

Ausblick der Schweizerischen Nationalbank – *Chancen* und *Gefahren* für die Schweiz

Steigende Staatsverschuldungen Auf was müssen wir uns einstellen?

9. September 2010, Zürich, Brasserie Lipp

Nicolas A. Cuche-Curti, Schweizerische Nationalbank und Universität St. Gallen

`nicolas.cuche-curti@snb.ch`

Haftungserklärung Die in dieser Präsentation enthaltenen Thesen, Ideen und Meinungen sind allein diejenigen des Autors und verpflichten in keiner Weise die mit dem Autor verbundenen Institutionen.

Dank Der Referent dankt Andrea Schnell für die wertvolle Unterstützung bei der Datenaufbereitung.

Chancen und Gefahren für die Schweiz

□ Plan der Präsentation

- drei internationale ‘facts and figures’ über die internationale staatliche Verschuldung
- kurzfristige Folgen
 - ▷ makroökonomisch
 - ▷ *Chancen* und *Gefahren* für die Schweiz
- langfristige Folgen
 - ▷ makroökonomisch
 - ▷ *Chancen* und *Gefahren* für die Schweiz
- Geld- und Fiskalpolitik

Chancen und Gefahren für die Schweiz

□ Drei internationale ‘facts and figures’

1. Sparen, Investitionen, Staatsdefizite und Aussenbeitrag

- Staatsdefizite schwächen die Wettbewerbsfähigkeit (Investitionen und Ertragsbilanzsaldo (Güter- und DL-Exportüberschuss) werden reduziert)
- Staatsdefizite erhöhen die finanzielle Abhängigkeit vom Ausland

2. Schulden- und Defizitquoten

- Schulden- und Defizitquoten in der westlichen Welt sind gegenwärtig hoch
- Schulden- und Defizitquoten sind in letzter Zeit dramatisch gestiegen
- die aktuelle Krise und die vers. Rettungspakete haben diese Tendenzen verstärkt

3. Massnahmen gegen Defizite und Verschuldung

- in einigen Ländern (z. B. Spanien, Portugal, Frankreich) wurden Sparmassnahmen vorgeschlagen bzw. implementiert
- solche Massnahmen stellen gute erste Schritte dar, sind aber ungenügend (bestenfalls Stabilisierung der Defizite, aber noch kein Schuldenabbau)
- institutionelle, strukturelle und flexible Lösungen fehlen jedoch immer noch
- Lösungen für das Anreizproblem (‘moral hazard’) müssen gesucht werden

Chancen und Gefahren für die Schweiz

□ Kurzfristige Folgen

– Makroökonomisch

- ▷ Druck auf die langfristigen Zinssätze nach unten ('flight to quality') mit entsprechenden Währungsfluktuationen (tendenzielle Aufwertung)
- ▷ Druck auf die langfristigen Zinssätze nach oben (erhöhte Risikoprämien) mit entsprechenden Währungsfluktuationen (tendenzielle Abwertung)

– Schweiz

- ▷ Schweiz gilt als Safe-Haven-Land
- ▷ Schweizer Franken ist eine Safe-Haven-Währung
- *Chance* tiefe langfristige Zinssätze
- *Gefahr* Aufwertung und hohe Volatilität

Chancen und Gefahren für die Schweiz

□ Langfristige Folgen

– Makroökonomisch

- ▷ hohe Defizite verursachen hohe Zinssätze und hohe Inflationserwartungen
- ▷ Schulden müssen zurückbezahlt werden
 - negative Auswirkung auf das Wachstum
 - Schwächung der Volkswirtschaft bezüglich der demographischen Alterung
 - i) Wachstum wäre eine Lösung
 - ii) Finanzierungsprobleme der sozialen Sicherheit

– Schweiz

- ▷ Defizite in der Schweiz relativ tief, tiefe Zinssätze
- ▷ unabhängige Geldpolitik, tiefe Inflationserwartungen
- ▷ die Schweiz soll aber auch ihre Defizite reduzieren (v.a. auf der kantonalen Stufe)
- ▷ die Schweiz wird älter, aber gutes Vorsorgesystem
- *Chance* relative Wettbewerbsvorteile
- *Gefahr* offene Volkswirtschaft, vom Ausland abhängig, Import von 'Problemen'

