

Die Reform des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts – Aufweichung oder sinnvollere Ausgestaltung?

Jürgen Kromphardt

In diesem Beitrag werden die Pro- und Contra-Argumente zu den Beschlüssen des Europäischen Rates zur Reform des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts vom März 2005 gegeneinander abgewogen. Bei der Diskussion über diese Beschlüsse haben sich die Deutsche Bundesbank und die Europäische Zentralbank besonders hervorgetan und diese als Aufweichung des Paktes vehement kritisiert. Es wird dargelegt, dass die meisten vorgebrachten Argumente nicht stichhaltig sind. Mittelfristig ist eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte vor allem wegen der andernfalls steigenden Zinslastquote unumgänglich, aber sie darf die gesamtwirtschaftlichen Kreislaufzusammenhänge und die konjunkturellen Aspekte nicht vernachlässigen.

1

Einleitung

Im März 2005 hat der Europäische Rat eine Reihe von Änderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) beschlossen. Zwar werden die Ziele des Pakts beibehalten, nämlich ein mittelfristig ausgeglichener Haushalt und die schon im Maastrichtvertrag vorgeschriebene Einhaltung einer Defizitquote von 3 % und einer Schuldenstandsquote von 60 %, aber es werden die Regeln des Überschreitens dieser Referenzwerte deutlich gelockert und die Fristen zur Korrektur dieser Abweichungen verlängert. So wird eine Reihe von Tatbeständen aufgezählt, mit denen die Mitgliedsstaaten in Zukunft Überschreitungen rechtfertigen können, und es wird empfohlen, den Kurs der Haushaltskonsolidierung von der Konjunkturlage abhängig zu machen: Bei guter Konjunkturlage soll mehr getan werden, um das strukturelle Defizit zu verringern, in schlechten Zeiten darf man sich dafür etwas mehr Zeit lassen (siehe im Einzelnen die Aufstellung in: Deutsche Bundesbank 2005, S. 17).

In diesem Beitrag werden die Argumente für und gegen diese Reform vorgestellt und bewertet. Die Contra-Argumente, denen zufolge die Reform als schädliche Aufweichung zu betrachten und zu kritisieren sei, sind besonders deutlich von der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank (EZB) vorgebracht worden und werden in Abschnitt 2 kurz präsentiert. In Abschnitt 3 wird die als Begründung herangezogene „Inflationsgefahr

durch hohe Haushaltsdefizite“ als kaum existent zurückgewiesen. In Abschnitt 4 wird das Argument, durch kreditfinanzierte Staatsausgaben würden künftige Steuerzahlergenerationen belastet, auf die Gefahr einer steigenden Zinslastquote reduziert, die ein Argument für eine mittelfristige Konsolidierungsstrategie liefert.

Da die Zinslastquote vom Zinsniveau, der aufgelaufenen Staatsschuld, der aktuellen Neuverschuldung und dem Wachstumstempo beeinflusst wird, werden in Abschnitt 5 die möglichen Wachstumswirkungen kreditfinanzierter Staatsausgaben gegen ihren Einfluss auf die Zinslastquote abgewogen. Im Ergebnis ist eine mittelfristige Konsolidierungsstrategie, die durch die Reform des SWP zulässig wird, einer kurzfristigen Defizitreduktion, die der bisherige SWP verlangte, deutlich vorzuziehen. Ein Fazit schließt den Beitrag ab.

2

Die Argumente von Bundesbank und EZB

Die Bemühungen um eine Flexibilisierung des starren Regelwerks des SWP haben vor allem die Deutsche Bundesbank und die EZB von Anfang an sehr kritisch kommentiert. Erstere nahm bereits die am 3. September 2004 von der Europäischen Kommission unterbreiteten Vorschläge zum Anlass, sich in einer Erklärung gegen jede materielle Aufweichung des Paktes und der Verfahren auszusprechen; denn damit würden sich die Rahmenbedingungen für die Geldpolitik in der Währungsunion ver-

schlechtern. Den Zusammenhang zwischen dem finanzpolitischen Gebaren und der Geldpolitik stellt sie mit folgender Behauptung her: „Gesunde Staatsfinanzen sind eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass das Europäische System der Zentralbanken Preisstabilität bei relativ niedrigen Zinsen dauerhaft gewährleisten kann.“ (Deutsche Bundesbank 2004, S. 9).

Diese sieht sie durch jede Aufweichung gefährdet. Der neue Präsident der Bundesbank, Axel A. Weber (2005 S. 3), geht sogar so weit, bei den Regierungen die Gefahr einer absichtlichen Inflationspolitik zu sehen: „Bei Haushaltsproblemen der öffentlichen Hand besteht stets die Gefahr, dass möglicherweise Druck auf die Zentralbank ausgeübt wird, über eine Lockerung der Geldpolitik den realen Wert der Staatsschulden zu reduzieren“.

