

Ober- und Untergrenzen der öffentlichen Verschuldung

Ein kritischer Kommentar zu Ausführungen von Wolfgang Stützel

Von Hans-Hermann Francke, Freiburg i. Br.

Im Heft 4 (1978) dieser Zeitschrift¹ hat sich Wolfgang *Stützel* mit der Frage nach Ober- und Untergrenzen der öffentlichen Verschuldung beschäftigt. Abgesehen davon, daß dieses Thema angesichts zunehmender öffentlicher Kreditnahme in der Bundesrepublik Deutschland sehr aktuell ist, sind *Stützels* Ausführungen von besonderem Interesse, weil sie sich unter anderem mit einigen Wirkungen der Staatsverschuldung beschäftigen, die in der traditionellen Auseinandersetzung wenig beachtet wurden. Dabei gehört es zu den bekannten Verdiensten *Stützels*, immer wieder auf die kreislauftheoretischen Nebenbedingungen der makroökonomischen Analyse hinzuweisen, also auf die Saldenmechanik, deren Gesetze im Gegensatz zu Theorien über Verhaltensweisen immer gelten, während die empirische Relevanz letzterer häufig strittig ist². Doch so unerlässlich die Beachtung saldenmechanischer Gesetzmäßigkeiten auch bei der Untersuchung der Wirkungen der Staatsverschuldung sein mag, so wichtig ist es ebenfalls, Verhaltensreaktionen der Wirtschaftssubjekte zu berücksichtigen. Diesem Anspruch wird *Stützel* unseres Erachtens jedoch nicht immer gerecht, so daß einigen seiner Ergebnisse zu widersprechen ist.

Im einzelnen gilt unser kritischer Kommentar folgenden drei Thesen *Stützels*: (1) Die Finanzierung einer zunehmenden öffentlichen Verschuldung ist unproblematisch, weil der Staat durch die Verausgabung der von ihm aufgenommenen Mittel gerade das auf den Kreditmarkt „zurückpumpt“, was er zuvor „abgesaugt“ hat. Insofern ist eine Verdrängung („crowding-out“) privater Investoren vom Kreditmarkt ausgeschlossen. (2) In der Bundesrepublik Deutschland ist eine zunehmende Staatsverschuldung für die private Investitionstätigkeit auch deshalb

¹ Vgl. Wolfgang *Stützel*, Ober- und Untergrenzen der öffentlichen Verschuldung, in: *Kredit und Kapital*, 11. Jg. (1978), S. 429 ff.

² Vgl. Wolfgang *Stützel*, Volkswirtschaftliche Saldenmechanik, Ein Beitrag zur Geldtheorie, Tübingen 1958.

förderlich, weil sie den Verschuldungsgrad der Unternehmungen zu senken vermag; denn soweit der Staat als Netto-Schuldner auf dem Kapitalmarkt auftritt, „entlastet“ er die privaten Unternehmungen in ihrer Schuldnerfunktion, in die sie angesichts der zunehmenden Präferenz der privaten Haushalte, Forderungs- anstelle von Beteiligungsvermögen zu bilden, gedrängt werden. Ein steigender Verschuldungsgrad der privaten Unternehmungen behindert jedoch deren Investitionstätigkeit. (3) Gegenwärtig ist der Bestand an verzinslicher Darlehensschuld des Staates in der Bundesrepublik Deutschland zu niedrig, d. h. sie befindet sich unterhalb einer „Untergrenze“. Dagegen ist die Belastung der öffentlichen Haushalte mit anderen zukunftswirksamen Dauerverpflichtungen, wie z. B. Sozialtransfers, zu hoch, d. h. sie ist bereits oberhalb einer „Obergrenze“ angelangt, weil sie unter anderem den Entscheidungsspielraum der Budgetpolitik einschränkt.

I. Kreislauf- und preistheoretische Grundlagen des „Crowding-out“-Problems

Die Auffassung, daß „immense Kreditwünsche“ des Staates die privaten Kreditnehmer vom Markt verdrängen könnten („Crowding-out“-Problem), wird von *Stützel* vor allem mit einer Analogie zurückgewiesen, die er als „Fontänen-theorie“ bezeichnet, um mit diesem wasserwirtschaftlichen Begriff den kreislauftheoretischen Bezug nahezulegen: „... die Ausgabenwirtschaft des Staates (ist) eher mit einer Fontäne vergleichbar, die mitten im Teiche steht: Unten saugen die Pumpen die liquiden Mittel vom Teich ab; oben werden sie als Springbrunnen über die ganze Bevölkerung verteilt, fallen also damit wieder in den Teich zurück. Indem der Staat das Geliehene ausgibt, nährt er selber den Kreditmarkt, reichert er ihn um anlagesuchende Mittel an. Die Möglichkeiten privater Kreditaufnahme werden dadurch per Saldo nicht im mindesten geschmälert³.“

