

SONDERTHEMA

STRUKTUR UND TRAGFÄHIGKEIT DER STAATSVerschULDUNG SOWIE SCHULDENSTRUKTURPOLITIK ÖSTERREICHS

Die folgenden Ausführungen fassen die Ergebnisse der von Mitarbeitern des Büros des Staatsschuldenausschusses und der OeNB ¹ Anfang 2008 verfassten Studie zusammen, die im Auftrag des Staatsschuldenausschusses erstellt wurde. Die Ergebnisse müssen nicht im Einklang mit den Einschätzungen des Staatsschuldenausschusses stehen. Die gesamte Studie ist im Internet unter www.staatsschuldenausschuss.at abrufbar.

1 INHALT UND BEWEGGRÜNDE DER STUDIE

Während eine solide Fiskalpolitik die Rahmenbedingungen für Wirtschaftswachstum verbessert, übt ein permanenter Anstieg der Staatsverschuldung (gemessen am BIP) einen Aufwärtsdruck auf das Marktzinsniveau aus. Höhere Zinsen beeinträchtigen die private Investitionsnachfrage, die langfristigen Einkommensperspektiven einer Volkswirtschaft und den Handlungsspielraum der Fiskalpolitik durch höhere Finanzierungskosten der Verschuldung. Ferner stellt der Zinsaufwand für die öffentliche Verschuldung weiterhin eine bedeutende Ausgabenposition im Budget fast aller Industrieländer dar.

Die gegenständliche Studie beschäftigt sich mit **drei Themenbereichen**:

- mit der **Verschuldungsposition Österreichs** und ihrer kurz- bis mittelfristigen Tragfähigkeit im **internationalen Vergleich**,
- mit Konzepten und Ergebnissen der **Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung des Sektors Staat in Österreich** und
- mit EU-Indikatoren zur **langfristigen Tragfähigkeit der Staatsverschuldung** und Ergebnissen für **Österreich** auf Basis des aktuellen Stabilitätsprogramms.

Kennzahlen über **Höhe und Struktur**, die **Finanzierungskosten der Staatsverschuldung** sowie Informationen über die **Debt-Management-Ausrichtung** beleuchten im ersten Studienabschnitt die Verschuldungsposition Österreichs im Vergleich der Länder des **Euroraums (Kapitel 2)**. Das diesbezügliche Indikatorenset umfasst Daten über Höhe und Struktur der **finanziellen Passiva** (Anleihen, Bankendarlehen etc.), der **finanziellen Aktiva** (Bankeinlagen, Darlehensgewährungen, Wertpapierveranlagungen, Beteiligungen) des Staates und Informationen über das **Risikoprofil** (Laufzeit, Währungs- und Gläubigerstruktur) sowie die **Finanzierungskosten** der Bruttoverschuldung von zehn Euroländern (Belgien, Deutschland, Frankreich, Finnland, Irland, Italien, Niederlande, Portugal, Österreich, Spanien).

Der zweite Studienabschnitt widmet sich der **Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR)** für den **Sektor Staat in Österreich** als Teil der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (**Kapitel 3**). Durch die GFR werden Finanzverflechtungen des Staates mit anderen volkswirtschaftlichen Sektoren, innersektorale Finanzverflechtungen (Bund, Länder, Gemeinden, Sozialversicherungsträger) sowie die Zusammensetzung der finanziellen Aktiva und Passiva des Staates nach Finanzierungsinstrumenten ersichtlich. Datenrestriktionen für einige Finanzierungsinstrumente insbesondere auf Länder- und Gemeindeebene schränken allerdings den Informationsgehalt der GFR-Statistik des Sektors Staat in Österreich ein.

¹ Autoren: Grossmann B., Hauth E. und Wimmer G.

Langfristige Tragfähigkeit bzw. Nachhaltigkeit öffentlicher Finanzen lässt sich grob als eine solide Fiskalpolitik definieren, die die Bonität eines Landes außer Zweifel stellt und ohne erheblichen Anpassungsbedarf fortgesetzt werden kann. Der von der **EU-Kommission** und auch im **Kapitel 4** angewandte Ansatz zur Berechnung der langfristigen Tragfähigkeit von Österreich leitet sich von der **intertemporalen Budgetbeschränkung** ab. Unter Verwendung der Angaben des **aktuellen Stabilitätsprogramms von November 2007 für Österreich** ergibt sich, dass die österreichische Fiskalpolitik – nicht zuletzt aufgrund der Reformmaßnahmen im Pensionssystem während der letzten beiden Legislaturperioden – nachhaltig ausgerichtet ist. Die im Programm vorgesehenen Einsparungsmaßnahmen gegen Ende des Geltungszeitraums müssen allerdings noch umgesetzt und zusätzliche Spielräume für die geplante Steuerreform 2010 erschlossen werden.

2 VERSCHULDUNG ÖSTERREICHS IM INTERNATIONALEN VERGLEICH (DEBT-MANAGEMENT, BRUTTO- UND NETTOVERSCHULDUNG)

2.1 Ziele und Aufgaben des öffentlichen Debt-Managements

Die Zielorientierungen des öffentlichen Debt-Managements in den **EU-Ländern** (einschließlich Österreich) gehen in Richtung der **IWF-Empfehlungen**. Der IWF definiert als **primäres Ziel** des öffentlichen Debt-Managements „die Gewährleistung der erforderlichen Finanzierungsmittel und deren Rückzahlungsverpflichtungen zu möglichst geringen mittel- bis langfristigen Finanzierungskosten, ohne dabei ein hohes Maß an Risiko einzugehen“. Dieses Ziel der nachhaltigen Kostenminimierung unter Einhaltung von Risikolimiten und unter Beachtung von Kapitalmarkterfordernissen trägt – durch möglichst geringe und aufgrund der Risikolimiten nicht zu stark schwankende Zinszahlungen für die Schulden des Staates – zur Budgetkonsolidierung und Finanzmarktstabilität bei.

