untersuchungen also oft weniger mit moralischen Überlegungen zugunsten künftiger Generationen als mit handfesten Eigeninteressen zu tun. Was bedeuten diese Ergebnisse nun für die Ausgestaltung der Politik? Dafür muss die Frage beantwortet werden, wann Schulden stark und wann sie nur schwach in den Bodenwerten kapitalisiert werden. Entscheidend sind zwei Faktoren:

► **Wahrscheinlichkeit eines «Bail-out».** Wenn eine politische Körperschaft selbst für ihre Schulden aufkommen muss, kapitalisieren sich ihre Schulden nur in ihren eigenen Bodenpreisen. Wenn sie hingegen die Schulden auf übergeordnete oder andere Körperschaften abschieben kann, verteilen sich die Effekte auf die Bodenpreise aller Körperschaften, die an der Schuldenlast mittragen. In der Schweiz ist zwar kein «Bail-out» für überschuldete Gemeinden und Kantone vorgesehen, aber der Finanzausgleich richtet sich an Gemeinden in finanziellen

Schwierigkeiten. In unseren Daten zeigt sich, dass Schuldenkapitalisierung in denjenigen Gemeinden, die stark vom Finanzausgleich abhängig sind, in etwas geringerem Ausmass erhalten bleibt.

► **Grösse der Gebietskörperschaft.** Das Ausmass der Schuldenkapitalisierung ist umso grösser, je mobiler die anderen Produktionsfaktoren, also Arbeit und Kapital, sind. Wenn diese so mobil sind wie zwischen Zürcher Gemeinden, können sie die Last aus den höheren künftigen Steuern und dem eingeschränkten Finanzspielraum weitgehend auf den Boden überwälzen. Zukünftige Arbeitnehmer und Kapitalbesitzer sind nur bereit, am betreffenden Ort Wohn- und Steuersitz zu nehmen, wenn die Landpreise so niedrig sind, dass die Nachteile aufgrund hoher Schulden voll kompensiert werden.

Anders ist es, wenn sich grosse Länder oder ganze Kontinente verschulden. Verschulden sich etwa die USA, können die künftigen Arbeitnehmer nicht einfach ihren Steuersitz aus den USA weg verlegen. Zum einen sind die USA so gross, dass Abwandern teuer ist, und zum anderen besteuert das Land seine Bürger auch dann noch, wenn sie im Ausland leben. Folglich müssen die künftigen Arbeitskräfte wenigstens für einen Teil der künftigen Steuerlast infolge hoher Schulden aufkommen. Aufgrund der fehlenden Kapitalisierung von Schulden trägt in diesem Fall also nicht die heutige Generation die volle Last der Schulden.

Daraus folgt zweitens: In kleinen Ländern und föderalistischen Staaten, in denen ein gewichtiger Teil der Steuern auf dezentraler Ebene erhoben werden, ist das Ausmass der Schuldenkapitalisierung gross, damit sind die Anreize der gegenwärtigen Generation klein, die Staatsausgaben möglichst über eine Verschuldung zu finanzieren. Damit bieten Dezentralisierung und Föderalismus nicht nur Mechanismen eines Schutzes für Minderheiten vor der Ausbeutung durch Mehrheiten, sondern auch einen Schutz für künftige Generationen vor der Ausbeutung durch die gegenwärtige Generation. Darüber hinaus setzen Dezentralisierung und Schuldenkapitalisierung für die politischen Entscheidungsträger Anreize, effiziente Investitionen zu tätigen, deren diskontierter Nutzen für die Gebietskörperschaft den Bodenpreisverlust aufgrund höherer Schulden aufwiegt.

### Teure Zentralisierung

Interessant sind auch die Implikationen mit Blick auf die Zentralisierung der Fiskalpolitik. Während viele denken, die Fiskalpolitik der EU würde besser, wenn sie vermehrt durch Brüssel statt durch die einzelnen Länder bestimmt würde, ist die fiskalische Zentralisierung aus unserer Perspektive ge-

Dezentralisierung und Föderalismus bieten für künftige Generationen einen Schutz vor der Ausbeutung durch die heutige Generation.

fährlich. Sobald die Fiskalpolitik auf europäischer Ebene zentralisiert ist, wird es für alle Beteiligten attraktiv, die Schulden massiv auszuweiten und die Last so auf zukünftige Generationen abzuwälzen. Ähnliches gilt bereits für die Verschuldungssituation in den USA, wo die hohe Schuld der Zentralregierung den grössten Anteil an der Gesamtverschuldung ausmacht. Natürlich kann man versuchen, zum Schutz vor übermässiger Verschuldung institutionelle Schuldenstrahlen einzuführen. Wie schlecht solche Restriktionen bei zentralisierten Schulden funktionieren, zeigen indessen die anhaltenden Diskussionen über die Erhöhung ihrer Schwelle in den USA.

Schliesslich bleibt zu berücksichtigen, dass die Mobilität von Menschen und Unternehmen über die Zeit hinweg beträchtlich gestiegen ist und weiter steigt. Deshalb dürften sich auch die Schulden höherer staatlicher Ebenen zunehmend in den Bodenpreisen niederschlagen. Der Effekt, den Schulden auf Immobilienpreise haben, ist auch dann wirksam, wenn der Immobilienmarkt nicht ganz effizient ist. Die Preisanpassungen infolge staatlicher Neuverschuldung sind dann einfacher errätselbar.

Daher findet auch in einem relativ flauen Immobilienmarkt keine Verlagerung der Last öffentlicher Schuld in die Zukunft statt, jedenfalls längerfristig nicht. Gleichzeitig zeigen unsere Überlegungen die Bedeutung von gut funktionierenden Märkten: Ein freier und flexibler Immobilienmarkt und möglichst marktgerechte Mieten schützen die zukünftigen Generationen davor, von der heutigen Generation mittels übermässiger Staatsverschuldung ausgebeutet zu werden.

### Weiterführende Literatur:

Eichenberger, Reiner & David Stadelmann. Debt Capitalization: A New Perspective on Ricardian Equivalence. CREMA Working Paper 2008-30. Center for Research in Economics, Management and the Arts (CREMA), 2008.

Eichenberger, Reiner & David Stadelmann. How federalism protects future generations from today's public debts. Review of Law & Economics, 6 (3), 395-420, 2010.

Stadelmann, David & Reiner Eichenberger. Consequences of Debt Capitalization: Property Ownership and Debt vs. Tax Choice. Southern Economic Journal, 78 (3), 976-998, 2012.



Reiner Eichenberger



David Stadelmann

### DIE AUTOREN

**Reiner Eichenberger** ist ordentlicher Professor für Finanzwissenschaft an der Universität Fribourg (Schweiz) und Forschungsdirektor von Crema (Center for Research in Economics, Management, and the Arts). Er studierte, promovierte und habilitierte in Volkswirtschaftslehre an der Universität Zürich. Seine Spezialgebiete sind Wirtschafts- und Finanzpolitik, ökonomische Analyse politischer Prozesse und politischer Institutionen, Deregulierung der Politik sowie die Verbindung Ökonomie/Psychologie.

**David Stadelmann** ist Oberassistent am Departement für Volkswirtschaftslehre der Universität Fribourg und Research Fellow von Crema. Anfang März wird er als Professor an der Universität Bayreuth tätig. Er schloss 2006 das Studium in Volkswirtschaftslehre und 2008 in Mathematik ab und promovierte 2009 in Wirtschafts- und Sozialwissenschaften.