Die Bundesbank (2004, S. 9) weist in ihrer Erklärung auch darauf hin, dass die Regeln des SWP eine wichtige Voraussetzung für die Einführung des Euro in Deutschland gespielt haben. Mit diesem Hinweis bezieht sie sich darauf, dass in

Jürgen Kromphardt, Prof. Dr. em. der Volkswirtschaftslehre an der TU Berlin.

Arbeitschwerpunkte: Konjunktur, Wachstum, Beschäftigung.

e-mail: J.Kromphardt@ww.tu-berlin.de

Der Verfasser dankt Camille Logeay und Stephanie Schneider sowie einem anonymen Gutachter für wertvolle Hinweise und Anregungen.

Deutschland in der Mitte der 90er Jahre die damalige Bundesregierung bemüht war, den Deutschen die Angst vor einem weichen Euro u.a. dadurch zu nehmen, dass sie den SWP durchsetzte, der die im Maastrichtvertrag getroffenen Regelungen für Europa verschärft.

Einen Zusammenhang zwischen den öffentlichen Haushalten und der Preisstabilität unterstellt auch die EZB, die sich in ihrem Monatsbericht vom August 2005 ausführlich mit der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts beschäftigt. Als Hauptgrund dafür, die Finanzpolitik an Regeln zu binden, führt sie jedoch an, „dass Regierungen versucht sind, mehr auszugeben, als sie sich leisten können, und die Belastung darauf auf künftige Steuerzahlergenerationen abwälzen“ (EZB 2005, S. 70). Außerdem würden hohe Defizite die wirtschaftlichen Aussichten nachhaltig verschlechtern können: „Hohe Defizite und Schuldenstände haben höhere langfristige Zinsen zur Folge und wirken sich dämpfend auf die privaten Investitionen aus, da sie um die privaten Ersparnisse konkurrieren“ (EZB 2005, S.70).

Erst an dritter Stelle nennt die EZB die inflationären Folgen defizitärer Haushalte und ihre Konsequenzen für die Geldpolitik: „So können hohe Defizite einen Nachfrage- und Inflationsdruck nach sich ziehen und die für die Geldpolitik verantwortlichen Entscheidungsträger eventuell dazu zwingen, das kurzfristige Zinsniveau höher zu halten als ansonsten erforderlich wäre.“

Trotz dieser möglichen Gefahren sollten – so die EZB – die finanzpolitischen Regeln „der Finanzpolitik Spielraum zur Glättung der wirtschaftlichen Entwicklung und Vermeidung einer prozyklischen Finanzpolitik ... verschaffen. Insbesondere automatische Stabilisatoren, die aus konjunkturellen Schwankungen der Staatseinnahmen und -ausgaben resultieren und während des Konjunkturzyklus „automatisch“ und zeitnah wirken, haben sich für die Glättung von Produktions- und Nachfrageschwankungen als wirksam erwiesen“ (EZB 2005, S. 71).

3

Haushaltsdefizite und Preisentwicklung

Weder Bundesbank noch EZB noch andere Kritiker der Reform des SWP haben sich

die Mühe gemacht, den Zusammenhang zwischen Haushaltsdefiziten und der Preisentwicklung näher darzulegen und theoretisch zu untermauern. Dies soll nun als Erstes anhand der bestehenden Inflationstheorien nachgeholt werden.

Die Formulierung der EZB, wonach hohe Defizite einen Nachfrage- und Inflationsdruck nach sich ziehen können, lässt sich dahingehend interpretieren, dass die Autoren für diesen Zusammenhang an die Nachfragesoginflationstheorie und an die quantitätstheoretisch fundierte Inflationstheorie gedacht haben, nicht hingegen an die Kostendruck- bzw. Anbieterinflationstheorie, die hier auch keinen Anhaltspunkt für eine Erklärung liefern würde.

Die Nachfragesogtheorie ist für die aktuelle Situation in den Staaten des Euro-raums mit ihrer (abgesehen von einigen kleineren Mitgliedsstaaten) hohen Arbeitslosigkeit und geringen Kapazitätsauslastung nicht geeignet, von hohen Defiziten der öffentlichen Haushalte ausgehende Inflationstendenzen zu begründen: Es sind genügend freie Produktionskapazitäten vorhanden, um eine höhere Nachfrage zu befriedigen. Die Nachfragesogtheorie, die *Keynes* (1929) bekanntlich für die Kriegssituation Großbritanniens mit ihren voll ausgeschöpften Ressourcen an Material und an Arbeit entwickelt hat, ist daher offenkundig nicht anwendbar.

Damit bleibt als Erklärungsansatz die quantitätstheoretisch fundierte Inflationstheorie übrig, die einen engen Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Geldmenge und der Inflation behauptet. In *Friedmans* (1968) neu formulierter Quantitätstheorie führt eine höhere Wachstumsrate der Geldmenge auf Dauer zu einer höheren Inflationsrate, da die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes langfristig konstant ist und die produzierten Mengen nur kurzfristig auf eine erhöhte Geldmenge reagieren, sodass auf Dauer nur Preisreaktionen bestehen bleiben.