So plastisch diese Analogie sein mag, sie hat mit der Auseinandersetzung um die mögliche Entstehung eines „Crowding-out“-Effektes überhaupt nichts zu tun. Es ist nie strittig gewesen, daß kreislauftheoretisch jedes Volumen zusätzlicher öffentlicher Ausgaben durch eine entsprechende private Spartätigkeit finanzierbar ist, unabhängig davon, ob dies in Form der öffentlichen Kreditnahme oder der Besteuerung geschieht. Ebenso wenig würde die Finanzierung zusätzlicher privater Investitio-

³ Vgl. *Wolfgang Stützel*, Ober- und Untergrenzen . . . , a.a.O., S. 445.

nen auf kreislauftheoretische Grenzen stoßen. Ob die Staatsverschuldung zu einer Einschränkung der privaten Investitionstätigkeit führt, weil sie private Kreditnehmer vom Kapitalmarkt verdrängt, ist daher keine Frage des vorhandenen Potentials an monetären privaten Ersparnissen, bzw. beruht die These vom „Crowding-out“-Effekt nicht auf einem Mißverständnis kreislauftheoretischer Definitionszusammenhänge. Für die Entstehung einer Verdrängungswirkung ist es vielmehr entscheidend, welchen Einfluß die öffentliche Kreditnahme auf die Verwendungsstruktur der privaten Ersparnisse, also die von den privaten Gläubigern des Staates gewünschte Zusammensetzung ihrer Vermögensbestände, hat. Diese ist jedoch verhaltens- bzw. preistheoretisch und nicht kreislauftheoretisch zu erklären.

Die Emission zusätzlicher verzinslicher Staatsschuldtitel zur Finanzierung eines öffentlichen Defizits z. B. entzieht den privaten Gläubigern zunächst Zentralbankgeld, wenn man davon ausgeht, daß der Emissionserlös vorübergehend auf Zentralbankkonten gesammelt wird. Weil dadurch der Zentralbankgeldbestand im privaten Sektor sinkt, während der Bestand an öffentlichen Schuldtiteln im gleichen Umfang ansteigt, hat sich die Struktur des privaten Vermögens zugunsten der öffentlichen Schuldtitel und zu Lasten des Zentralbankgeldes verändert. Mit der Verausgabung des Emissionserlöses im Verlauf des Haushaltvollzugs fließt dann das Zentralbankgeld wieder in den privaten Sektor zurück, ohne daß die zur Finanzierung des Budgetdefizits geschaffenen öffentlichen Schuldtitel vernichtet werden. Am Ende der Haushaltsperiode ist damit c. p. der Geldvermögensbestand der privaten Wirtschaftssubjekte erstens im Ausmaß der öffentlichen Verschuldung gestiegen, zweitens hat sich seine Struktur zugunsten des Anteils verzinslicher Staatsschuldtitel verändert, während der Zentralbankgeldbestand wieder den gleichen Umfang hat. Um im Bild der wasserwirtschaftlichen Analogien *Stützens* zu bleiben, kann also festgestellt werden, daß im privaten „Geldvermögensteich“ monetärer Forderungen gegen den Staat nicht etwa ein mengengleiches „Abpumpen“ und „Versprühen“ durch die öffentliche Kreditnahme stattfindet, sondern eine „Auffüllung“ und „Mischung“⁴.

⁴ Zu den Wirkungen der öffentlichen Kreditnahme auf den Umfang und die Struktur des privaten Netto-Geldvermögens vgl. insbesondere den grundlegenden Aufsatz von *James Tobin*, *An Essay on the Principles of Debt-Management*, in: *Report of the Commission on Money and Credit*, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice Hall 1963, S. 143 ff., wiederabgedruckt und im folgenden zitiert nach *J. Tobin*, *Essays in Economics*, Vol. 1 (Macroeconomics), Amsterdam/London 1971, S. 378 ff.

Diese Veränderung des Umfangs und der Struktur privater Geldvermögensbestände führt über die damit verbundenen Anpassungen der Zinsstruktur bzw. der relativen Preise der einzelnen Aktiva der privaten Vermögensbesitzer zu Rückwirkungen auf den Umfang des von den privaten Wirtschaftssubjekten gewünschten Realvermögensbestandes und damit der Investitionstätigkeit. Wird diese eingeschränkt, weil den privaten Vermögensbesitzern die Anlage ihrer Ersparnisse in Staatsschuldtiteln lohnender und risikoloser erscheint als die Ausweitung ihres Realvermögensbestandes, dann ist ein „Crowding-out“-Effekt der öffentlichen Kreditnahme vorhanden. Ob dies der Fall ist, wird von der relativen Intensität der Substitutionsbeziehungen zwischen den zusätzlich emittierten Staatsschuldtiteln und dem Realvermögen einerseits und den übrigen monetären Aktiva andererseits bestimmt. Sind die Staatsschuldtitel und Realvermögen bessere Substitute, d. h. werden sie bereitwilliger gegeneinander ausgetauscht als Staatsschuldtitel und andere monetäre Aktiva, insbesondere Zentralbankgeld, so überwiegt der kontraktive Effekt auf die Realvermögensnachfrage, der die expansiven Wirkungen der Ausweitung der öffentlichen Ausgaben⁵ zumindest teilweise kompensiert⁶.

