

Dieckheuer, Gustav

Article — Digitized Version

Möglichkeiten und Risiken einer kreditfinanzierten Stabilisierungspolitik

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Dieckheuer, Gustav (1977) : Möglichkeiten und Risiken einer kreditfinanzierten Stabilisierungspolitik, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 57, Iss. 11, pp. 553-561

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135130>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

STABILISIERUNGSPOLITIK

Möglichkeiten und Risiken einer kreditfinanzierten Stabilisierungspolitik

Gustav Dieckheuer, Münster

Das hohe Niveau der Staatsverschuldung und die starke Zunahme der staatlichen Kreditaufnahme werden oftmals mehr emotionell als wissenschaftlich als eines der Grundübel der gegenwärtigen Wirtschaftslage gesehen. Welche Ergebnisse hat die theoretische Forschung zur kreditfinanzierten Stabilisierungspolitik des Staates anzubieten? Sind die herkömmlichen theoretischen Ansätze angesichts der aktuellen Wirtschaftslage in der Bundesrepublik brauchbar oder ergänzungsbedürftig, und welche Leitlinien für die gegenwärtigen konjunkturpolitischen Entscheidungen und Handlungen sind aus den theoretischen Überlegungen ableitbar?

Während der nun schon seit drei Jahren anhaltenden wirtschaftlichen Krise in der Bundesrepublik vermochte der Staat einen beträchtlichen Teil seiner volkswirtschaftlichen Aufgaben nur mit Hilfe einer außergewöhnlich hohen Kreditaufnahme und damit einer starken Erhöhung des Schuldenstandes zu erfüllen. Nachdem die Nettokreditaufnahme allein in den Jahren 1975 bis 1977 etwa 150 Mrd. DM betrug, wird die Staatsverschuldung bis zum Ende des Jahres 1977 eine Höhe von ca. 350 Mrd. DM erreichen. Die auch über das Jahr 1977 hinaus zu erwartende unbefriedigende Wirtschaftslage erfordert zusätzliche stabilisierungspolitische Maßnahmen, die jedoch nur im Rahmen einer weiterhin hohen staatlichen Kreditnachfrage und damit einer weiterhin stark zunehmenden Staatsverschuldung durchführbar sein werden.

Die Wirkungen kreditfinanzierter staatlicher Maßnahmen auf konjunkturpolitisch relevante Größen, insbesondere auf die Beschäftigung, hängen entscheidend einmal von Art und Umfang der vor dem Einsatz der Maßnahmen schon finanzierten staatlichen Budgetdefizite und zum anderen von Art und Umfang der mit den Maßnahmen selbst verbundenen Budgetdefizite ab. Hinsichtlich ihrer

Art lassen sich staatliche Defizite unter zwei Gesichtspunkten ordnen: unter dem Gesichtspunkt ihrer Konjunkturbeeinflussung und ihrer Remanenz im Konjunkturverlauf. In der ersten Gruppe unterscheidet man konjunkturneutrale und nicht konjunkturneutrale, in der zweiten Gruppe konjunkturelle und strukturelle Defizite¹⁾. Da sich die weiteren Untersuchungen ausschließlich mit den Wirkungen stabilisierungspolitischer Maßnahmen des Staates in einer Rezessionsphase beschäftigen, sind hier nur die nicht konjunkturneutralen staatlichen Budgetdefizite von Interesse.

Nicht konjunkturneutrale Defizite können konjunktureller oder struktureller Art sein. Bestehen oder entstehen diese Defizite nur im Rahmen von Abweichungen des tatsächlichen Konjunkturverlaufs von einer Wirtschaftsentwicklung, die durch einen bestimmten politisch erwünschten Minderauslastungsgrad der volkswirtschaftlichen Produktionskapazitäten und eine politisch akzeptable Inflationsrate gekennzeichnet ist, so bezeichnet man sie als konjunkturell, im anderen Falle als strukturell. Strukturell ist somit der Teil der staatlichen Budgetdefizite, der auch nach Erreichung der politisch gewünschten Beschäftigungslage bestehen bleibt. Defizite, die z. B. auf Steuermindereinnahmen im Gefolge der rezessiven Wirtschaftsentwicklung zurückzuführen sind, sind demnach eindeutig konjunktureller Art. Eine aktive Antirezessionspolitik kann dagegen mit ausgaben- und ein-

Dr. rer. pol. Gustav Dieckheuer, 37, Privat-Dozent, ist wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Volkswirtschaftstheorie der Universität Münster. Er habilitierte sich 1976 mit dem Thema „Staatsverschuldung und wirtschaftliche Stabilisierung“.