Will man diese Inflationstheorie auf den Zusammenhang zwischen hohen Staatsdefiziten und Inflationsraten anwenden, ist als Erstes zu fragen, ob überhaupt durch ein hohes öffentliches Defizit die Geldmenge steigt. Eine nähere Betrachtung zeigt, dass nicht die hohen Staatsdefizite per se, sondern die Art ihrer Finanzierung darüber entscheidet, wie sich die Geldmenge entwickelt. Drei Arten der Finanzierung sind hier zu unterscheiden:

(1) Die Staatspapiere, mit denen die öffentlichen Haushalte ihre Defizite finanzieren, werden von den privaten Haushalten gekauft. Die Zentralbank wird von solchen Kaufvorgängen überhaupt nicht tangiert. Bei den Geschäftsbanken dagegen finden Umschichtungen auf der Passivseite zwischen den Einlagen der privaten Haushalte und des Staates in Höhe der gekauften Staatspapiere statt. Es ändert sich also weder die Zentralbankgeldmenge noch die Geldmenge (im Sinne von M1, M2 oder M3).

(2) Die Kreditbanken kaufen die Staatspapiere und schreiben den Gegenwert den Konten der öffentlichen Haushalte gut, so dass die mindestreservepflichtigen Einlagen des Staates steigen; die Geldmenge nimmt zu. Dies geht nur, wenn die Zentralbank genügend Zentralbankgeld zur Verfügung stellt, damit die Geschäftsbanken ihr Mindestreservesoll erfüllen können und außerdem über das nötige Zentralbankgeld für den Fall verfügen, dass die Einlagenbesitzer von den erhöhten Einlagen einen Teil als Bargeld abheben möchten. Die Zentralbank muss diese Form der Defizitfinanzierung also nicht wehrlos hinnehmen: Sie verfügt über alle notwendigen Instrumente, um den Kreditbanken so lange Zentralbankgeld zu entziehen, bis diese keine Staatspapiere mehr kaufen können oder anderweitig ihre Geldschöpfung reduzieren müssen. Ohne Mitwirkung oder Tolerierung der Zentralbanken gibt es keine Erhöhung der Geldmenge.

(3) Die Staatsdefizite werden direkt durch die Notenbank finanziert. In diesem Fall wird die Bilanz der Zentralbank direkt berührt: Auf der Passivseite steigen die Einlagen des Staates um die Höhe der gekauften Wertpapiere, die sich gleichzeitig auf der Aktivseite als erhöhter Wertpapierbestand niederschlagen. In diesem Fall würden die Zentralbankgeldmenge und die Geldmenge ansteigen. Eine solche direkte Finanzierung ist jedoch der EZB verboten; sie ist für die Diskussion um den Stabilitätspakt irrelevant.

Wie wirkt nun die (im Fall (2) mögliche) Erhöhung der Geldmenge auf die Inflationsrate? Die Ableitung ihrer inflationären Wirkung beruht auf der Annahme, dass die höhere Geldmenge sich langfristig nur in höheren Preisen niederschlägt. *Friedman* (1968) hatte diese Behauptung für den Fall

abgeleitet, dass sich in der Ausgangssituation die Arbeitslosigkeit auf ihrem „natürlichen“ Niveau befindet, das sich aus den strukturellen Gegebenheiten in der Volkswirtschaft ergibt. Solange jedoch in den großen europäischen Volkswirtschaften eine über diese strukturelle Arbeitslosigkeit hinausgehende Arbeitslosigkeit besteht, die aus der zu schwachen Güternachfrage (in Deutschland ist dies bekanntlich die zu geringe Binnennachfrage) resultiert, kann eine durch die defizitfinanzierten Staatsausgaben hervorgerufene zusätzliche Nachfrage nach Gütern durch eine höhere Produktion befriedigt werden, ohne dass deswegen die Preise steigen. Nur für Volkswirtschaften, deren Arbeitslosigkeit der natürlichen Arbeitslosenrate entspricht, muss daher das kurzfristige Zinsniveau höher sein als ansonsten erforderlich wäre. Staaten, die in dieser relativ glücklichen Situation sind, brauchen jedoch keine Staatsdefizite, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auf einem vertretbaren Niveau zu halten.