Einige OECD-Länder (z. B. Kanada, Dänemark, Neuseeland) definieren den Bereich des öffentlichen Debt-Managements breiter und beziehen die finanziellen staatlichen Assets (Beteiligungen, Darlehen etc.) ein. Das **Asset-Liability-Management** des Staates beschränkt sich dabei oft auf Teilbereiche, wie insbesondere Fremdwährungspositionen. Das Marktpreisrisiko der Fremdwährungsverschuldung des Staates kann durch eine analoge Struktur auf der Aktivseite (Währungsreserven oder Pensionsfonds) minimiert werden.

Budgetstabilisierende, antizyklische Überlegungen (**Zinsaufwand als automatischer Stabilisator**) dürften bei der strategischen Zielfestlegung der Schuldenstrukturpolitik nur in einigen wenigen Ländern (z. B. Kanada, Dänemark, Großbritannien, Neuseeland) von größerer Bedeutung sein, aber auch hier nicht das primäre Ziel darstellen. Seitens der OECD-Länder werden für die geringe Priorität von wohlfahrtstheoretischen Gesichtspunkten beim Debt-Management vorwiegend operationale Gründe (Mangel an stabilen ökonomischen Wirkungskanälen) angeführt. Dennoch wird die Debt-Management-Ausrichtung infolge der gesamtwirtschaftlichen Dimension (kapitalmarkt-, geld- und budgetpolitischen Wirkungen) kaum auf ein einziges Primärziel eingengt.

Eine allgemeine **Tendenz in Richtung zunehmender Transparenz und Konkretisierung der Zielsetzungen** ist international zu beobachten. Im Euroraum verfügen nunmehr alle Staaten (Debt-Management-Agenturen bzw. Einheiten) über eigene Internetauftritte. Weiters gelten eigene Geschäftsberichte und/oder Strategieberichte mittlerweile als Standard. Von den Euro-15 Ländern nützen nur Deutschland, Österreich und Slowenien dieses Informationstool derzeit nicht. In Österreich wird seitens der ÖBFA an einer erstmaligen Erstellung eines derartigen Berichts gearbeitet. Die **rechtliche Normierung der Finanzierungsstrategie** (des Primärziels, der Nebenziele, der Risikolimiten etc.) und/oder deren Veröffentlichung findet vorrangig in anglosächsischen und skandinavischen Ländern Anwendung.

Die Diskussion um den **richtigen Kostenbegriff** ist ein anhaltendes Thema, das international nicht abgeschlossen ist und einen essentiellen Einfluss auf die Finanzierungsstrategie in den einzelnen OECD-Ländern hat. In den **administrativen Buchhaltungen** der EU-Staaten werden meist die **cashmäßigen** nominellen Zinszahlun-

gen verrechnet. Der Ertrag eines Asset-Managers im Bankbereich wird hingegen auf Basis des Total-Returns einer Periode gemessen. Dieses Konzept entspricht den **Mark-to-Market-Costs** (nominelle Zins-Cashflow zuzüglich Marktwertänderungen des Schuldenportefeuilles), die die gesamten, auch zukünftigen (abdiskontierten) Kostenbelastungen zu den aktuellen Marktgegebenheiten zeigen. Bei einem Rückgang des Marktzinsniveaus steigt die Verschuldungshöhe zu Marktwerten und macht die Zusatzkosten transparent, die dadurch entstehen, dass die Verschuldung zu einem höheren Zinssatz als zum aktuellen aufgenommen wurde. Die Messung der **Zinskosten** der Staatsverschuldung **in realen Größen** (bzw. in Prozent der nominellen Wirtschaftsleistung) bietet sich zur Verdeutlichung der kurz- bis mittelfristigen Tragfähigkeit für das Budget an. Eine Debt-Management-Politik mit dem Ziel der Budgetglättung im Konjunkturverlauf wäre anhand der realen Zinskosten auszurichten.

Ein **Kostenbegriff zu Marktwerten** bietet sich insbesondere für ein **aktives Schuldenstrukturmanagement** an, das das Risikoprofil der Staatsschuld durch nachträgliche Transaktionen (derivative Transaktionen, Rückkäufe) an die sich ändernden Marktgegebenheiten auf den Finanzmärkten und neuen budgetpolitischen Zielvorgaben anpasst (Aktivstrategie). Finanztransaktionen werden ausschließlich zu Marktwerten realisiert. Die traditionelle Sicht der budgetären Finanzierungskosten der Verschuldung in Form von **nominellen Zins-Cashflows** in Österreich wie auch in den meisten anderen OECD-Ländern eignet sich eher für eine **passive Debt-Management-Ausrichtung** („Sell and Hold“). Jedenfalls sollten sich Kostenvergleiche von alternativen Finanzierungsprodukten nicht nur auf die budgetrelevante (periodenbereinigte) Zinskomponente beschränken. Auch die Höhe und der Zeitpunkt der Schuldrückzahlungen tangieren den Budgetsaldo zeitverzögert in Form von späteren Zinszahlungen im Zuge der Refinanzierungen der Staatsschuld, was insbesondere bei Fremdwährungsfinanzierungen (Wechselkurseffekte) zu beachten ist.