¹⁾ Vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Lage und Entwicklung der Staatsfinanzen in der Bundesrepublik Deutschland, August 1975; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1975, Ziffern 220 ff.; ders.: Jahresgutachten 1976, Ziffern 202 ff.

nahmenpolitischen Maßnahmen erfolgen, die entweder ein konjunkturelles, also vorübergehendes, oder ein strukturelles, also über den Zeitraum der bestehenden Konjunkturphase hinaus anhaltendes Defizit implizieren. Zur ersten Maßnahmenkategorie sind z. B. Investitionszulagen oder Abschreibungserleichterungen zu rechnen, die nur einmalig oder dann nicht mehr gewährt werden, wenn die Rezessionsphase überwunden ist, zur zweiten Maßnahmenkategorie zählen z. B. alle Steuererleichterungen ohne zeitliche Bindung.

Bei der Beurteilung der Beschäftigungswirkungen kreditfinanzierter staatlicher Maßnahmen, die entweder ein konjunkturelles oder ein strukturelles Defizit implizieren, befindet man sich heute in einem Dilemma. Weder die theoretische noch die empirische Forschung bieten in diesem Zusammenhang eindeutige Ergebnisse an.

Die Keynesianer befürworten eine weitgehende Finanzierung konjunkturpolitisch bedingter Budgetdefizite durch eine Kreditaufnahme bei der Zentralbank, also durch Geldschöpfung, vertreten aber auf der anderen Seite die These, daß auch solche fiskalpolitischen Maßnahmen positive Beschäftigungseffekte haben, die mit einer Kreditaufnahme auf dem inländischen Kapitalmarkt finanziert werden. Die Monetaristen fordern dagegen enge, mit der Zentralbank abgestimmte und am potentiellen realen Wirtschaftswachstum orientierte Grenzen für eine Geldschöpfungsfinanzierung und sind bemüht, auf der Basis insbesondere empirischer Untersuchungen zu belegen, daß fiskalpolitische Maßnahmen, die auf dem Kapitalmarkt finanziert werden, nur sehr kurzfristig die gewünschten positiven Beschäftigungseffekte induzieren, längerfristig jedoch lediglich private Nachfrage verdrängen und somit unter konjunkturellen Gesichtspunkten wirkungslos sind²⁾.

Die wissenschaftliche Auseinandersetzung zwischen den beiden Richtungen wird in der neuesten anglo-amerikanischen Literatur auf der Basis umfangreicher formal-theoretischer Modellansätze ausgetragen³⁾. Eine hieran orientierte tiefgehende formal-theoretische Analyse des Problems würde jedoch den Rahmen dieses Beitrages sprengen; hier sollen lediglich die für ihr Verständnis we-

sentlichen Elemente dieser Thesen verbal aufgezeigt und in den Rahmen allgemeiner Überlegungen zu den Möglichkeiten und Risiken einer kreditfinanzierten Stabilisierungspolitik eingefügt werden.

Die weiteren Untersuchungen sind auf die Wirkungen einer stabilisierungspolitischen Maßnahme des Staates, z. B. einer autonomen Erhöhung der Staatsausgaben oder einer Steuerreduktion, gerichtet, die zu einem Anstieg eines bereits bestehenden Budgetdefizits führen möge. Eine Analyse der Wirkungen dieses zusätzlichen Defizits hat sich mit zwei Aspekten zu beschäftigen, einmal mit der Realisierung des Defizits auf den Gütermärkten und zum anderen mit der Finanzierung des Defizits auf den Geld- und/oder Kapitalmärkten der Volkswirtschaft. Von entscheidender Bedeutung ist deshalb, in welcher Weise die untersuchte Maßnahme relevante Größen auf diesen Märkten und insbesondere Gleichgewichtszustände auf diesen Märkten berührt.