Diese portfoliotheoretischen Implikationen des „Crowding-out“-Effekts werden von *Stützel* nicht zureichend berücksichtigt. Nur in einer Fußnote (Fußnote 10, Seite 446) findet sich der folgende knappe Hinweis: „Eine Einschränkung der Möglichkeiten privater Kreditaufnahme⁷ ergäbe sich lediglich dann, wenn durch die zusätzliche Staatsverschuldung vermehrt über Banken laufende Kreditketten aufgebaut würden. Da diese durch Mindestreservevorschriften diskriminiert werden, entsteht dadurch ein erhöhter Bedarf der Banken an Zentralbankgeld. Das Ausmaß der Ver-

⁵ Die Wirkungen der zusätzlichen Ausgaben des Staates auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sind immer expansiv und sollen hier nicht diskutiert werden. Kontraktive Effekte können sich lediglich durch die Art der Finanzierung der öffentlichen Kreditnahme ergeben, die insbesondere mittel- und längerfristig von Bedeutung sind, weil ein einmal bestehendes öffentliches Haushaltsdefizit auch in späteren Budgetperioden immer wieder finanziert werden muß, während die expansiven Ausgabeneffekte auf die Multiplikatorwirkungen der ursprünglichen Budgetverlängerung beschränkt bleiben.

⁶ Eine knappe formale Darstellung der notwendigen Verhaltensannahmen für einen „Crowding-out“-Effekt in einem portfoliotheoretischen 3-Aktiva-Modell findet sich u. a. bei *Jürgen Siebke*, Der „crowding-out“-effect in einem Portfolio-Makromodell, in: *H. Albach / E. Helmstädter / R. Henn* (Hrsg.), *Quantitative Wirtschaftsforschung*, Wilhelm Krelle zum 60. Geburtstag, Tübingen 1977, S. 655 ff.

⁷ Ergänzung durch den Verfasser.

drängung privater Kreditnachfrage hängt dann im wesentlichen von den freien Liquiditätsreserven der Banken ab.“ Aber auch diese Relativierung trifft nicht den Kern des Problems; denn erstens ist das mögliche Auftreten des „Crowding-out“-Effektes nicht auf den Fall der Staatsverschuldung im Bankensektor beschränkt, zweitens fragen Kreditinstitute (wie andere Wirtschaftssubjekte) auch dann Zentralbankgeld nach, wenn sie nicht durch Mindestreservevorschriften dazu gezwungen werden⁸, und drittens hängt die „Verdrängung privater Kreditnachfrager“ nicht im wesentlichen von den vorhandenen freien Liquiditätsreserven der Banken ab, sondern vom Verhältnis der insgesamt durch die öffentliche Kreditnahme induzierten zusätzlichen Liquiditätsnachfrage zum vorhandenen Bestand an Liquiditätsreserven⁹.

Insgesamt richtet sich unsere Kritik zur ersten These also darauf, daß die Existenz eines quantitativen Potentials zur Finanzierung der zunehmenden Staatsverschuldung eine kreislauftheoretische Selbstverständlichkeit ist. Erst die explizite Formulierung zusätzlicher Verhaltensannahmen vermag zu begründen, unter welchen Bedingungen dieses Potential auch genutzt werden kann, ohne daß dabei ein „Crowding-out“-Effekt auftritt. Die weitgehende Vernachlässigung der Spezifizierung dieser Verhaltensannahmen, insbesondere zur Vermögens- und Zinselastizität der Geldnachfrage und des Geldangebots, denen eine Schlüsselfunktion bei der Diskussion des „Crowding-out“-Problems zukommt¹⁰, ist

⁸ Vgl. z. B. *James Tobin*, *Commercial Banks as Creators of Money*, in: derselbe, *Essays in Economics*, a.a.O., S. 272, wiederabgedruckt in deutscher Übersetzung unter dem Titel: *Geschäftsbanken als „Geld-Schöpfer“*, in: *K. Brunner / H. G. Monissen / M. J. N. Neumann*, *Geldtheorie*, Köln 1974, S. 104 ff.

⁹ Die Annahme, daß die Liquiditätsnachfrage aufgrund des Substitutions- und Vermögenseffekts der öffentlichen Verschuldung nicht verändert wird, ist wenig plausibel. Zum Zusammenhang der einzelnen Verhaltensannahmen vgl. die von *James Tobin* und *William C. Brainard* formulierten „adding-up“-Bedingungen in: *dieselben*, *Pifalls in Financial Model Bulding*, in: *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, Nr. 58 (1968), S. 99 ff.; wiederabgedruckt in *J. Tobin*, *Essays in Economics*, a.a.O., S. 352 ff.