2.2 Kenngrößen zur Höhe und Struktur der Staatsverschuldung ausgewählter Euroraumländer

Brutto- und Nettoverschuldung

Die in der Praxis herangezogene **Bruttoverschuldungsdarstellung** (Verschuldung des Staates gemäß Maastricht) überzeichnet grundsätzlich die wahre Verschuldungsproblematik der öffentlichen Haushalte, da finanzielle Forderungen außer Acht bleiben. Wenngleich davon auszugehen ist, dass ein erheblicher Teil der staatlichen Vermögenswerte im wirtschaftspolitischen Sinn als „illiquid“ einzustufen sind, stellen erworbene Finanzforderungen dennoch ein **Gegengewicht zu den Verbindlichkeiten** dar, die bei der Beurteilung der mittel- bis langfristigen Tragfähigkeit der Staatsverschuldung und der finanziellen Position eines Landes Berücksichtigung finden sollten. Allerdings erlaubt die mangelnde Datenqualität keine Beurteilung der Vermögenslage des Staates im Hinblick auf Risiken (Kreditrisiko, Preisrisiko) und Vollständigkeit.

Die **finanziellen Vermögenswerte** der **Euro-13-Staaten** bewegen sich im Regelfall in einer Bandbreite von 20% bis 30% des BIP. Einen Extremwert weist **Finnland** mit 111,5% des BIP (2006) auf. Dieser außergewöhnlich hohe Asset-Bestand in Finnland begründet sich durch ein spezielles Pensionssystem (ähnlich einem Kapitaldeckungsverfahren)² und ertragreiche Beteiligungen. Darüber hinaus erwirtschaftet Finnland seit 1998 durchgehend Budgetüberschüsse mit bis zu 6,9% des BIP. Die finanziellen Vermögenswerte von Bund, Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungsträgern in **Österreich** (AT) liegen mit 27,4% des BIP (2006) im Durchschnitt der Euro-13-Länder (27,0% des BIP). Das Volumen der finanziellen Aktiva in AT (insbesondere im Bereich der Beteiligungen der Bundesländer und der Gemeinden) dürfte jedoch noch Datenlücken aufweisen (siehe Kapitel 3).

Die Vermögenswerte verändern das **Länder-Ranking** im Hinblick auf die staatliche Verschuldungssituation wenig. Die **Nettoverschuldungsposition** der Euro-13-Länder zu Marktwerten erreichte Ende 2006 im Durchschnitt 47,7% des BIP. Über dem Durchschnitt befanden sich Italien (92,2% des BIP), Griechenland (76,3% des BIP), Belgien (75,0% des BIP) und Deutschland (48,8% des BIP). Drei Länder (Finnland, Slowenien und Irland) erreichten 2006 eine Nettovermögensposition bzw. de facto keine Verschuldung. Die **Nettoverschul-**

2 Die konkreten Pensionsansprüche der privaten Haushalte sind von der Veranlagung der Beiträge unabhängig, sodass keine Gegenposition (Verpflichtung der Sozialversicherungsträger an private Haushalte) verbucht wird. Die Nettovermögensposition Finnlands weicht demnach sehr stark von den restlichen Ländern ab.

ungsposition von **Österreich** belief sich Ende 2006 auf 37,8% des BIP und lag damit unter der häufig als Ziel diskutierten Obergrenze von 40% des BIP.

Auslands- und Fremdwährungsverschuldung

Im Euroraum nimmt die staatliche Verschuldung bei **ausländischen Gläubigern** infolge der zunehmenden Integration der Finanzplätze und des Wegfalls des Wechselkursrisikos rasant zu. Innerhalb des Ländersamples (Euro-13 ohne Luxemburg, Slowenien, Griechenland) erreichte 2006 die **Auslandsverschuldungsquote** Österreichs den Maximalwert mit einem Anteil von 76,9% der Gesamtverschuldung, gefolgt von Finnland mit 73,5%. Im internationalen Vergleich gering, aber dennoch beachtlich sind die Auslandsverschuldungsquoten von Deutschland (43,9%), Italien (41,0%) und Spanien (47,0%).

Nicht-Euro-Finanzierungsquellen werden von den Euroländern kaum in Anspruch genommen bzw. via Swaps in Euro-Verbindlichkeiten transferiert. Österreich verfügte 2006 mit einem **Fremdwährungsanteil** von 6,1% der Staatsverschuldung über den bei weitem höchsten Prozentsatz innerhalb des Ländersamples, gefolgt von Spanien mit 1,7% der Verschuldung. Bei den restlichen Ländern lag die Quote unter 1%.

Struktur der Bruttoverschuldung und Risikokenngrößen

Als **Finanzierungsinstrumente** nehmen handelbare Finanzierungsformen (Anleihen) die dominierende Stellung ein. Der Anteil an **festverzinslichen Wertpapieren** an der Gesamtschuld betrug 2006 innerhalb der Euro-13-Länder 76,3%. Staatsanleihen werden nicht nur von Staaten mit Budgetdefiziten, sondern auch von jenen mit Budgetüberschüssen zur Förderung des jeweiligen Finanzplatzes emittiert. Der Anteil an festverzinslichen Wertpapieren in Österreich lag 2006 bei 84,2% der Gesamtverschuldung.