Zentrale Untersuchungsgröße ist im folgenden die Veränderung der Beschäftigung, die durch die Veränderung des realen Sozialprodukts repräsentiert werden kann. Von erheblicher Bedeutung für die Wirkungen der hier untersuchten staatlichen Maßnahme auf diese Größe ist die Frage, ob der Staat ein geplantes zusätzliches Defizit in Höhe eines bestimmten realen bzw. preisbereinigten Wertes oder lediglich in Höhe des Nominalwertes durchsetzen kann. In Höhe des gesamten realen Defizits nimmt der Staat einen Teil des volkswirtschaftlichen realen Produktionspotentials bzw. des realen Sozialprodukts in Anspruch. Gerade in jüngster Vergangenheit, in der Boomphase von 1970 bis 1973, hat sich in der Bundesrepublik gezeigt, daß der Staat seine geplanten realen Ansprüche letztlich nicht voll verwirklichen konnte, daß vielmehr die hohen Inflationsraten zwar die Nominalwerte der Defizite stark in die Höhe trieben, die geplanten realen Zuwächse jedoch zu einem großen Teil absorbierten⁴⁾.

Fehlendes Instrumentarium

Die hier vorgenommene Analyse beschränkt sich jedoch auf eine Konjunkturphase, wie sie zur Zeit in der Bundesrepublik zu beobachten ist. Die Summe der realen Ansprüche ist in dieser Phase, gesamtwirtschaftlich gesehen, weit geringer als das reale Produktionspotential es zuläßt, so daß, wiederum unter globalem gesamtwirtschaftlichem Aspekt, die Gefahr einer auch nur teilweisen Absorption eines geplanten realen zusätzlichen Defizits des Staates durch zusätzliche Inflationsimpulse nicht besonders groß ist. Hierbei wird

2) Zu dieser Debatte vgl. z. B. Jerome L. Stein: The Monetarist Criticism of the New Economics, in: Jerome L. Stein (Ed.): Monetarism, Studies in Monetary Economics, 1, Amsterdam, New York, Oxford 1976, S. 1-16.

3) Vgl. z. B. Karl Brunner, Allan H. Meltzer: An aggregative theory for a closed economy; Jerome L. Stein: Inside the monetarist black box; James Tobin, Willem Buiter: Long-run effects of fiscal and monetary policy on aggregate demand, in: Jerome L. Stein (Ed.): Monetarism, a. a. O., S. 69-336; Alan S. Blinder, Robert M. Solow: Does Fiscal Policy Matter?, in: Journal of Public Economics, Vol. 2, 1973, S. 318-337; Gustav Dieckheuer: Staatsverschuldung und wirtschaftliche Stabilisierung. Eine theoretische Analyse und eine ökonomische Studie für die Bundesrepublik Deutschland. Erscheint in Kürze in der Reihe „Schriften zur öffentlichen Verwaltung und öffentlichen Wirtschaft“, hrsg. von Peter Eichhorn und Peter Friedrich, Nomos Verlag, Baden-Baden.

4) Vgl. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1975, Ziffern 64 und 71.

bewußt der globale Aspekt betont. Auch in der gegenwärtigen Konjunkturphase in der Bundesrepublik gibt es Produktionsbereiche, in denen die Grenzen des Produktionspotentials erreicht oder gar überschritten sind, wie z. B. in der Automobilindustrie. Zur Vermeidung eines zusätzlichen Inflationsimpulses muß der Staat im Rahmen seiner Konjunkturpolitik daher bemüht sein, seine direkten realen Ansprüche, aber auch die hierdurch induzierten realen Ansprüche anderer volkswirtschaftlicher Sektoren, an das Produktionspotential der Engpaßbereiche so niedrig wie eben möglich zu halten. Das aber bedeutet auf jeden Fall eine Abkehr von der herkömmlichen globalen antizyklischen Konjunkturpolitik zugunsten einer am Auslastungsgrad der volkswirtschaftlichen Produktionsbereiche orientierten, also stärker sektoralen Politik.

Obwohl es in der Bundesrepublik leider immer noch an einem für eine solche Politik notwendigen, institutionell verankerten Instrumentarium fehlt, sei im folgenden einmal angenommen, der Staat wäre zu einer geeigneten sektoral orientierten Konjunkturpolitik tatsächlich in der Lage und könne deshalb in der hier untersuchten Konjunkturphase sein geplantes zusätzliches reales Defizit verwirklichen, ohne einen zusätzlichen Inflationsimpuls auszulösen.