¹⁰ *J. M. Keynes* hat diese Zusammenhänge einprägsam dargestellt, als er sich bei der Diskussion des sogenannten Finanzierungsmotivs der Geldnachfrage mit den Wirkungen einer unzureichenden Geld- und Kreditversorgung der Investoren durch das Bankensystem auseinandersetzte. Anstelle des modernen Begriffs „Crowding-out“ benutzte *Keynes* dabei den Ausdruck „Congestion“. Er führte aus: „... the public can save ex ante and ex post and ex anything else until they are blue in the face without alleviating the problem ... the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity. If they refuse to relax (i. e. to provide endogenous additional finance) the growing congestion of the short-term loan market or the new issue market, as the case may be, will inhibit the improvement, no matter

damit der entscheidende Mangel der *Stützelschen* Argumentation. Damit wird der sicher unbeabsichtigte Eindruck erweckt, als spielten Veränderungen der Zinsstruktur bzw. der relativen Preise — wenn überhaupt — nur eine untergeordnete Rolle bei den Vermögensdispositionen der privaten Vermögensbesitzer.

II. Wirkungen der Staatsverschuldung auf die Kapitalstruktur privater Unternehmen

Die zweite These *Stützels*, die wir kritisch diskutieren wollen, befaßt sich mit den Wirkungen der Staatsverschuldung auf die Kapitalstruktur privater Unternehmen. Damit wird ein partieller Effekt der öffentlichen Kreditnahme zum Gegenstand der Analyse, der in der traditionellen Auseinandersetzung um die Wirkungen der Staatsverschuldung nur wenig beachtet wurde, obwohl er — wie *Stützel* unseres Erachtens mit Recht hervorhebt — von besonderer Bedeutung für die Beurteilung zunehmender öffentlicher Kreditnahme sein kann.

Ausgangspunkt der *Stützelschen* Überlegungen ist ein Spezifikum der Kapitalstruktur deutscher Unternehmen, nämlich ihr im internationalen Vergleich hoher Verschuldungsgrad. Die Ursache für diesen Tatbestand ist für *Stützel* die zunehmende Sparneigung privater Haushalte, verbunden mit deren Präferenz für die Bildung von monetärem Forderungsanstelle von realem Beteiligungsvermögen: „In dem Maße aber, in dem die Haushalte gegen Ende der fünfziger Jahre in immer größerem Maße Ersparnisse bildeten, wies der . . . Kreislauf immer größere Lücken auf: Die Lohn- und Gehaltsausgaben der Unternehmen flossen ihnen lediglich noch zu 95 %, 90 %, 85 % als Verkaufserlöse zurück. Der Rest fehlte. Hätten die Privaten ihre Ersparnisse in Beteiligungstiteln angelegt, dann hätten die Unternehmen die ihnen fehlenden Verkaufserlöse durch Aktienemissionserlöse substituieren können. Es wäre bei befriedigend hohen Eigenkapitalquoten der Unternehmen geblieben. In Wahrheit aber bevorzugten diese neuen Sparer-schichten von Anfang an bis heute die Anlage in festverzinslichen Forderungstiteln, in Sparguthaben oder an-

how thrifty the public purpose to be out of their future income. On the other hand, there will always be exactly enough ex-post saving to take up the ex-post investment and so release the finance which the latter had been previously employing. The investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field.“ Vgl. *J. M. Keynes*, *The Collected Works of John Maynard Keynes*, London 1973, Vol. XIV, S. 222.

deren Gläubigertiteln¹¹.“ Die negative Folge dieses „gewissermaßen säkularen, typisch bundesdeutschen Problems“ bestand darin, daß mit zunehmendem Verschuldungsgrad die zyklischen Ausschläge konjunktureller Schwankungen „schärfer“ wurden und ein „lähmender hoher Schuldendruck“ auf die Unternehmen ausgeübt wurde, weil durch den Leverage-Effekt der Fremdkapitalfinanzierung die Schwankungen der Eigenkapitalrentabilität verstärkt und damit das unternehmerische Risiko erhöht wurde.

Stützel vertritt die Auffassung, daß die öffentlichen Gebietskörperschaften und Sozialversicherungsträger die Zunahme des Verschuldungsgrades der Unternehmen insofern gefördert haben, als sie bis in die 70er Jahre hinein — wie die privaten Haushalte — eine Netto-Gläubigerposition aufgebaut haben und so „die ganze Last der schuldnerischen Gegenposition“ bei der gesamtwirtschaftlichen Geldvermögensbildung dem Unternehmenssektor aufbürdeten. Umgekehrt würde eine Ausweitung der öffentlichen Verschuldung die Unternehmen von diesem Schuldendruck entlasten, weil dann der Staat wenigstens zum Teil die Gegenposition zu den wachsenden Geldvermögensbeständen der Privaten übernehme.

Da wir der Annahme zustimmen, daß ein relativer hoher Verschuldungsgrad der Unternehmen aufgrund des Leverageprinzips für die Durchführung risikoreicher Investitionen im allgemeinen nachteilig ist, wollen wir uns nicht weiter mit ihr beschäftigen. Unser kritisches Interesse gilt dagegen den beiden anderen Teilaussagen, nämlich (1), daß der hohe Verschuldungsgrad der Unternehmen aufgrund der wachsenden Sparneigung und Geldvermögenspräferenz der privaten Haushalte zustande gekommen ist und (2) daß zunehmende öffentliche Kreditnahme den Verschuldungsgrad der Unternehmen senkt.