Die Schuldenportefeuilles der Euroländer weichen in Bezug auf die **Fristigkeitsstruktur** zwar merklich voneinander ab, eine deutliche Präferenz für längerfristige Finanzierungen ist aber in allen Ländern zu erkennen. Innerhalb des Ländersamples wiesen Irland und Portugal 2006 mit jeweils einem Anteil an **kurzfristigen Finanzierungsinstrumenten** von 24% an der Verschuldung, gefolgt von Italien mit 18% die höchsten Quoten auf. Über einen sehr niedrigen Anteil an kurzfristigen Finanzierungen verfügten Deutschland (2006: 6,2%) und Österreich (2006: 1,7%). Im oberen Mittelfeld bewegten sich die Länder Finnland, Frankreich und Spanien. Hier anzumerken ist allerdings, dass alternative Statistikquellen insbesondere für Irland andere Ergebnisse liefern.

Die Kenngröße **Duration** (mittelfristige Kapitalbindung), die von einigen Ländern für den Zentralstaat veröffentlicht wird, bewegte sich 2006 in einer Bandbreite von 2,6 Jahren (**Finnland**) bis 5,9 Jahre (**Österreich**). Über Schuldenportefeuilles mit einer Duration von vier oder mehr Jahren verfügten neben Österreich noch Belgien, Deutschland, Italien und Spanien sowie vermutlich Frankreich. Eine vergleichsweise kurze Duration weist – abgesehen von Finnland – Portugal auf. Eine Verschuldungsstruktur mit relativ niedriger Duration geht mit einem erhöhten Zins-Cashflow-Risiko einher, das bei steigendem Marktzinsniveau die Zins-Cashflows bzw. die budgetären Kosten der öffentlichen Verschuldung merklich anheben kann. Gleichzeitig verringert eine niedrige Duration die Variabilität der Verschuldungshöhe zu Marktwerten (Value-at-Risk) und reduziert bei ansteigender (normaler) Zinsstrukturkurve die budgetären Kosten des Schuldenportefeuilles.

Zinskosten der Verschuldung

Ein internationaler Vergleich der **Finanzierungskosten** der öffentlichen Verschuldung im Sinne von Maasricht ist in Form eines **Durchschnittszinssatzes** möglich (Relation des Zinsaufwandes zum durchschnittlichen öffentlichen Schuldenstand). Dieser implizite Zinssatz gibt zwar einen groben Einblick über die Finanzierungskosten der Schuldenportefeuilles, wird aber von externen Größen (Bonität des Landes, Korrelation von Finanzierungsbedarf (Defizit) und Marktzinsniveau, Finanzmarkteffizienz etc.) sowie Zielvorgaben für das Debt-Management (Risikoprofil des Schuldenportefeuilles, Kapitalmarkterfordernisse) beeinflusst.

Kenngrößen über die Performance des öffentlichen Debt-Managements werden zunehmend diskutiert aber kaum veröffentlicht. Eine Ausnahme stellt Frankreich dar. Zur Messung der **Effizienz der Emissionsentscheidungen** berechnet **Frankreich** den **Indikator „Zeit“** (Performance der Emissionen im Vergleich mit einer linearen täglichen Realisierung des Emissionsprogramms) und den Indikator **„Allokation“** (Wertsteigerungs-

differenz zwischen dem Portefeuille der effektiv ausgegebenen Titel und demjenigen des im Voraus festgelegten Richtprogramms).

Die Durchschnittsverzinsung von Ländern mit Verschuldungsquoten in der Größenordnung von 60% des BIP (**Deutschland, Frankreich, Österreich und Portugal**) bewegte sich 2007 zwischen 4,1% (Frankreich) und 4,6% (Portugal). Die Durchschnittsverzinsung Österreichs betrug 2007 4,4% (Euro-15-Durchschnitt: 4,3%).³ Der vergleichsweise niedrige Zinssatz **Frankreichs** dürfte unter anderem auch durch eine Optimierung der Kassenhaltung mit dem Ziel der Einschränkung der Kapitalbeschaffung auf dem privaten Markt erreicht worden sein. Seit Beginn der WWU erzielten – abgesehen von Luxemburg – **Irland** und **Finnland** (ab 2004) die **niedrigsten Kosten** (2007: 3,8% bzw. 3,9%). Es handelt sich dabei um Länder mit einer relativ geringen öffentlichen Bruttoverschuldung und einem Schuldenportefeuille mit niedriger Duration.

Der **Verlauf der Finanzierungskosten** von **Österreich** – gemessen an der Durchschnittsverzinsung – wich seit der WWU von jenen anderer Euroländer ab: Die Durchschnittsverzinsung lag von 1999 bis 2003 unter dem EU-Durchschnitt, erreichte 2004 den EU-Durchschnitt und überschritt diesen ab 2005. Für diese Entwicklung könnte die Rückführung des Fremdwährungsanteils (Finanzierungen in japanischen Yen und Schweizer Franken mit niedriger Nominalverzinsung) und die Verlängerung der im internationalen Vergleich bereits relativ langen Duration infolge des niedrigen Marktzinsniveaus bei der Bundesschuld maßgeblich gewesen sein.

Schlussfolgerungen

Ingesamt dürfte das **Schuldenportefeuille Österreichs (Bund)** eine ausgeprägt **stabilitätsorientierte Struktur** im Hinblick auf das **Zins-Cashflow-Risiko** aufweisen. Durch die Verlängerung der im internationalen Vergleich bereits hohen Duration in den letzten Jahren wurden die im historischen Vergleich günstigen Konditionen am Kapitalmarkt über einen längeren Zeitraum fixiert bzw. stille Reserven geschaffen, die – sofern erwünscht – auch cashmäßig realisiert werden können. Allerdings erhöht eine **lange Duration** bei steigender (normaler) Zinsstrukturkurve, die den Regefall darstellt, die budgetären Kosten des Schuldenportefeuilles. Die Transparenz über die strategische Ausrichtung des Debt-Managements der Republik Österreich, der operativen Umsetzung und der Performance in Österreich könnte durch eigene **Strategieberichte und/oder Jahresberichte** verstärkt werden. Transparenz trägt zur Vertrauensbildung bei und wird von den Marktteilnehmern auf den Finanzmärkten in Form von niedrigeren Risikomargen bewertet.