Fact 1 Defizite schwächen die Wettbewerbsfähigkeit

□ Nationale Buchhaltung

– Mechanismus

▷ Produktionsansatz

der Output (Y) umfasst den Marktwert aller für den Endverbrauch bestimmter Güter und Dienstleistungen, die in einem Land innerhalb eines bestimmten Zeitabschnitts hergestellt werden

$$Y$$

▷ Verwendungsansatz

der Output (Y) plus die Importe (M) entsprechen der Summe aus Privatkonsum (C), Investitionen (I), Staatsausgaben (G) und Exporten (X)

$$Y + M = C + I + G + X$$

▷ Einkommensansatz

das Einkommen (Y) nach Steuern (T) wird konsumiert (C) oder gespart (S)

$$Y - T = C + S$$

▷ buchhalterische Identität

$$(S - I) = (G - T) + (X - M)$$

Fact 1 Defizite schwächen die Wettbewerbsfähigkeit

□ Nationale Buchhaltung

– Interpretation $(S - I) = (G - T) + (X - M)$

- ▷ der Überschuss des privaten Sparens gegenüber den Investitionen ist gleich der Summe aus Budgetdefizit und Exportüberschuss
- ▷ jedes Defizit im privaten oder staatlichen Sektor führt zu einem externen Defizit; die Volkswirtschaft verbraucht mehr als sie produziert und verschuldet sich im Ausland

– ‘subjektives’ Fazit

- ▷ ‘gesundes’ Beispiel (siehe Tabelle)
 - tiefe Defizite ($< 3\%$), hoher Überschuss des privaten Sparens
 - i.d.R. starker positiver Aussenbeitrag
 - z. B. Schweiz, Luxemburg, Schweden, Dänemark
- ▷ ‘ungesundes’ Beispiel (siehe Tabelle)
 - hohe Defizite ($> 12\%$), kein oder kleiner Überschuss des privaten Sparens
 - i.d.R. starker negativer Aussenbeitrag
 - z. B. Griechenland, Island, Irland

Fact 1 Defizite schwächen die Wettbewerbsfähigkeit

	2000			2005			2009		
	(S-I)	(G-T)	(X-M)	(S-I)	(G-T)	(X-M)	(S-I)	(G-T)	(X-M)
Austria	1.20	1.86	-0.66	3.86	1.68	2.18	6.26	4.33	1.94
Belgium	4.11	0.08	4.03	5.44	2.85	2.59	4.94	5.74	-0.79
Czech Republic	-0.93	3.72	-4.65	2.31	3.57	-1.26	4.73	5.72	-0.99
Denmark	-0.67	-2.27	1.60	-0.67	-4.99	4.32	4.95	2.48	2.47
France	3.13	1.47	1.66	2.53	2.97	-0.43	6.10	8.17	-2.07
Germany	-3.12	-1.31	-1.80	8.40	3.31	5.09	7.23	3.25	3.98
Greece	-4.04	3.73	-7.77	-2.02	5.33	-7.34	1.60	12.66	-11.06
Hungary	-5.76	3.02	-8.78	0.63	7.91	-7.28	2.79	4.34	-1.55
Iceland	-11.82	-1.69	-10.13	-20.87	-4.89	-15.98	7.54	15.66	-8.12
Ireland	-5.21	-4.79	-0.41	-5.17	-1.67	-3.50	9.34	12.16	-2.82
Italy	0.30	0.86	-0.56	2.67	4.37	-1.69	2.80	5.50	-2.69
Japan	10.17	7.64	2.53	10.35	6.70	3.64	9.83	7.36	2.47
Luxembourg	7.25	-5.97	13.22	10.97	0.00	10.98	4.22	2.32	1.90
Netherlands	0.02	-1.97	2.00	7.61	0.28	7.33	10.72	4.46	6.26
Poland	-3.00	3.03	-6.03	2.84	4.07	-1.23	4.71	6.39	-1.68
Portugal	-7.27	2.97	-10.24	-3.43	6.05	-9.48	-3.01	6.66	-9.68
Slovak Republic	8.82	12.27	-3.45	-5.67	2.81	-8.49	2.04	5.87	-3.83
Spain	-2.96	1.00	-3.96	-8.32	-0.96	-7.36	4.24	9.58	-5.34
Sweden	0.08	-3.75	3.83	4.82	-2.03	6.85	9.80	1.96	7.85
Switzerland	11.99	-0.07	12.06	14.70	0.71	13.99	9.48	0.74	8.73
United Kingdom	-6.32	-3.67	-2.64	0.67	3.29	-2.62	10.01	12.63	-2.61
United States	-5.67	-1.47	-4.19	-2.67	3.26	-5.92	8.16	11.20	-3.04