Bei der ersten Teilaussage handelt es sich unseres Erachtens wiederum um eine mißverständliche Vermengung kreislauftheoretischer Definitionszusammenhänge mit theoretischen Verhaltensannahmen, ohne daß letztere hinreichend spezifiziert sind, um den postulierten Wirkungszusammenhang zu begründen. Der Tatbestand, daß die privaten Haushalte ihre nach der Wiederaufbauphase wachsenden Ersparnisse nicht in Beteiligungs- sondern Forderungstiteln angelegt haben, ist zwar ex post nur denkbar, wenn gleichzeitig die Unternehmen ihre wachsenden Investitionen mit Fremdkapital finanzierten, doch ist auf diesen kreislauf-

¹¹ Vgl. *Wolfgang Stützel*, *Ober- und Untergrenzen . . .*, a.a.O., S. 435.

theoretischen Definitionszusammenhang kein Kausalschluß zu stützen. Dieser ist erst möglich, wenn untersucht wird, warum die privaten Haushalte (und Finanzinstitute) überwiegend Geld- anstelle von Realvermögen bildeten. Eine befriedigende Antwort auf diese Frage hat zusätzlich das hier relevante Verhalten der Unternehmungen in die Überlegungen mit einzubeziehen.

Als Anbieter von Eigen- und Fremdkapitaltiteln können zumindest die großen Unternehmen in Form einer Aktiengesellschaft¹² bei entsprechender Bonität die von ihnen präferierte Kapitalstruktur weitgehend selbst festsetzen. Wie bei der Nachfrage nach Aktiva kann dabei auch die Emission von Passiva als portfoliotheoretisches Problem behandelt werden, das nach Ertrags- und Risikokriterien zu lösen ist.

Da die risikoreichere Fremdkapitalfinanzierung im allgemeinen billiger ist als die risikoärmere Eigenkapitalfinanzierung, reflektiert eine zunehmende Fremdkapitalfinanzierung der Unternehmungen in der Regel¹³ ihr Bestreben, unter bewußter Inkaufnahme der damit verbundenen Risiken durch Ausnutzung des Leverage-Prinzips eine Rentabilitätsverbesserung zu erzielen¹⁴. Diese Rentabilitätsverbesserung wird sich solange nur unvollständig in den Preisen (Kursen) der Beteiligungspapiere niederschlagen, wie die Unternehmen auf eine Ausschüttung dieser Gewinne verzichten, so daß der Kostenvorteil der Fremdfinanzierung weitgehend erhalten bleibt. Die Alternative höherer Ausschüttungen auf das bestehende Eigenkapital würde dagegen die Nachfrage der potentiellen Eigenkapitalgeber nach Beteiligungstiteln steigern und damit die Kosten des neu zu emittierenden Eigenkapitals denen des Fremdkapitals stärker angleichen. Ob eine derartige „Schütt' aus-hol' zurück“-Politik durchgeführt wird, hängt von der Gewinnsituation der Unternehmen, ihren Kapitalstrukturpräferenzen und — natürlich auch — den Anlagebedürf-

¹² Der Tatbestand eines relativ hohen Verschuldungsgrades trifft für Kapitalgesellschaften in ähnlicher Weise zu wie für Personengesellschaften und Einzelkaufleute. So betrug Ende 1974 das Verhältnis der Eigenmittel zur Bilanzsumme bei den Kapitalgesellschaften 28,0 %, bei den Personengesellschaften 18,8 % und bei den Einzelkaufleuten 18,3 %. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 29. Jg., Nr. 1 (Januar 1977), Aufsatz: Jahresabschlüsse der Personengesellschaften und Einzelkaufleute für 1974, S. 28.

¹³ Hier wird davon ausgegangen, daß Sanierungskredite, wie sie z. B. in Rezessionszeiten vorkommen, die Ausnahme darstellen.

¹⁴ Ein zusätzliches Motiv der Fremdfinanzierung ist häufig das Bestreben der Unternehmungen, die vorhandenen Besitzverhältnisse und damit Entscheidungsbefugnisse nicht durch die Hereinnahme zusätzlicher Eigenkapitalgeber zu verändern.

nissen der potentiellen Kapitalgeber ab. Auf jeden Fall besteht damit a priori keinerlei Zwang für die Unternehmen, gegen ihren Willen eine bestimmte Kapitalstruktur zu realisieren.

Vor diesem Hintergrund könnte die zunehmende Anlage der Ersparnisse privater Haushalte in Form von Forderungstiteln auch damit erklärt werden, daß sie sich lediglich an den am Kapitalmarkt herrschenden Ertragsrelationen orientierten, die aufgrund der Gewinnverwendungspolitik der Unternehmen und deren Präferenz für die Fremdfinanzierung den Erwerb von Beteiligungs- gegenüber Forderungstiteln unattraktiv machten. Diese Hypothese liegt zumindest für die 60er und beginnenden 70er Jahre nahe, in denen die Unternehmen über relativ hohe Gewinne verfügten. Die empirische Entwicklung der Eigen- und Fremdkapitalrenditen schließt eine solche Interpretation nicht aus. Solange nicht zusätzliche Überlegungen über eine entsprechende Kapitalstrukturpolitik der Unternehmen vorgetragen werden, ist *Stützels* einseitige Interpretation, daß die Ursache des hohen Verschuldungsgrades der Unternehmen auf eine abnorme Risikoscheu der privaten Haushalte zurückzuführen sei, wenig überzeugend.