3 GESAMTWIRTSCHAFTLICHE FINANZIERUNGSRECHNUNG FÜR DEN SEKTOR STAAT IN ÖSTERREICH

3.1 Erstellung der GFR für den Sektor Staat in Österreich (Zuständigkeiten, Datenquellen, Konzepte)

Die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (VGR bzw. ESVG 95⁴) bildet den Wirtschaftskreislauf einer Volkswirtschaft systematisch in einem geschlossenen Rechnungssystem ab. Bei der Kontenfolge wird zwischen **realwirtschaftlichen** und **finanziellen Konten** unterschieden. Unter dem Begriff „**finanzielle Konten**“ versteht man die **Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung** (GFR), die die Bestände an finanziellen Forderungen und Verpflichtungen eines Landes und seiner Wirtschaftssektoren sowie transaktionsbedingte Veränderungen der Bestände darstellt.

3 Die empirischen Ergebnisse der Studie basieren auf dem Stand von November 2007 und auf Jahresdaten. Nach vorläufigen Ergebnissen von März 2008 betrug die Durchschnittsverzinsung Österreichs 2007 (auf Basis von Quartalsdaten der Verschuldung) 4,3% und dürfte damit leicht unter jener der Euro-15-Länder (4,5%) gelegen sein.

4 Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95): Verordnung (EG) Nr. 2223/96 des Rates.

In Österreich werden die **finanziellen Konten** von der **Oesterreichischen Nationalbank (OeNB)**, die **realwirtschaftlichen Konten** der VGR hingegen von **Statistik Austria** erstellt. Die GFR kann als Sekundärstatistik bezeichnet werden, wobei die Erstellung des Staatskontos eine besondere Rolle hinsichtlich Ressourcenaufwand und Datenerhebung einnimmt und verstärkt auf direkte Datenquellen zugreift. Generell ist festzuhalten, dass die Qualität der Daten je nach Finanzierungsinstrument und Counterpartsektor variiert und dass die Erstellung der GFR in enger Kooperation mit Statistik Austria erfolgt.

Die Bestände an finanziellen Forderungen und Verpflichtungen bzw. die äquivalenten Transaktionen werden in Form einer **Matrix** dargestellt. In dieser Matrix sind alle „who to whom“-Beziehungen bzw. die Finanzbeziehungen zwischen Schuldner und Gläubiger abgebildet; d. h., dass für jede finanzielle Forderung eines Sektors dargestellt wird, für welchen Sektor dies eine Verpflichtung ist. Die Unterscheidung der finanziellen Forderungen und Verpflichtungen nach Finanzierungsinstrumenten erfolgt in der GFR in erster Linie im Hinblick auf Liquidität und rechtliche Merkmale.

Die finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten sind laut ESVG 95 grundsätzlich zu **Marktwerten** und nach dem Prinzip der periodengerechten Zuordnung darzustellen. Die Darstellung zu Marktwerten ist speziell für Anleihen, Aktien und Investmentzertifikate von Bedeutung, da bei diesen Finanzierungsinstrumenten der Marktwert stark vom Nominalwert differieren kann. Bezüglich Einlagen und Krediten ist im ESVG 95 festgelegt, dass diese Finanzierungsinstrumente zum jeweiligen vertraglich vereinbarten Rückzahlungsbetrag zu verbuchen sind. Dieser entspricht in der Regel dem Nominalwert.

Für die Darstellung des Wertpapierbesitzes (festverzinsliche Wertpapiere und börsen- und nicht börsennotierte Aktien) in der GFR ist die **Wertpapierdatenbank der OeNB** die Hauptquelle der Daten. Der Wertpapierbesitz – die Aufschlüsselung darüber, wer in welches Wertpapier veranlagt – wird nach einzelnen Depotgruppen unterteilt. Vor Umstellung dieser Wertpapierdatenbank auf die neuen Depotgruppen orientierte sich die Abgrenzung zwar am ESVG 95, jedoch nur an der Sektorebene. Es war nicht möglich, den Wertpapierbesitz des Staates auf die einzelnen Subsektoren des Staates aufzuteilen. In die GFR wird die neue Depotgruppengliederung im Jahr 2008 (Rückrechnung bis 2006) integriert.

EXKURS: Verbindlichkeiten lt. GFR bzw. lt. Definition des „Maastrichter“ Vertrages

Das **ESVG 95** enthält keine spezielle – von anderen Wirtschaftssektoren abweichende – Definition zum Schuldenstand des Staates. Die Verbindlichkeiten (wie auch die Aktiva) sind in der **GFR** zu ihrem **Marktwert** am Ende des Rechnungslegungszeitraumes auszuweisen. Bei Fremdwährungen sind diese Bestände mit dem jeweiligen Wechselkurs per Ultimo umzurechnen.

Der **Verschuldungsbegriff im Sinne von Maastricht** (u. a. gemäß EU-Verordnungen zur Budgetären Notifikation) ist definiert als der „Brutto-Gesamtschuldenstand zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors“. Nicht einzubeziehen sind Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (Handelskredite), Anzahlungen auf begonnene und bestellte Arbeiten sowie sonstige dem ESVG 95-Finanzierungsinstrument „Sonstige Verbindlichkeiten“ zuzuordnende Verbindlichkeiten.