Insgesamt ist die Behauptung, Staatsdefizite könnten zu höherer Inflation führen, theoretisch unfundiert und steht auf tönernen Füßen. Es ist *Krupp* (2005) zuzustimmen: „Der Zusammenhang zwischen Pakt und Euro folgt nur aus deren Geschichte: Der Pakt verdankt seine Entstehung der deutschen Diskussion um die Europäische Währungsunion, er sollte die Skepsis gegen diese überwinden.“

An dieser Schlussfolgerung ändert auch die Sorge der EZB nichts, die privaten Wirtschaftsakteure könnten zu dem Schluss gelangen, die übermäßige Kreditaufnahme des Staates werde letztlich durch Geldschöpfung finanziert. Hier unterschätzt die EZB ganz offenbar ihre längst erworbene Reputation als unabhängige Zentralbank. Sie täte besser daran, die Akteure von diesem Schluss abzuhalten, indem sie es ablehnt, mögliche inflationsfördernde Effekte der Staatsdefizite hinzunehmen, und betont, die Zeiten seien endgültig vorbei, in denen abhängige oder nicht stabilitätsorientierte Zentralbanken sich vor den Karren der Staatsfinanzierung spannen ließen. Damit entfele allerdings für sie die Begründung dafür, wegen des Ziels der Preisstabilität die Finanzpolitik an starre Regeln binden zu wollen.

4

Hohe Zinslast engt finanzpolitische Spielräume ein

In der wirtschaftspolitischen Diskussion wird häufig aus der Tatsache, dass die künftigen Steuerzahler für die Schulden, die heute gemacht werden, Zinsen und Tilgungsraten zu zahlen haben, eine Belastung künftiger Steuerzahlergenerationen durch heutige Staatsdefizite abgeleitet. Diese Aussage ist jedoch aus zwei Gründen übertrieben: Erstens ist dieser Belastung der Nutzen gegenüberzustellen, den die künftigen Generationen aus manchen durch die höheren Staatsdefizite heute ermöglichten staatlichen Ausgaben ziehen. Wird z. B. ein Teil der Ausgaben für Bildung über Kredite finanziert, so fällt der Nutzen später an, wenn die heutigen Schüler und Studierenden erwerbstätig sein und dank höherer Produktivität auch ein höheres reales Einkommen erzielen werden. In dem Umfang entspricht die Kreditfinanzierung der heutigen Ausgaben dem Äquivalenzprinzip bzw. dem Pay-as-you-use-Prinzip. Auch Ausgaben für Verkehrsinfrastruktur, für den Klimaschutz und für andere Infrastrukturen werfen für spätere Generationen Nutzen ab.

Diese Überlegung hat die Väter und Mütter des Grundgesetzes veranlasst, in Artikel 115 Abs. 1 die Kreditfinanzierung im Umfang der im Haushaltsplan veranschlagten Ausgaben für Investitionen zuzulassen. Ob Investitionen in Sachkapital der geeignete Maßstab sind, ist diskussionswürdig. Er ist zu weit, weil er alle Arten von Investitionen einbezieht, auch solche, deren Nutzen für spätere Generationen fraglich ist; er ist zu eng, weil er sich auf Sachinvestitionen beschränkt und damit vor allem Investitionen in Humankapital ausschließt.

Zweitens belastet die Bedienung der Staatsschulden die künftigen Generationen nicht als Ganze. Vielmehr stehen den künftigen Steuerzahlern die künftigen Empfänger der Zinsen, die auf die Staatsschuld bezahlt werden müssen, gegenüber; denn die Zinszahlungen erfolgen an die dann lebenden Besitzer der Staatspapiere. Daher werden alle, die sehr viel Geldvermögen in dieser Form akkumuliert haben, Nettoempfänger sein, während die meisten Nettozahler sein werden. Durch die heutige Staatsverschuldung wird künftigen Generationen damit ein Verteilungsproblem

vererbt, das umso gravierender ist, je mehr die Vermögen noch stärker konzentriert sind als die Einkommen und die daraus resultierende Steuerbelastung. Hätten bei geringerer Staatsverschuldung die Vermögensbesitzer Papiere privater Unternehmen gekauft, müsste der Unternehmenssektor die entsprechenden Zinszahlungen leisten.

Dieses Verteilungsproblem ist zugleich ein wirtschaftspolitisches Problem: Wegen der Zinslast kann ein beachtlicher Teil der Steuereinnahmen nicht zur Finanzierung der staatlichen Aufgaben verwendet werden, weil er für die Zinszahlungen benötigt wird. Sollen diese Aufgaben nicht beeinträchtigt werden, müssen die öffentlichen Haushalte ihre Einnahmen mit steigender Zinslast erhöhen. Dies war schon immer im politischen Prozess nicht leicht durchsetzbar. Im heutigen globalen Wettbewerb, der auch zu einem internationalen Wettbewerb um niedrige Steuersätze (insbesondere auf die Einkommen mobiler Faktoren) führt, ist dieser Weg nur noch begrenzt gangbar. Deshalb ist es notwendig, die Zinsbelastung der öffentlichen Haushalte dauerhaft mindestens zu begrenzen, wenn nicht zu senken.