Anmerkung: relativ zum BIP; Quellen: OECD, eigene Berechnung

Fact 2 Schulden- und Defizitquoten steigen

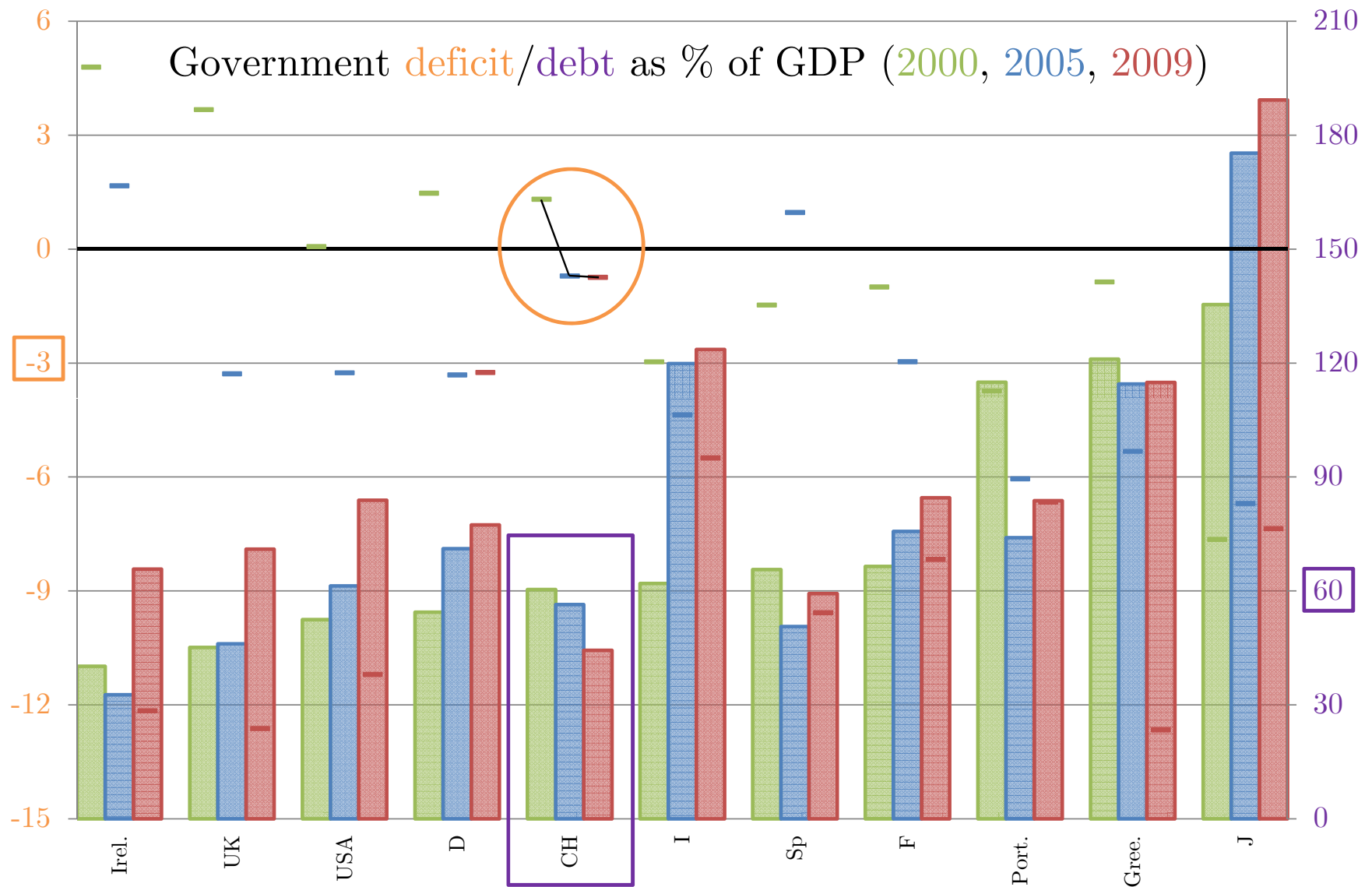
□ Defizitquote

- **Definition**, Defizit in Prozent des Bruttoinlandprodukts
- **Beispiel**, der Vertrag von Maastricht sieht als ein Konvergenzkriterium vor, dass der jährliche Finanzierungsfehlbetrag der öffentlichen Haushalte nicht mehr als 3% des nominalen Bruttoinlandprodukts betragen sollte
- **Tatsache**, i.d.R. nimmt zu → ‘gesunde’ und ‘ungesunde’ Beispiele
(siehe Grafik, kleine Querstriche, linke Skala)