Ebenso ist die Frage, ob zunehmende öffentliche Kreditnahme den Verschuldungsgrad der Unternehmen senkt, nur auf der Basis verhaltenstheoretischer Erwägungen zu beantworten. Hier ist es entscheidend, wie sich die relativen Ertragsraten — bzw. aus der Sicht der Unternehmen die relativen Kostensätze — für Eigen- und Fremdkapital durch die Portfolioanpassungsreaktionen der privaten Kapitalgeber der Unternehmen (Haushalte und Finanzinstitute) verändern, wenn der Staat zusätzliche verzinsliche Schuldtitel emittiert. Solange die öffentliche Kreditnahme die Eigenkapitalkosten der Unternehmen stärker erhöht als die Fremdkapitalkosten, bewirkt sie c. p. eine Erhöhung des Verschuldungsgrades der Unternehmen. Im umgekehrten Fall wird die Eigenkapitalfinanzierung gefördert.

Welche dieser beiden Möglichkeiten relevant ist, wird wiederum durch die Substitutionsbeziehungen bestimmt, die zwischen den unterschiedlichen Aktiva der privaten Kapitalgläubiger bestehen. Wenn verzinsliche Staatsschuldtitel und Eigenkapitalansprüche bessere Substitute für die Kapitalgläubiger sind als Staatsschuldtitel und Fremdkapitalansprüche, dann führt die Emission zusätzlicher Staatsschuldtitel dazu, daß die Eigenkapitalkosten der Unternehmen stärker steigen als die Fremdkapitalkosten. Sind jedoch Staatsschuldtitel und Fremdkapitalforderungen bessere Substitute als Staatsschuldtitel und Beteiligungen an Unterneh-

men, dann wird die zusätzliche öffentliche Kreditnahme die Fremdkapitalkosten der Unternehmen stärker erhöhen als die Eigenkapitalkosten, d. h. c. p. wird die Kapitalstruktur zugunsten des Eigenkapitalanteils verändert.

Geht man davon aus, daß die privaten Kapitalgläubiger zusätzliche öffentliche Schuldtitel vor allem zu Lasten ihrer Nachfrage nach Fremdkapitalansprüchen gegenüber Unternehmungen absorbieren und damit eine relative Verteuerung des Fremd- gegenüber dem Eigenkapital hervorrufen, dann stimmt die Vermutung, daß öffentliche Kreditnahme den Verschuldungsgrad der Unternehmungen senkt. Für diese Substitutionshypothese würde sprechen, daß aus der Sicht der Kapitalgläubiger die Risikoquellen der Ertragsentwicklung von Staatsschuldtiteln denen von Fremdkapitalforderungen ähnlicher sind als von Beteiligungstiteln, und die privaten Vermögensdisponenten möglicherweise eine hinsichtlich der Risikoquellen diversifizierte Aktivastruktur anstreben. In diesem Fall würde also die Nachfrage der privaten Vermögensdisponenten nach Beteiligungstiteln aufgrund des Substitutionseffektes der Staatsverschuldung kaum eingeschränkt und aufgrund des Vermögenseffektes erhöht, so daß insgesamt eine Senkung der Eigenkapitalkosten resultiert, während die Fremdkapitalkosten aufgrund des dominierenden Einflusses des Substitutionseffektes steigen würden¹⁵.

Hält man es jedoch für wahrscheinlich, daß die privaten Kapitalgeber bei zunehmender Staatsverschuldung vor allem die Nachfrage nach Beteiligungstiteln einschränken, so werden die Eigenkapitalkosten der Unternehmen stärker steigen als die Fremdkapitalkosten, auch wenn der Vermögenseffekt diesen Anstieg teilweise kompensieren wird. Diese Annahme könnte dann relevant sein, wenn die privaten Kapitalgeber ohnehin eine Präferenz für den Erwerb monetärer Forderungstitel haben und sich nicht — wie oben unterstellt — um eine unter Risikoaspekten diversifizierte Portfoliostruktur bemühen. Sie scheint eher den Vorstellungen *Stützens* zu entsprechen, doch sie führt zum Ergebnis, daß öffentliche Kreditnahme den Verschuldungsgrad der Unternehmen erhöht.