Maßstab für die Zinsbelastung ist die Zinslastquote, die aussagt, welchen Teil seiner Einnahmen der Staat für Zinszahlungen bereitstellen muss. Da die Zinslastquote von der Schuldenstandsquote abhängt, sei zunächst diese abgeleitet:

- (1) Schuldenstandsquote

$$(SQ)_t = \frac{S_t}{BIP_t} = \frac{S_{t-1}}{BIP_t} + \frac{S_t - S_{t-1}}{BIP_t}$$

Da $BIP_t = BIP_{t-1}(1 + w_Y)$ ist (mit w_Y als der Wachstumsrate des BIP) und der letzte Ausdruck der Defizitquote (DQ) in t entspricht, folgt aus (1)

$$(2) \quad SQ_t = \frac{SQ_{t-1}}{1 + w_Y} + DQ_t$$

Die Schuldenstandsquote sinkt also umso mehr, je rascher die Volkswirtschaft wächst, und sie steigt umso mehr, je höher die aktuelle Defizitquote ist.

Bezeichnet man die durchschnittliche Steuerquote mit q , so erhält man für die Zinslastquote (ZQ):

$$(3) \quad ZQ_t = \frac{i_t \cdot S_{t-1}}{q_t Y_t} = \frac{i_t \cdot SQ_{t-1}}{q_t (1 + w_Y)}$$

Die Zinslastquote repräsentiert die „Altlast“ aus den vor der aktuellen Periode auf-

gelaufenen staatlichen Schulden. Sie verringert sich bei gegebenem Zinssatz durch wirtschaftliches Wachstum. Der Staat kann also eine steigende Staatsschuld ohne erhöhte Zinslastquote nur dann erreichen, wenn die Neuverschuldung den Marktzins nicht erhöht und die über sie finanzierten Ausgaben in der nächsten Periode wachstumswirksam werden. Wirken diese erst später, so steigt die Zinslastquote vorübergehend an.

Um sie konstant zu halten oder gar zu vermindern, gibt es – wie die Gleichungen (1) und (2) zeigen – vier Ansatzpunkte: Niedrigere Zinsen (auf sie hat die Finanzpolitik keinen Zugriff), eine höhere Steuerquote (dieser Weg wird durch den internationalen Steuerwettbewerb stark erschwert), rascheres Wachstum und niedrigeres Budgetdefizit, damit die Schuldenstandsquote langsamer steigt.

Gerade zwischen den beiden letzten Ansatzpunkten kann ein Trade-off bestehen, falls der Abbau von Budgetdefiziten das Wachstum abbremst. Konsolidierung ist also notwendig, aber das „Wie“ ist umstritten.

5

Kurzfristige Defizitreduktion oder mittelfristige Konsolidierung?

Der bisherige SWP scherte sich um die möglichen Wachstumswirkungen des Defizitabbaus wenig und forderte die Einhaltung der Maastricht-Kriterien von 3 % in jedem Jahr und eine zügige Annäherung an einen nahezu ausgeglichenen öffentlichen Haushalt, außer bei Naturkatastrophen oder sehr schweren Rezessionen, in denen das BIP um 2 % und mehr schrumpft. Der Rat kann auch eine Schmälerung um 0,75 % bis 2,00 % akzeptieren. Eine Berücksichtigung der konjunkturellen Situation war darüber hinaus nicht vorgesehen. Nach der Reform ist dies anders. Ist dies als Aufweichung zu kritisieren oder als Flexibilisierung zu begrüßen?

Die Antwort auf diese Frage hängt vor allem davon ab, wie man die makroökonomischen Auswirkungen des Abbaus von Defiziten einschätzt. Ein Argument dafür, sie für unwesentlich zu halten, ist die so genannte Ricardianische Äquivalenz. Laut *Ricardo* (1821) ist es bei nüchterner Betrachtung und genügend langem Zeithori-

zont für den Durchschnitt der Haushalte äquivalent, ob der Staat bestimmte zusätzliche Ausgaben durch Steuern oder durch Kreditaufnahme finanziert: Zwar verringert sich bei Kreditaufnahme das aktuelle verfügbare Einkommen nicht, aber die Zinsen, die der Staat zahlen und die Steuerzahler aufbringen müssen, reduzieren über die Laufzeit des Kredits das verfügbare Einkommen der Steuerzahler genauso stark (herabdiskontiert auf die Gegenwart), wie die Steuerzahlung heute dies täte. Die Haushalte würden daher, wenn sie ihren Konsum intertemporal glätten wollen, bereits heute ihren Konsum reduzieren, um mit den dadurch ermöglichten Ersparnissen später die zusätzlichen Steuern zu zahlen und ihren künftigen Konsum entsprechend weniger einzuschränken. *Ricardo* fügt dieser Überlegung jedoch sofort hinzu, die Leute empfänden so nicht. Vielmehr gelte (S. 163): „Das System der Kreditaufnahme... ist ein System welches uns dazu verleitet weniger sparsam zu sein – unsere reale Situation auszublenden.... (Der Steuerzahler) täuscht sich selbst, indem er glaubt, genauso reich zu sein wie zuvor.“ Die Äquivalenz bestehe also, sei aber empirisch nicht relevant.