Tabelle 3.1: Überleitung der Verbindlichkeiten laut GFR zum Maastricht-Schuldenstand (in Mio EUR)

	2002	2003	2004	2005	2006
Verbindlichkeiten des Staates laut Gesamtwirtschaftl. Finanzierungsrechnung (nicht konsolidiert)	171.839	172.332	179.113	188.669	186.967
abzüglich:					
übrige Verbindlichkeiten	1.504	1.986	2.563	2.619	3.626
Bruttoverschuldung in Form von Wertpapieren und Krediten zu Marktpreisen (inkl. aufgel. Zinsen)	170.335	170.347	176.549	186.050	183.341
abzüglich:					
Innerstaatliche Forderungen (Wertpapiere und Kredite)	13.620	14.352	14.713	16.957	17.019
Differenz Marktwert (inklusive aufgelaufener Zinsen) zum Nominalwert	11.481	9.896	11.238	13.567	7.270
Verschuldung zu Nominalwerten, konsolidiert laut Budgetärer Notifikation (Maastricht-Schuldenstand)	145.234	146.099	150.599	155.526	159.053
Memo:					
Verbindlichkeiten des Staates laut GFR in % des BIP	77,8%	76,2%	75,8%	76,9%	72,5%
Maastricht-Schuldenstand in % des BIP	65,8%	64,6%	63,8%	63,4%	61,7%

Quelle: OeNB, Statistik Austria.

Die **wesentlichsten Unterschiede** dieser beiden Darstellungskonzepte sind die Differenz zwischen **Marktwert** (inkl. aufgelaufener Zinsen) und **Nominalwert**, die **Einschränkung des Maastricht-Schuldenstandes** auf festverzinsliche Wertpapiere und Kredite und die Darstellung des Schuldenstandes nach Maastricht auf konsolidierter Basis. In der starken Reduktion der Differenz zwischen Marktwert und Nominalwert im Jahr 2006 sieht man sehr deutlich den Einfluss des Marktzinsniveaus auf die Kurse festverzinslicher Wertpapiere. Diese Verringerung ist auf Kursrückgänge von im Schnitt rund 4% zurückzuführen, wobei einige „große“ Bundesanleihen mit langer Laufzeit sogar mehr als 5% verloren haben. Weiters sind die Schwankungen der Differenz auch auf die unterschiedliche Höhe aufgelaufener Zinsen zurückzuführen, die je nach Emissionsdatum und Zinsterminen neuer „großer“ Anleihen schwanken können.

3.2 Empirische Ergebnisse zum Sektor Staat

Gesamtentwicklung

Die **GFR** weist **für den Staat auf nicht konsolidierter Basis** ⁵ per Jahresultimo 2006 Finanzaktiva in Höhe von rund 90 Mrd EUR und Finanzpassiva in Höhe von 187 Mrd EUR aus. Daraus ergeben sich Nettoverbindlichkeiten für den Sektor Staat in Höhe von rund 97 Mrd EUR. Die Nettoverpflichtungen des Staates betragen im Jahr 1997 rund 80 Mrd EUR.

Finanzaktiva des Staates

Der Staat verfügte per Ultimo 2006 über rund 30 Mrd EUR (12% des BIP) an **Kreditforderungen**. Dies entspricht rund einem Drittel der gesamten Finanzaktiva des Staates. Dieses hohe Ausmaß an Kreditforderungen ist im Wesentlichen auf zwei Aspekte zurückzuführen. Zum einen will der Bund damit für staatsnahe Unternehmen und für Bundesländer den Zugang zu günstigen Finanzierungsbedingungen über das Instrument der sogenannten Rechtsträgerfinanzierung (RTF) schaffen und zum anderen ist dies die Förderung der Wohnraumschaffung, die vor allem von den Bundesländern durchgeführt wird.

Per Jahresultimo 2006 besaß der Staat rund 18 Mrd EUR (7% des BIP) an kurz- und langfristig (fest)verzinslichen **Wertpapieren**. Rund 12 Mrd EUR waren hievon von ihm selbst emittierte Wertpapiere. Der hohe Anteil an eigenen Wertpapieren im Wertpapierportefeuille des Staates ist auf zwei Gründe zurückzuführen. Zum einen behält der Bund bei jeder Bundesanleiheemission eine „Eigenquote“ von 10% des Emissionsvolumens zurück. Zum anderen kann mit der Investition überschüssiger Finanzmittel in eigene Wertpapiere der Maastricht-Schuldenstand verringert werden, da dieser auf konsolidierter Basis dargestellt wird und somit im Besitz des Staates befindliche Staatspapiere abgezogen werden dürfen.

Rund 22% des gesamten Geldvermögens des Staates waren 2006 in Form von **Anteilsrechten** ohne Investmentzertifikate veranlagt (rund 20 Mrd EUR). Laut ESVG 95 sind Beteiligungen zum jeweiligen Marktwert zu bewerten. Eine adäquate Marktbewertung von nicht börsennotierten Aktien und von sonstigen Anteilsrechten gestaltet sich jedoch sehr schwierig. In der GFR sind diese Beteiligungen derzeit überwiegend zum Buchwert ausgewiesen. Rund 3,5% bzw. 3,2 Mrd EUR der Finanzaktiva des Staates sind in Form von **Investmentzertifikaten** veranlagt. Rund 10,3 Mrd EUR sind in Form von **Einlagen** bei Banken im In- und Ausland investiert.