Auswirkungen von Geldmengenerhöhungen

Zur Finanzierung des zusätzlichen staatlichen Defizits stehen die inländischen Geld- und Kapitalmärkte sowie entsprechende Märkte im Ausland zur Verfügung. Die Finanzierung auf dem inländischen Geldmarkt ist über eine Erhöhung der umlaufenden Zentralbankgeldmenge und/oder des Umlaufs kurzfristiger Staatstitel möglich, die in die Geldmarktregulierung der Zentralbank eingeschlossen und deshalb liquiditäts- bzw. geldnahe Anlagen sind. Eine Kreditaufnahme im Ausland impliziert ohne geeignete Neutralisierungsmaßnahmen der Zentralbank ebenfalls eine Erhöhung der umlaufenden Zentralbankgeldmenge.

Keynes und die keynesianische Theorie sind immer davon ausgegangen, daß in einer Rezessionsphase eine weitgehende Finanzierung staatlicher Budgetdefizite durch eine Kreditaufnahme bei der Zentralbank oder im Ausland oder durch Ausgabe liquiditätsnaher kurzfristiger Geldmarktpapiere, kurz durch Geldschöpfung, angebracht sei. Die an der Keynes'schen Theorie orientierte herkömmliche antizyklische Konjunkturpolitik ist dieser Empfehlung zumeist gefolgt. So wurde z. B. das im Rahmen der Rezessionsbekämpfung im Jahre 1967 in der Bundesrepublik entstandene Defizit des Staates fast vollständig durch eine direkte Kreditaufnahme bei der Bundesbank und durch

Ausgabe sehr kurzfristiger Geldmarktpapiere finanziert. Die staatliche Defizitfinanzierung kam damit einer expansiven Geldpolitik gleich.

Die auf eine starke Expansion der Geldmenge in einer Rezessionsphase und auf eine starke Kontraktion der Geldmenge in einer Boomphase gerichtete Geldpolitik einschließlich der Finanzierungspolitik des Staates wurde jedoch von den Monetaristen heftig kritisiert. Die Monetaristen konstatierten auf der Basis theoretischer und insbesondere empirischer Untersuchungen, daß eine antizyklisch orientierte Stop-and-go-Geldmengenspolitik nicht nur nicht im gewünschten Sinne wirkt, sondern sogar erhebliche nicht beabsichtigte konjunkturelle Störungen bewirken kann⁵⁾. So wurde gezeigt, daß eine überreichliche Versorgung der Wirtschaft mit Zentralbankgeld oder geldnahen Anlagen in einer Rezessionsphase nur geringe positive Beschäftigungsimpulse auszulösen vermag, daß aber die in der Rezessionsphase aufgebauten hohen Bestände an Zentralbankgeld und geldnahen Anlagen in einer Aufschwungsphase sehr schnell für zusätzliche Nachfrage aktiviert werden, und zwar so schnell, daß die Zentralbank jetzt mit Restriktionsmaßnahmen zu spät kommt und dadurch die Gefahr von Inflationsimpulsen sehr groß wird und daß äußerst restriktive geldpolitische Maßnahmen mit der Absicht einer Inflationsbekämpfung in der Boomphase nicht so sehr die Inflationsrate als vielmehr den Beschäftigungsstand reduzieren.

Neue Bundeshankpolitik

Angesichts dieser auch in der Bundesrepublik gemachten Erfahrungen wurde das Vertrauen in die Brauchbarkeit der herkömmlichen antizyklischen Geldpolitik stark erschüttert, und bei einer Weiterführung dieser Politik in der gegenwärtigen Konjunkturphase wäre ein starker negativer Einfluß auf die mittel- und längerfristig orientierten Ertragserwartungen der privaten Investoren und damit auf die private Investitionsneigung zu erwarten gewesen. Private Investoren haben nämlich in der Vergangenheit erfahren müssen, daß sich Investitionsprojekte nicht zuletzt wegen der oben skizzierten Folgen der antizyklischen Geldpolitik, nämlich einer Inflation mit anschließender Stabilisierungskrise, letztlich als unrentabel erwiesen haben.

Seit 1975 verfolgt die Deutsche Bundesbank deshalb in Abwendung von den keynesianischen und in erheblicher Annäherung an die monetaristischen Vorstellungen eine mittel- und längerfristig angelegte Politik eines vorangekündigten geplanten Wachstums der Zentralbankgeldmenge, das

⁵⁾ Vgl. z. B. Milton Friedman: The Role of Monetary Policy, in: The American Economic Review, Vol. 58, 1968, S. 1-17.