Dafür spricht: Selbst wenn der einzelne Steuerzahler die Ricardianische Überlegung anstellt, weiß er nicht, inwieweit er individuell von den künftigen höheren Steuern belastet sein wird, da unbekannt ist, welche Steuern der Staat erhöhen wird, um die Zinsen zu zahlen, und in welcher Situation sich der Steuerzahler in der Zukunft befinden wird. Es ist daher nicht zu erwarten, dass sich die Ricardianische Äquivalenz als verhaltensleitende Norm empirisch überzeugend nachweisen lässt.

Ein zweites Argument für eine geringe Nachfragewirksamkeit kreditfinanzierter Staatsausgaben verweist auf die internationale Verflechtung moderner Volkswirtschaften und behauptet – salopp gesprochen – die expansiven Wirkungen der kreditfinanzierten Staatsausgaben verpufften im Ausland. Es fließt jedoch nur ein Teil der Multiplikatorwirkungen ins Ausland (in Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Importquote). Dadurch wird der Multiplikator zwar deutlich reduziert, aber er behält einen positiven Wert. Jüngste Berechnungen von *Plötscher u.a.* (2005, insb. S. 24) erhalten für Deutschland – angesichts der deutschen Importquote von ca. 33 % unglaublich hohe – Multiplikatoren, nämlich einen mittelfristigen Staats-

ausgabenmultiplikator von 2,44 und einem Steuermultiplikator von -1,78.

Als drittes Argument wird auf die partielle Verdrängung privater Investitionen durch höhere Zinssätze verwiesen. Dieses Crowding Out resultiert aus dem traditionellen IS/LM-Modell, in dem unter der Annahme einer gegebenen Geldmenge jede Expansion des Volkseinkommens (sei sie nun durch höhere private oder höhere staatliche Ausgaben hervorgerufen) über eine erhöhte Geldnachfrage ein steigendes Zinsniveau bewirkt. Dies gilt so lange, wie die Zentralbank für die expansive Fiskalpolitik kein zusätzliches Zentralbankgeld bereitstellt. Dementsprechend schreiben *Tobin/Butler* (1980, S. 222): „In der Situation der Unterbeschäftigung ist jegliches crowding out, welches aufgrund von Liquiditätsknappheit entsteht, das Werk der Zentralbank.“ Je mehr jedoch die Zentralbanken von einer strikten Geldmengensteuerung zu einer Zinssteuerung übergehen, desto weniger ist mit einem solchen Verhalten der Zentralbanken zu rechnen.

Über den Kapitalmarktzins lässt sich ein Crowding Out auch nicht besser begründen: Wäre das Angebot an Geldkapital eine gegebene Größe, müsste bei zusätzlicher Nachfrage nach Geldkapital notwendigerweise der Zinssatz steigen. Der Staat legt jedoch die aufgenommenen Gelder nicht still, sondern gibt sie wieder aus, sodass sie an Unternehmen oder Haushalte zurückfließen und dadurch einen Multiplikatorprozess auslösen, in dessen Verlauf die Einkommen, die Ersparnisse und damit auch das Geldkapitalangebot ansteigen. Die Unternehmen brauchen dann weniger Kredite nachzufragen, um ihre Ausgaben zu finanzieren, und die Haushalte können mehr Geldkapital anbieten.

Keynes hatte das Argument eines erheblichen Finanzierungs-Crowding Out über den Kapitalmarkt schon 1929 ad absurdum geführt; denn die Argumente für das Finanzierungs-Crowding Out von zusätzlichen Staatsausgaben müssen auch analog für zusätzliche kreditfinanzierte private Investitionen gelten. Wäre dies aber der Fall, dann hätte es noch niemals einen Aufschwung nach einer Rezession geben können, weil dieser immer zum großen Teil durch zusätzliche kreditfinanzierte Investitionen der Unternehmen getragen wird.

Die EZB konzediert für die kurzfristige, konjunkturelle Betrachtung kreislaufmäßige Multiplikatorwirkungen kreditfinanzierter Staatsausgaben; denn sie schreibt

(EZB 2005, S.71) „Automatische Stabilisatoren ... haben sich für die Glättung von Produktions- und Nachfrageschwankungen als wirksam erwiesen“. Sie schränkt diese Aussage allerdings gleich wieder ein: „Sind allerdings die Defizite und die Verschuldung hoch, kann der daraus resultierende weitere Anstieg des Defizits das Vertrauen in die künftige Solidität der öffentlichen Finanzen untergraben. Private Wirtschaftsteilnehmer könnten sich veranlasst sehen, verstärkt zu sparen und dadurch die Wirkung der automatischen Stabilisatoren neutralisieren.“ Da der EZB-Rat „seine ernsthafte Sorge über die vorgeschlagenen Änderungen“ (EZB 2005, S.63) des SWP zum Ausdruck gebracht hat kann dies nur heißen, dass in solchen Fällen die Defizitgrenze und die Defizitreduktion Vorrang vor den automatischen Stabilisatoren haben sollen.