□ Schuldenquote

- **Definition**, Schulden in Prozent des Bruttoinlandprodukts
- **Beispiel**, der Vertrag von Maastricht sieht als ein Konvergenzkriterium vor, dass der öffentliche Bruttoschuldenstand 60% des nominalen Bruttoinlandprodukts nicht übersteigen sollte
- **Tatsache**, i.d.R. nimmt zu → ‘gesunde’ und ‘ungesunde’ Beispiele
(siehe Grafik, Balken, rechte Skala)

Fact 2 Schulden- und Defizitquoten steigen



Quellen: OECD, eigene Berechnung

Fact 3 Ungenügende Massnahmen

□ Vorgeschlagene und implementierte Lösungen

- Schöpfung eines europäischen Fonds mit neuen Krediten; Tranchenzahlung ist von nationalen Anstrengungen abhängig
- Sparmassnahmen (z. B. Ausgaben eingefroren); erhöhte direkte und indirekte Steuern; Löhne der Beamten und Pensionierten reduziert
- wirkt wachstumshemmend (Teufelskreis, da Wachstum Defizite reduziert)
- bestenfalls Stabilisierung der Defizite; Schuldenabbau nur am Rand ein Thema
- nicht populär in einer Währungsunion ('Die Zikade und die Ameise' von de La Fontaine)

□ Probleme

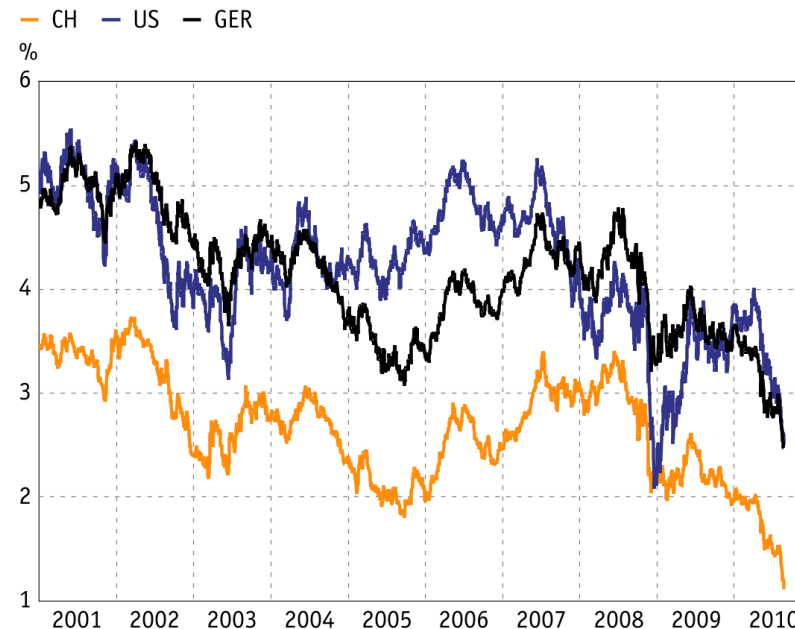
- Anreize in Kreditprogrammen kaum betrachtet
- Flexibilität im Sinne des Zyklus nicht vorhanden (z. B. Schweizer Schuldenbremse)
- keine institutionellen Mechanismen à la Suisse, um das fiskalpolitische System zu verstärken (d. h. Subsidiarität, Steuerwettbewerb, Finanzausgleich)

Kurzfristige Folgen: Makroökonomie

□ Langfristige Zinssätze

- Druck auf die langfristigen Zinssätze
 - ▷ nach unten ('flight to quality' bei den 'gesunden' Beispielen)
 - ▷ nach oben (erhöhte Risikoprämien bei den 'ungesunden' Beispielen)
- Auswirkung auf den Marktwert der Wertpapiere und höhere Volatilität

International long-term interest rates (10 years)



Kurzfristige Folgen: Schweiz

□ Chancen und Gefahren

→ *Chance*

- ▷ tiefe langfristige Zinssätze, tiefe Zinsstruktur

→ *Gefahr*

- ▷ der Schweizer Franken ist eine Safe-Haven-Währung
 - Aufwertung und hohe Volatilität
 - schwieriges Timing für die Geldpolitik

Langfristige Folgen: Makroökonomie

□ Auswirkungen der hohen Defizite

- Verdrängung der privaten Investitionen
 - ▷ Defizite = negatives öffentliches Sparen
 - ▷ Reduktion des Gesamtsparens
 - ▷ Erhöhung der realen Zinssätze
 - ▷ Reduktion der privaten Investitionen
 - ▷ empirisch nicht ganz bewiesen
- Reduktion der Wettbewerbsfähigkeit
 - ▷ Reduktion des Wachstumspotentials (wegen Reduktion der Investitionen)
 - ▷ erhöhte Abhängigkeit vom Ausland
- erhöhte Inflationserwartungen
 - ▷ Inflation reduziert den realen Wert der Schulden
 - ▷ Verteilungseffekte
 - ▷ Versuchung in gewissen Ländern Inflation zu verursachen
 - ▷ Unabhängigkeit der Zentralbanken wichtig