INTERNATIONALE ENTWICKLUNG

BERICHTE – FORSCHUNG – DOKUMENTE

Die Quartalshefte 1977/III und 1977/IV behandeln das Thema

„Internationale Politik und Entwicklung“

mit

- Quartalsbeiträgen u. a. von
Prof. Dr. Ulrich Albrecht
Prof. Dr. Hartmut Elsenhans
Botschafter Dr. Peter Jankowitsch
Doz. Dr. Hanspeter Neuhold
Doz. Dr. Georg Simonis
Prof. Dr. Rainer Tetzlaff
- Beiträgen zu „Entwicklung aktuell“ von
Prof. Dr. J.-M. Baumer
(Welt-Rohstoffpolitik)
André van Dam
(Nord-Süd-Dialog)
Bettina Hass-Hürni
(Wachstumsindikatoren)
Dieter Kampe
(Neue Weltwirtschaftsordnung)
- Nachrichten zum internationalen Geschehen
- Bibliographie zum Quartalsthema

Die Hefte 1978/I und 1978/II werden dem Thema „Alternativen und Entwicklung“, die Hefte 1978/III und 1978/IV dem Thema „Wissenschaft und Entwicklung“ gewidmet sein.

Preise: Jahresabonnement	S 150,—
(4 Hefte mit insgesamt 250 Seiten)	
Einzelhefte	je S 45,—
ab 5 Hefte	S 40,—
ab 10 Hefte	S 35,—
Studentenabonnement	S 100,—

Zu bestellen bei:

**ÖSTERREICHISCHE
FORSCHUNGSSTIFTUNG
FÜR ENTWICKLUNGSHILFE — ÖFSE**

Türkenstraße 3, A-1090 Wien

sich weitgehend am Wachstum des realen Produktionspotentials und nicht mehr so sehr an konjunkturell bedingten Beschäftigungsschwankungen orientiert⁶⁾. Eine solche Politik verlangt auch eine exakte Eingrenzung und Projektierung des potentiellen Wachstums der Zentralbankgeldmenge auf der Basis liquiditätsnaher Anlagen in Händen der privaten Wirtschaft. Eine Finanzierung staatlicher Defizite durch Zentralbankgeldschöpfung und Ausgabe von Geldmarktpapieren ist zwar im Rahmen des projektierten Wachstumsziels auch jetzt noch möglich und sinnvoll, doch sind die Grenzen dieser Finanzierung zur Zeit so eng gesteckt, daß hieraus der Finanzbedarf für die konjunkturpolitisch notwendigen Zusatzmaßnahmen ohnehin kaum gedeckt werden kann. Die weiteren Untersuchungen werden sich deshalb auf eine Betrachtung der in der gegenwärtigen Konjunkturphase realistischen Finanzierung durch eine Kreditaufnahme auf dem inländischen Kapitalmarkt beschränken.

Dem zusätzlichen Defizit des Staates entspricht somit eine zusätzliche Kreditnachfrage auf dem Kapitalmarkt oder, mit anderen Worten, eine zusätzliche Veränderung des Umlaufs an längerfristigen Staatsschuldtiteln. Auf die wichtigsten theoretischen Ansätze zur Analyse der Wirkungen eines so finanzierten zusätzlichen Defizits, auf deren Ergebnisse und deren Bedeutung für die aktuelle Situation in der Bundesrepublik soll jetzt näher eingegangen werden.

Die Realisierung eines zusätzlichen staatlichen Defizits auf den Gütermärkten kann vereinbar sein mit verschiedenen Entwicklungsrichtungen der privaten Nettoinvestitionen, des privaten Konsums sowie des Nettosozialprodukts zu Marktpreisen und damit der Beschäftigung. Nach den älteren oder klassischen Theorien werden mit der Entstehung eines (zusätzlichen) staatlichen Defizits, sofern mit dessen Finanzierung, wie hier angenommen wird, keine Geldschöpfung verbunden ist, das reale und das nominale Sozialprodukt sowie die Beschäftigung nicht verändert. Folglich wird hiernach z. B. eine defizitäre Staatsausgabenerhöhung vollständig zu Lasten der privaten Konsum- und/oder Investitionsausgaben realisiert. Man spricht dann auch von einem „Crowding-out“ privater durch staatliche Ausgaben⁷⁾. Die aus den Lehrbüchern bekannte Keynes'sche Theorie impliziert dagegen auf jeden Fall eine positive Veränderung des nominalen und des realen Sozialprodukts und somit auch der Beschäftigung. Keynes selber weist in seinen Werken jedoch wiederholt

⁶⁾ Vgl. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1975, Ziffern 402 ff.; ders.: Jahresgutachten 1976, Ziffern 172 ff. und 406 ff.