Welche dieser beiden Substitutionshypothesen das Verhalten der privaten Wirtschaftssubjekte insgesamt zutreffend beschreibt, wird entscheidend davon bestimmt, an wen und in welcher Konjunkturphase die öffentlichen Schuldtitel veräußert werden, denn es liegt die Vermutung

¹⁵ Dieses Verhalten würde sinngemäß einer von *J. Tobin* vertretenen Hypothese entsprechen. Vgl. *J. Tobin*, *An Essay on the Principles of Debt-Management*, a.a.O., S. 394 ff.

nahe, daß sich unterschiedliche Gruppen privater Vermögensdisponenten — insbesondere Finanzinstitute einerseits und private Haushalte andererseits — hinsichtlich ihrer Anlagepräferenzen unterscheiden¹⁶. Private Haushalte scheinen vor allem in Rezessionsperioden dazu zu neigen, die ihnen zusätzlich angebotenen öffentlichen Schuldtitel zu Lasten ihrer Beteiligungen an Unternehmen zu erwerben, so daß die Eigenkapitalkosten der Unternehmen c. p. erhöht werden. Finanzinstitute, die in den Jahren 1974 - 1976 den weitaus überwiegenden Anteil der öffentlichen Neuverschuldung in der Bundesrepublik finanziert haben, entwickelten in dieser Periode andere Anpassungsreaktionen: Zwar stieg der Anteil öffentlicher Schuldtitel an ihren Aktiva erheblich an, doch bemühten sie sich gleichzeitig mit deutlichen Zinszugeständnissen um die Einwerbung neuer Unternehmenskredite, um der einseitigen Struktur ihrer Forderungen entgegenzuwirken. Insgesamt wäre so der Verschuldungsgrad der Unternehmen durch die öffentliche Kreditnahme eher erhöht als gesenkt worden¹⁷. Zusätzliche empirische Untersuchungen sind jedoch erforderlich, um hier ein fundierteres Urteil fällen zu können.

III. Grenzen der Staatsverschuldung und Risikotransformation

Die dritte These *Stützel*s, gegen die wir kritische Einwände vortragen wollen, geht dahin, daß die Staatsverschuldung in der Bundesrepublik, soweit sie aus verzinslicher Darlehensschuld gegenüber dem privaten Sektor besteht, eindeutig unterhalb einer Untergrenze liege, während jene zukunftswirksamen Dauerbelastungen der öffentlichen Haushalte, die aus der „... Riesensumme gesetzlich zugesagter Pensionen, Subventionen und sonstigen Transferleistungen unterschiedlichster Art bis hin zum Schülergeld...“¹⁸ bestehen und die damit ebenfalls den Charakter einer Staatsschuld haben, bereits oberhalb einer „Obergrenze“ angelangt seien, weil sie die wünschenswerten Gestaltungsmöglichkeiten der Budgetpolitik zu stark einschränken. Erforderlich sei daher ein „rigoroser

¹⁶ Von erheblicher Bedeutung sind in diesem Zusammenhang auch die Wirkungen der Staatsverschuldung auf die sogenannte finanzielle Intermediation der Finanzierungsinstitute, auf die u. a. *Karl Brunner* und *Allan H. Meltzer* hingewiesen haben. Vgl. *K. Brunner / A. H. Meltzer*, Reply-Monetarism: the principal issues, areas of agreement and the work remaining, S. 173 ff., in: *J. L. Stein* (Hrsg.), *Monetarism*, North-Holland Publ. Comp. Amsterdam/New York/Oxford, S. 150 ff.

¹⁷ Vgl. z. B. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 24. Jg., Nr. 5 (Mai 1977), Aufsatz: Finanzierungsströme sowie Bestände an Geldvermögen und Verpflichtungen in der Bundesrepublik im Jahre 1976.

¹⁸ Vgl. *Wolfgang Stützel*, Ober- und Untergrenzen..., a.a.O., S. 442.

Abbau“ dieser letzteren Art von Staatsverschuldung zugunsten ersterer. Damit werde dann auch eine „Transformation“ wirtschaftlicher Risiken geleistet: „Genommen werden den Privaten Steuergelder aus unsicher schwankenden Einkommen und Umsätzen, wofür sie vom Staat sichere feste Zinsen erhalten¹⁹.“

Zunächst erscheint es wenig überzeugend, die Einengung des budgetpolitischen Handlungsspielraumes nur jenen Dauerbelastungen der öffentlichen Haushalte zuzuordnen, die aus den — überwiegend sozialpolitisch motivierten — Transferleistungen des Staates resultieren, da doch der Schuldendienst für Kreditverpflichtungen zukünftige Ausgabenpläne in entsprechendem Maße belastet bzw. die Verwendung der öffentlichen Einnahmen festschreibt. Darüber hinaus erscheint es zumindest fragwürdig, den budgetpolitischen Entscheidungsspielraum überhaupt zu einem eigenständigen Beurteilungskriterium der Struktur von Haushaltsplänen zu erheben. Man mag zwar den grundsätzlichen Standpunkt vertreten, daß die demokratische Qualität eines Staatswesens auch von der faktischen haushaltspolitischen Gestaltungsfreiheit der Parlamente abhängt, doch werden diese erst dadurch legitimiert, daß die Wirkungen ihrer Entscheidungen dem Mehrheitskonsens der betroffenen Wähler entsprechen.