Finanzpassiva des Staates

Die Verbindlichkeiten des Staates bewertet zu Marktwerten betragen per Ultimo 2006 rund 187 Mrd EUR. Davon entfielen über 90% (171 Mrd EUR) auf den Sektor Zentralstaat. Rund 82% (153 Mrd EUR) der gesamten nicht konsolidierten Verbindlichkeiten des Staates waren in Form von Geld- oder Kapitalmarktpapieren aushaftend. Die Verbindlichkeiten der Länder und Gemeinden bestehen hingegen hauptsächlich aus Krediten.

5 Diese Ergebnisse weichen von jenen des Kapitels 2 (konsolidierte Werte) ab. Konsolidierung bedeutet, dass der Besitz eigener Wertpapiere durch den öffentlichen Sektor bzw. allgemeiner ausgedrückt, Finanzverflechtungen innerhalb des Sektors Staat außer Betracht bleiben.

4 LANGFRISTIGE TRAGFÄHIGKEIT DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN ÖSTERREICHS

4.1 Methoden zur Messung langfristiger Tragfähigkeit öffentlicher Finanzen

Die Messung der langfristigen Tragfähigkeit öffentlicher Finanzen rückte mit der Verabschiedung des EG-Vertrages zur Gründung der Europäischen Union (1992) zunehmend in den Vordergrund: Der Verpflichtung zur Einhaltung der Konvergenzkriterien stand die **zunehmende budgetäre Belastung** der Mitgliedsstaaten **infolge der demografischen Entwicklungen** gegenüber. Trotz der Unterschiedlichkeit der definitorischen Konzepte zur Nachhaltigkeit basieren Analysen zur Bestimmung nachhaltiger Fiskalpolitik auf der Entwicklung der öffentlichen Schuldenquote, deren kontinuierliches Wachstum gemeinhin als Widerspruch zur Nachhaltigkeit gewertet wird.

Das Methodenspektrum zur Messung fiskalischer Nachhaltigkeit umfasst sowohl zukunftsgerichtete (**Forward-looking**) als auch vergangenheitsbezogene (**Backward-looking**) Ansätze. Zukunftsgerichtete Ansätze (z. B. Projektion der Schuldenquote, synthetische Indikatoren der Europäischen Kommission) beurteilen fiskalische Nachhaltigkeit anhand von verfügbaren Informationen über die zukünftige Entwicklung der öffentlichen Finanzen sowie Annahmen über makroökonomische und demografische Rahmenbedingungen. Methoden, bei denen die Einschätzung fiskalischer Nachhaltigkeit auf Daten der Vergangenheit beruht, werden als vergangenheitsbezogene Ansätze bezeichnet. Dabei wird im Wesentlichen die **Einhaltung der intertemporalen Budgetbeschränkung** in der Vergangenheit als Maß für langfristige Tragfähigkeit überprüft.

Zukunftsgerichtete Ansätze unterliegen aufgrund der Verwendung von Projektionswerten, deren Ergebnisse stark von den zu treffenden Annahmen abhängen (Unsicherheit bei der Entwicklung des Zins-Wachstumsdifferenzials), **Limitationen hinsichtlich ihrer Aussagekraft**. Ferner sind die budgetären Gegebenheiten des Basisjahres (z. B. Höhe des Primärsaldos) für die Beurteilung der Nachhaltigkeit von besonderer Bedeutung, da die projizierte Entwicklung der Schuldenquote wesentlich dadurch bestimmt wird. Aus diesen Gründen sollte die Aufmerksamkeit auf die Größenordnung und das Vorzeichen der Indikatoren gerichtet sein, um bestmögliche **Hinweise auf Zeitpunkt und Ausmaß für budgetpolitisches Handeln** ableiten zu können. Die durchgeführten **Sensitivitätsanalysen** zeigen aufgrund der hohen Realzinsvolatilität (jenseits der gewählten Zinsbandbreite) nicht die obere und untere Schranke der Projektionsergebnisse, verdeutlichen aber die Abhängigkeit der Ergebnisse von den getroffenen Annahmen.

Im Rahmen von Nachhaltigkeitsanalysen auf der Grundlage **vergangenheitsbezogener Ansätze** ist die fehlende Aussagekraft für die zukünftige Solvenz des Staates, die aus dem Nachweis nachhaltiger Staatsfinanzen in einem gewählten Untersuchungszeitraum nicht abgeleitet werden kann, ein wesentliches Manko. Ferner hat sich gezeigt, dass vielen Industrieländern, die auf Grundlage dieser Ansätze keine nachhaltige Fiskalpolitik bescheinigt bekamen, bislang ein tatsächliches Insolvenzproblem erspart blieb.

In der Regel beruhen Analysen zur Nachhaltigkeit auf partiellen Gleichgewichtsmodellen, die **keine Interaktion zwischen Budgetvariablen und makroökonomischen Variablen** in Betracht ziehen. Das heißt, bei diesen Ansätzen wird der Einfluss von alternativen Fiskalpolitiken auf das makroökonomische Umfeld ignoriert.

4.2 Langfristige Tragfähigkeit öffentlicher Finanzen in Österreich

Die Überprüfung der Nachhaltigkeit öffentlicher Finanzen in Österreich erfolgt in dieser Studie anhand der beiden synthetischen **Indikatoren der Europäischen Kommission** (S1 und S2) und unter Verwendung der Angaben des **österreichischen Stabilitätsprogramms** vom November 2007. Es wurden zwei Szenarien mit unterschiedlichen Startzeitpunkten unterschieden, wodurch sowohl der Handlungsbedarf aus gegenwärtiger Sicht (Szenario 2008) als auch – unter Berücksichtigung des bereits geplanten Konsolidierungspfades – nach Ablauf des Geltungszeitraumes des aktuellen Stabilitätsprogramms (Szenario 2010) berücksichtigt wird.