⁷⁾ Vgl. Roger W. Spencer, William P. Yohe: The "Crowding Out" of Private Expenditures by Fiscal Policy Actions, in: Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 52, Nr. 10, 1970, S. 12-24.

darauf hin, daß im Zuge der Entstehung eines staatlichen Defizits private Ertrags- und Zinserwartungen tangiert werden können und hierdurch die private Investitions- und/oder Liquiditätsneigung derart beeinflußt werden, daß es durchaus zu einem „Crowding-out“ privater durch staatliche Ausgaben kommen kann⁸⁾). Die monetaristische Theorie unterscheidet schließlich streng zwischen kurz- und längerfristigen Wirkungen einer kreditfinanzierten staatlichen Maßnahme und kommt, insbesondere auf der Basis empirischer Untersuchungen, zu dem Ergebnis, daß die hier untersuchte Defizitenstehung nur auf kurze Frist, konkret wird ein Zeitraum von 1 bis 1½ Jahren angegeben, einen positiven Beschäftigungseffekt bewirkt, längerfristig dagegen ein „Crowding-out“ stattfindet⁹⁾).

Klassische vs. Keynesche Theorie

Die genannten Ergebnisse resultieren aus der Berücksichtigung oder Nicht-Berücksichtigung bzw. aus einer mehr oder weniger starken Gewichtung der folgenden Faktoren¹⁰⁾:

der Zinselastizitäten der privaten Netto-Investitionsnachfrage und damit des Angebots an privaten Kapitalmarktpapieren sowie der privaten Ersparnisse und damit des privaten Konsums,

der Zinselastizitäten der Nachfrage nach Geld und geldnahen Anlagen, nach längerfristigen Staatsschuldtiteln und nach privaten Schuldtiteln sowie, in bezug auf die Zinselastizitäten, Substitutionelastizitäten zwischen den Märkten der genannten Anlagen,

der Vermögenselastizitäten der Nachfrage nach Geld und geldnahen Anlagen sowie nach staatlichen und privaten Kapitalmarktpapieren, eventuell der Vermögenselastizität der privaten Konsumnachfrage,

der Ertragserwartungen im Rahmen der privaten Netto-Investitionsnachfrage sowie Zinserwartungen im Rahmen der Nachfrage nach Kapitalmarktanlagen bzw. der Nachfrage nach Geld und geldnahen Anlagen,

des zeitlichen Horizonts im Rahmen der Finanzierungsphase eines staatlichen Defizits.

Im folgenden sei, wie in den meisten theoretischen Ansätzen, angenommen, daß zwischen den längerfristigen staatlichen und privaten Schuldtiteln eine

vollkommene Substitutionsbeziehung besteht und daß auf dem Kapitalmarkt deshalb ein einheitliches Zinsniveau zustande kommt oder, was der Realität ein wenig mehr entspricht, daß zwischen dem Zinssatz für Staatsschuldtitel und dem Zinssatz für private Kapitalmarktpapiere eine feste positive Beziehung besteht. Unterschiedliche Veränderungen der Zinsstruktur und deren Bedeutung für die hier untersuchte Problemstellung können dann vernachlässigt werden.

Die oben genannten Ergebnisse der klassischen Theorie resultieren, was den hier relevanten Bereich dieser Theorie angeht, aus der Annahme, daß Geld ausschließlich zu Transaktionszwecken und keineswegs zu spekulativen Zwecken bzw. in Form des sogenannten „idle money“ gehalten wird und daß die Zinselastizität der Geldnachfrage deshalb Null ist. Bei einem Zinsanstieg auf dem Kapitalmarkt kann folglich auch kein Geld zur Anlage auf dem Kapitalmarkt, also für eine zusätzliche Nachfrage nach Kapitalmarktpapieren, aktiviert werden. Die zur Durchführung der zusätzlichen staatlichen Maßnahme, z. B. einer Staatsausgabenerhöhung, erforderlichen Finanzierungsmittel können dann nur über eine Reduktion des privaten Kapitalbedarfs und/oder über eine Erhöhung der privaten Ersparnisse aus einem gegebenen Einkommen (jeweils im Vergleich zur Situation vor oder ohne Einsatz der staatlichen Maßnahme) zur Verfügung gestellt werden. Da in der klassischen Theorie eine negative Zinselastizität der privaten Investitionsnachfrage und eine positive Zinselastizität der privaten Ersparnisse angenommen werden, wird der zusätzliche staatliche Kapitalbedarf wegen des hiermit verbundenen Zinsanstiegs aus beiden Quellen gedeckt. Das impliziert eine Verringerung der Summe der privaten Nettoinvestitionen und des privaten Konsums um den Betrag des zusätzlichen staatlichen Finanzierungsbedarfs und somit der Staatsausgabenerhöhung.