Daß die distributiven Wirkungen längerfristig zunehmender öffentlicher Kreditnahme dem Mehrheitskonsens entsprechen, ist jedoch zweifelhaft. Die von *Stützel* vorgeschlagene „Risikotransformation“ durch Staatsverschuldung bedeutet, daß der Staat — auch wenn kurz- und mittelfristig eine revolvingierende Finanzierung der ausstehenden Staatsschuld möglich ist — langfristig einen Teil des Steueraufkommens für zusätzliche Zinszahlungen verwendet. Da die einzelnen Zinszahlungsempfänger nicht in gleichem Ausmaß belastet und begünstigt werden, impliziert eine solche „Risikotransformation“ erhebliche distributive Wirkungen, die solange unerwünscht sind, wie ihre Profiteure nicht zu den Wirtschaftssubjekten gehören, die ohnehin durch staatliche Transferzahlungen gefördert werden sollen.

Schließlich kann der Staat den privaten Sektor insgesamt nicht in seiner Funktion als Risikoträger der gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit entlasten. Die privaten Wirtschaftssubjekte tragen sowohl das Risiko der privaten Investitionen wie der öffentlichen, unabhängig davon, ob erstere durch Eigen- oder Fremdkapital und letztere durch Steuern

¹⁹ Ebenda, S. 440.

oder Kredite finanziert werden. Soweit im privaten Sektor ein Bedürfnis nach Risikotransformation vorhanden ist, das über verteilungspolitische Zielstellungen hinausgeht, kann dieses durch die Intermediation der Finanzinstitute unter allokativen Aspekten effizienter wahrgenommen werden. Eine „Intermediationskonkurrenz“ zwischen privaten Finanzinstituten und dem Staat auf dem Kapitalmarkt erscheint so wenig nützlich.

Zusammenfassung

Ober- und Untergrenzen der öffentlichen Verschuldung Ein kritischer Kommentar zu Ausführungen von Wolfgang Stützel

Gegen die Thesen *Stützels*, daß zunehmende öffentliche Kreditnahme nicht zu einer Verdrängung privater Investoren vom Kreditmarkt führe und geeignet sei, den Verschuldungsgrad der Unternehmungen zu senken, wird kritisch eingewendet, daß sie theoretisch unzureichend begründet sind. *Stützels* Argumentation gründet sich vor allem auf definitorische Kreislaufidentitäten, die ex post immer erfüllt sein müssen. Er vernachlässigt weitgehend die explizite Formulierung von Verhaltenshypothesen, die für die von ihm vorgebrachten Kausalschlüsse notwendig wären. Soweit auf implizite Verhaltenshypothesen in *Stützels* Ausführungen geschlossen werden kann, sind diese entweder wenig plausibel (These 1) oder können zu gegenteiligen Ergebnissen führen (These 2). Die dritte These *Stützels*, daß der gegenwärtige Bestand an verzinslicher Darlehensschuld des Staates in der Bundesrepublik Deutschland unterhalb einer Untergrenze sei, während andere zukunftsirksame Belastungen der öffentlichen Haushalte mit Sozialtransfers und Subventionen bereits oberhalb einer Obergrenze angelangt seien, ist theoretisch unbegründet und kann u. E. nur als politische Meinungsäußerung interpretiert werden.

Summary

Upper and Lower Limits to Public Debt Critical comment on Wolfgang Stützel's statements

Stützel's theses that increasing public borrowing does not lead to crowding out of private investors from the loans market and is a suitable means of reducing the indebtedness of firms is countered with the critical objection that these theses are not adequately substantiated by the theory. *Stützel's* argumentation is based primarily on definitional identity of cycles, which must, ex post, always be satisfied. He largely neglects the explicit formulation of behaviour hypotheses which would be necessary for the causal conclusions he sets forth. Insofar as implicit behaviour hypotheses can be concluded in *Stützel's* statements, they are either not very plausible (thesis 1) or may lead to opposite results (thesis 2). *Stützel's* third thesis that the current amount of interest-bearing public debt in the Federal Republic of Germany lies

beneath a lower limit while other future commitments of the public households, involving social transfers and subsidies, already lie above an upper limit has no substantiation in the theory and, in our view, can only be interpreted as the expression of a political opinion.

Résumé

Seuils supérieur et inférieur de l'endettement public Un commentaire critique des thèses de Wolfgang Stützel

Aux thèses de *Stützel* qui veulent qu'une recrudescence de la demande publique de crédit ne conduit pas à l'évincement des investisseurs privés du marché financier et est à même de réduire le degré d'endettement des entreprises, l'on reproche qu'elles sont suffisamment fondées en théorie. L'argumentation de *Stützel* s'appuie principalement sur des identités définies de circuits auxquelles on doit toujours accéder ex post. Il néglige largement la formulation explicite d'hypothèses de conduite qui seraient cependant indispensables aux déductions causales mises par lui en avant. Dans la mesure où l'on peut tirer des conclusions des hypothèses implicites de conduite des considérations de *Stützel*, on doit les juger peu plausibles (Thèse 1) ou constater qu'elles peuvent aboutir à des résultats opposés (Thèse 2). La troisième thèse de *Stützel* selon laquelle l'encours actuel de la dette publique se situerait en Allemagne fédérale en-deça d'un seuil inférieur alors que d'autres charges anticipées des budgets publics s'accompagnant de transferts sociaux et de subventions auraient déjà franchi un seuil supérieur, demeure dénuée de fondement théorique et ne peut de l'avis de l'auteur être interprétée que comme la manifestation d'une opinion politique.