Darüber hinaus wird der Begriff der konjunkturellen Schwankungen sehr eng ausgelegt und Phasen einer länger anhaltenden Wachstumsschwäche (wie seit 2001 in Deutschland) werden ausgeschlossen. Aber auch in solchen Phasen, in denen die Defizite wegen der schwachen Einnahmen hoch sind, sind die Kreislaufwirkungen eines Defizitabbaus zu betrachten. Zur Begründung ist auf eine Grunderkenntnis ökonomischer Analyse zu verweisen, dass ein Akteur nur dann Einnahmen erzielen kann, wenn ein anderer Akteur Ausgaben tätigt. Diese Überlegung gilt auch für Aggregate. Jedes Aggregat (z. B. die privaten Haushalte) erhält nur dann Einnahmen von den anderen Sektoren (Unternehmen, Staat), wenn diese ihrerseits Ausgaben für Leistungen dieses Aggregats tätigen.

In allen modernen Industriestaaten erzielt der Sektor „private Haushalte“ Finanzierungs-(Budget-)Überschüsse, tätigt also weniger Ausgaben, als er Einnahmen erhält. Solche Budgetüberschüsse sind nur möglich, wenn die anderen Sektoren zusammengekommen Budgetdefizite aufweisen.

Für Deutschland zeigt die Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank folgendes Bild:

Table 1 zeigt einen extremen Umschwung in den Finanzierungssalden: Bis 1999 hatten dank der regen Investitionstätigkeit die inländischen Sektoren insgesamt Finanzierungsdefizite. Sie gaben insgesamt mehr aus als sie einnahmen. Die Budgetdefizite der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und des Staates waren höher als die Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte und der finanziel-

Tabelle 1: Sektorale Einnahmen-/Ausgabenüberschüsse in Deutschland – Mrd. € –

Sektor	1993	1996	1999	2002	2004
Private Haushalte ¹⁾	72,5	61,7	69,4	114,3	131,3
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾	-43,0	-13,6	-68,7	12,8	11,9
Finanzielle Sektoren	12,1	7,2	12,0	12,5	9,4
Staat	-51,5	-61,7	-29,4	-74,3	-80,1
Inländische Sektoren zusammen	-9,9	-7,4	-16,7	65,2	72,5
Ausland	9,9	7,4	16,7	-65,2	-72,5

1) Einschl. Einzelunternehmen; 2) Einschl. Personengesellschaften.

Quelle: Deutsche Bundesbank (2004a), S. 23; Deutsche Bundesbank (2005a, S. 18).

WSI Hans Böckler Stiftung

len Sektoren (Banken und Versicherungen). Insbesondere 1999 war die private Investitionstätigkeit sehr stark, sodass sich dank gestiegener Einnahmen der Staat weniger verschuldete als in den Jahren zuvor.

In der Stagnationsphase 2002–2004 ging die private Investitionstätigkeit drastisch zurück: Die Einnahmeüberschüsse der privaten Haushalte und Einzelunternehmen stiegen dementsprechend deutlich an, und das übliche Finanzierungsdefizit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften schlug in Überschüsse um. Die Unternehmen tätigten nicht einmal Investitionen in Höhe ihrer Gewinne plus Abschreibungen; dies kommentiert die Bundesbank so: „Die Innenfinanzierungsquote stieg auf den außerordentlich hohen Wert von fast 120 % der gesamten Mittelverwendung“ (Deutsche Bundesbank 2005a, S. 22).

Es wäre daher ausgesprochen problematisch, das mittelfristige Ziel eines fast ausgeglichenen Haushalts in wenigen Jahren erreichen zu wollen, solange sich an der Investitionszurückhaltung des privaten Sektors nichts ändert. Die Zurückführung des Staatsdefizits würde den Einnahmeüberschuss der inländischen Sektoren unter sonst gleichen Bedingungen weiter erhöhen. Das Ausland müsste also bereit sein, entsprechend höhere Leistungsbilanzdefizite hinzunehmen. Sollte die deutsche Politik auf diese Verschuldungsbereitschaft setzen, so hieße das – da Deutschland bereits einen hohen Leistungsbilanzüberschuss aufweist – die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte weiter zu verstärken und vor allem die USA dazu zu bringen, in noch stärkerem Umfang die „Globale Sparschwemme“ durch eigene Leistungsbilanzdefizite auszugleichen, auf die *Bernanke* (2005), der Vorsitzende des US-amerikanischen „Council of Economic Advisors“, der inzwischen als Nachfolger von *Greenspan* nominiert ist, hinweist und deren Hauptverursacher neben Deutschland vor allem Japan und China sind.

Dem Hinweis auf den globalen Sparüberschuss wird zuweilen entgegengehalten, die Alterung der Bevölkerung (der „demografische Faktor“) führe zu einer sinkenden Sparquote und dies beeinträchtige das Wachstum. So wird in einer Studie aus der Europäischen Kommission (Mc Morrow/Röger 2003) ein Sinken der Sparquote der Privaten belegt und daraus auf eine sinkende Investitionsquote geschlossen. Diese negative Auswirkung besteht jedoch nur, wenn die Ersparnisse die Investitionen begrenzen, was nur bei Vollbeschäftigung aller Ressourcen der Fall ist. In Deutschland und den meisten anderen Industriestaaten sind die Investitionen (und generell die Produktion) auf absehbare Zeit nicht ressourcen-, sondern nachfragebeschränkt.