Ausgangspunkt der Analyse stellt die projizierte Entwicklung der Verschuldungsquote dar, die im Wesentlichen die künftige Belastung der öffentlichen Haushalte durch die demografieabhängigen Ausgabenkategorien – bei unveränderter Rechtslage – widerspiegelt. Im Basisszenario 2008 reduziert sich die Verschuldungsquote von anfänglich 58,4% des BIP (2008) auf 31,3% des BIP (2050). Die Durchführung von Sensitivitätstests (Berücksichtigung von unterschiedlichen Zinsszenarien) ergab durchwegs Verschuldungsquoten im Jahr 2050, die klar unter der 60-Prozent-Grenze blieben. Wesentlich für diesen **nachhaltigen Verlauf der Verschuldungsquote** waren die Pensionsreformen 2000, 2003 und 2004, ohne die Österreichs Schuldenquote infolge höherer Pensionsausgaben (ceteris paribus) einen explosiven Pfad eingeschlagen hätte.

Unter der Voraussetzung, dass im Jahr 2010 gemäß Stabilitätsprogramm eine klar bessere Fiskalposition gegenüber 2008 bestehen wird, zeigen die errechneten Schuldenpfade stets niedrigere Verläufe im Vergleich zum Basisszenario 2008. Allerdings ist anzunehmen, dass bei Budgetüberschüssen, die über einen längeren Zeitraum erwirtschaftet werden, und einer anhaltend sinkenden Verschuldungsquote weder die demografieunabhängigen Ausgabenquoten noch die Einnahmenquoten konstant bleiben werden, wodurch grundlegende Annahmen des Modells verletzt werden.

S1 zeigt die Nachhaltigkeitslücke (Konsolidierungsbedarf) bei einer für 2050 angepeilten Schuldenquote von 60% des BIP. Gemäß Basisszenario 2008 besteht unter den gegebenen Annahmen **kein fiskalpolitischer Handlungsbedarf für Österreich**. Konkret signalisiert S1 einen zusätzlichen Ausgabenspielraum bzw. ein Steuersenkungspotenzial von jährlich 0,49% des BIP ab dem Jahr 2009, ohne dabei die Nachhaltigkeitsbedingungen zu verletzen. Langfristige Tragfähigkeit bei infinitem Zeithorizont wäre selbst bei einer sofortigen und permanenten Ausgabenerhöhung/Steuersenkung im Ausmaß von 0,25% des BIP (S2) sichergestellt. Allerdings zeigt sich bereits unter der Annahme einer Zinssteigerung um 1 Prozentpunkt eine beträchtliche Reduktion des Handlungsspielraums (S1). Auf Basis von S2 entsteht hingegen bereits bei diesem Alternativszenario eine Nachhaltigkeitslücke und damit ein entsprechender Konsolidierungsbedarf. Diese **Zinssensitivität der Ergebnisse** ist vor allem vor dem Hintergrund zu sehen, dass ein dauerhaft niedriges Realzinsniveau bei den Berechnungen eingeht.

Im Szenario 2010 führt die bessere budgetäre Ausgangslage (sowohl im Basisszenario als auch in den beiden Alternativszenarien) zu einem deutlich höheren Handlungsspielraum, die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen Österreichs erhalten zu können. Daraus wird die **Bedeutung des Basisjahres für die Projektionen** im Rahmen von S1 und S2 klar ersichtlich: Je besser die budgetäre Ausgangssituation, desto größer ist (ceteris paribus) der Handlungsspielraum bzw. desto robuster ist die nachhaltige Finanzposition einzustufen. In Anbetracht der Tatsache, dass in den jüngsten Stabilitätsprogrammen Österreichs immer ein stetiger Konsolidierungspfad in Richtung eines strukturellen Nulldefizits vorgesehen war, verbessern sich die Ergebnisse der Projektionen mit jeder Verschiebung des Startzeitpunktes in die Zukunft.

Vor dem Hintergrund der konjunkturell bedingten, unerwartet guten Einnahmensituation der Jahre 2006 und 2007 ist die festgestellte Entwicklung im Vergleich zu früheren Projektionen als **Verschlechterung der Ausgabendisziplin** zu interpretieren. In Hinkunft wird darauf zu achten sein, bei budgetpolitischen Maßnahmen den Aspekt der Nachhaltigkeit nicht aus den Augen zu verlieren.

Die Bezugnahme auf das Jahr 2010 als Ausgangspunkt für die Berechnung der Nachhaltigkeitslücke zeigt, dass der geplante **Konsolidierungspfad laut österreichischem Stabilitätsprogramm dazu beiträgt, die langfristige Tragfähigkeit abzusichern**. Dieses Ergebnis bestätigt einerseits die Notwendigkeit zur sorgfältigen Umsetzung des geplanten Konsolidierungspfades, die u. a. seitens des Staatsschuldenausschusses (Empfehlungen, 2007) mehrfach empfohlen wurde. Andererseits erfordert die notwendige Konsolidierung zur Erhaltung langfristig tragfähiger Finanzen, die vorgesehenen **Einsparungsmaßnahmen** gegen Ende des Geltungszeitraumes des Stabilitätsprogramms **umzusetzen** sowie ausreichende **Finanzierungsspielräume für die vorgesehene Steuerreform zu erschließen**.