Langfristige Folgen: Makroökonomie

□ Auswirkungen des Schuldenabbaus

– Natur der Verschuldung

▷ Glättung der Staatsausgaben

– Exkurs: Mechanismus der intertemporalen Budgetbeschränkung

▷ Defizit (D) als Summe von Primärdefizit ($G - T$) und Schuldzinsen ($i \times S$)

$$D_t = (G - T)_t + iS_{t-1}$$

▷ Schulden (S) als Summe von Defizit und vergangenen Schulden, $S_t = S_{t-1} + D_t$

▷ unter der Annahme, dass $S_{t+n} = 0$, Gleichgewichtsbedingung

$$S_t = \sum_{z=0}^{n-1} \frac{1}{(1+i)^{n-z}} (T - G)_{t-z+n}$$

– Interpretation: langfristige Tragfähigkeit öffentlicher Finanzen (Nachhaltigkeit)

▷ heutige Schulden = abdiskontierte Summe aller zukünftigen Überschüsse

▷ Schulden müssen zurückbezahlt werden: wenn $T - G < 0$ für einige Perioden galt, muss $T - G > 0$ für einige Perioden gelten

▷ keine Aussage über die intertemporale Verteilung/Rückzahlung der Schulden

Langfristige Folgen: Makroökonomie

□ Auswirkungen des Schuldenabbaus

- mit Wachstum
 - ▷ relativ schmerzlos
 - ▷ Steuereinnahmen profitieren vom Wachstum
 - ▷ Staatsausgaben können reduziert werden
- ohne Wachstum
 - ▷ relativ schwierig und schmerzhaft
 - ▷ wachstumshemmend (Teufelskreis)
 - ▷ Erhöhung der Steuerlast (T): MWSt, direkte Steuersätze und -füsse
 - ▷ Reduktion der Staatsausgaben, der staatlichen Leistungen (G)
 - ▷ Gefährdung des Vorsorgesystems

Langfristige Folgen: Schweiz

□ Chancen und Gefahren

→ *Chance*

- ▷ keine hohen Defizite, tiefe Zinssätze, keine Verdrängungseffekte
- ▷ besseres Management der öffentlichen Finanzen dank starken Institutionen (Subsidiarität, Steuerwettbewerb, Finanzausgleich)
- ▷ besseres Vorsorgesystem, dezentral, mehrere Säulen
- ▷ eigene Geld- und Währungspolitik: tiefe Inflationserwartungen, starke monetäre Union (siehe nächste Folie)

→ *Gefahr*

- ▷ Schweiz muss ihre Schulden auch abbauen
- ▷ Schweiz als offene Volkswirtschaft
 - negative externe Nachfrageschocks, weniger Exporte
 - Aufwertung des Schweizer Frankens, Deflationsrisiken: i) importierte Güter billiger; ii) weniger Exporte, Verlangsamung der Exportwirtschaft
 - limitierte Wirkungsfähigkeit der Schweizer Wirtschaftspolitik

Geldpolitik

□ Staatsverschuldung und Geldpolitik

- zwei separate Bereiche, Unabhängigkeit der Zentralbanken gewährleistet
- eine gesunde Fiskalpolitik hilft der Geldpolitik
 - ▷ nötige Koordination zwischen den wirtschaftspolitischen Massnahmen
 - ▷ wenn Arbeitskräfte weniger mobil sind, braucht eine monetäre Union eine starke Fiskalpolitik, um die asymmetrischen Schocks zu absorbieren
- kann die Geldpolitik der Fiskalpolitik helfen?
 - ▷ die Aufgabe der Zentralbanken, i.d.R. die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen, stellt einen wichtigen Beitrag zu einer gesunden Fiskalpolitik dar
 - ▷ eine Zentralbank kann aber nicht zur Finanzierung der Staatsdefizite oder der Renten herangezogen werden, da eine Zentralbank über die Erträge aus ihren Anlagen hinaus keine Wertschöpfung betreiben kann
 - ▷ einige Kreise hoffen immer, dass eine Zentralbank bei ausbleibendem Wirtschaftswachstum die konjunkturelle Lage nachhaltig verbessern kann; langfristige Neutralität des Geldes