Will man in einer Stagnationsphase das Staatsdefizit reduzieren, so muss dies erstens schrittweise und zweitens so erfolgen, dass die so genannten nichtkeynesianischen expansiven Effekte (mehr Zukunftsvertrauen, mehr Eigeninitiative dank Bürokratieabbau, etc.) zu mehr Konsum- und Investitionsausgaben führen und die direkten negativen Multiplikatoreffekte sinkender Staatsausgaben überkompensieren. Letztere können gering ausfallen, wenn wenig nachfragewirksame Ausgaben (wie Eigenheimzulage und andere Subventionen) abgeschafft oder verringert werden. Da die Umsetzung und Wirkung dieser Maßnahmen Zeit erfordert, ist es vorteilhaft, wenn die Fristen einer Haushaltskonsolidierung – wie durch die jetzige Reform – verlängert und flexibilisiert werden.

Der Versuch, das Budgetdefizit durch kurzfristige „Sparrunden“ zu senken, kann dagegen – wie die Erfahrung der letzten Jahre zeigt – scheitern, wenn er das Wachstum abschwächt und damit die öffentlichen Einnahmen verringert.

Deshalb ist es sinnvoller, für die Konsolidierung nicht am Defizit selbst anzusetzen (das von der Politik nicht direkt

steuerbar ist), sondern einem mittelfristigen Konsolidierungspfad zu folgen, auf dem die konjunkturunabhängigen Staatsausgaben langsamer als das nominale Sozialprodukt wachsen (Horn/Truger 2005). Eine derartige Strategie ist mit dem reformierten SWP deutlich besser vereinbar als mit dem SWP alter Fassung.

6 Fazit

Die Reform hat zu einer sinnvolleren Ausgestaltung des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes geführt; denn sie

zwingt die betroffenen Mitgliedsstaaten nicht mehr, kurzfristig unerreichbare oder wohlfahrtsmindernde Ziele anzustreben. Er sollte jedoch um eine klare und umsetzbare Verpflichtung auf eine mittelfristige Konsolidierungsstrategie ergänzt werden, um die auf Dauer unumgängliche Stabilisierung der Zinslastquote zu erreichen.

LITERATUR

Bernanke, B. (2005): The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>

Deutsche Bundesbank (2004): Zur aktuellen Diskussion über den Stabilitäts- und Wachstumspakt. Monatsbericht September, S. 9

Deutsche Bundesbank (2004a): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991-2003. Sonderveröffentlichung, September, S. 23

Deutsche Bundesbank (2005): Geltende und künftige Regelungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Monatsbericht April, S. 17

Deutsche Bundesbank (2005a): Monatsbericht Juni

EZB – Europäische Zentralbank (2005): Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Monatsbericht August, S. 63–80

Friedman, M. (1968): The Role of Monetary Policy, in: The American Economic Review; Dt. Fassg.: Die Rolle der Geldpolitik, in: Brunner, K. u. a. (Hrsg.), Geldtheorie, Köln 1974

Horn, G./Truger, A. (2005): Strategien zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte; in: WSI-Mitteilungen 8, S. 425–432

Keynes, J. M. (1929): Can Lloyd George do it? Wiederabdruck in: Keynes, J. M., Collected Writings, Vol. IX: Essays in Persuasion. London 1972, S. 86–125

Krupp, H.-J. (2005): Warum der Euro stabil bleiben wird; in: Financial Times Deutschland, vom 29.3.

Mc Morrow, K./Röger, W. (2003): Economic and financial market consequences of ageing populations, EU-Kommission, Economic Papers 182, Brüssel

Plötscher, M./Seidel, T./Westermann, F. (2005): Fiskalpolitik in Deutschland: Eine empirische Analyse am Beispiel des Vorziehens der Steuerreform; in: Kredit und Kapital, S. 23–51

Ricardo, D. (1821): On the Principles of Political Economy and Taxation, 3. Aufl., London. Neuausgabe: Sraffa, P. (Hrsg.): 'The Works and Correspondence of David Ricardo', Bd. 1, Cambridge 1951

Tobin, J./Buiter, W. (1980): Fiscal and Monetary Policies, Capital Formation and Economic Activity; in: Fürstenberg, G. von (Hrsg.), The Government and Capital Formation, Cambridge. Wiederabgedruckt in: James T., Essays in Economics: Vol. III. Theory and Policy. Cambridge, Mass./London 1982

Weber, A. (2005), Deutschland in der Währungsunion: Geld- und finanzpolitische Rahmenbedingungen. Vortragstext in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln 28 vom 7.7., S. 3–9