Die klassische Annahme einer ausschließlich auf Transaktionszwecke gerichteten Geldhaltung ist jedoch zumindest in der gegenwärtigen Konjunkturphase in der Bundesrepublik nicht haltbar. Als eine Alternative zur Anlage auf dem Kapitalmarkt dient in der Bundesrepublik nicht nur Zentralbankgeld oder eine irgendwie definierte Geldmenge, sondern auch und sogar insbesondere der Bestand an geldnahen Anlagen, der im wesentlichen die freien Liquiditätsreserven der Kreditinstitute umfaßt. Der Bestand an geldnahen Anlagen in Händen der privaten Wirtschaft, insbesondere an freien Liquiditätsreserven in Händen der Kreditinstitute, ist aber gerade in der augenblicklichen Konjunkturphase in der Bundesrepublik so hoch, daß damit ein beträchtlicher potentieller Aktivierungsbetrag für den Kapitalmarkt vorhanden zu

⁸⁾ John Maynard Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York 1936, S. 120. Vgl. auch Daniel Throop Smith: *Is Deficit Spending Practical?*, in: *Harvard Business Review*, Vol. 18, 1939, S. 38 f.

⁹⁾ Vgl. z. B. Leonall C. Andersen, Keith M. Carlson: *A Monetarist Model for Economic Stabilization*, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, Vol. 52, 1970, S. 7-25, insbesondere S. 11.

¹⁰⁾ Ausführliche theoretische und empirische Untersuchungen zum Einfluß dieser Faktoren in: Gustav Dieckheuer: *Staatsverschuldung und wirtschaftliche Stabilisierung*, a. a. O.

sein scheint, ein Betrag, der zur Zeit von seiten der privaten Wirtschaft auf keinen Fall für Transaktionszwecke auf den Gütermärkten Verwendung finden kann.

In der aus den Lehrbüchern bekannten Keyneschen Theorie und in der postkeynesianischen Theorie, die lange Zeit als Grundlage konjunkturpolitischer Entscheidungen und Handelns dienten, geht man davon aus, daß diese Mittel im Zuge von mehr oder weniger starken Zinserhöhungen am Kapitalmarkt allmählich für ein zusätzliches Kapitalangebot bzw. eine zusätzliche Nachfrage nach Kapitalmarktpapieren aktiviert werden und daß folglich die zur Durchführung einer zusätzlichen Konjunkturmaßnahme erforderlichen Finanzierungsmittel wenigstens zum Teil aus diesem Aktivierungspotential zur Verfügung gestellt werden. Die Bereitstellung des zusätzlichen staatlichen Finanzierungsbedarfs erfordert hiernach auf keinen Fall eine entsprechend hohe Einschränkung der privaten Ausgaben für Investitionen und/oder Konsum, so daß die kreditfinanzierte staatliche Maßnahme einen positiven Einkommens- und Beschäftigungseffekt impliziert. Im Falle eines sehr hohen Aktivierungspotentials in Form von Geld und geldnahen Anlagen besteht nach diesen Theorien sogar die Möglichkeit, daß ein beträchtlicher zusätzlicher Finanzierungsbedarf des Staates ohne einen nennenswerten Anstieg des Kapitalmarktzinses gedeckt wird und daß der zinselastische Teil der privaten Investitionsnachfrage nur unerheblich verringert wird.

Konjunkturpolitische Empfehlung

Zwei wichtige Faktoren, die Veränderungen von Ertragserwartungen im Bereich der privaten Investitionsnachfrage und von Zinserwartungen im Bereich des privaten Kapitalangebots bzw. der privaten Nachfrage nach Kapitalmarktpapieren, die gerade in den Jahren von 1975 bis 1977 in der Bundesrepublik von erheblicher Bedeutung gewesen sein dürften, werden allerdings in den herkömmlichen Darstellungen der Keyneschen Theorie zumeist vernachlässigt¹¹⁾.

Wie auch der Sachverständigenrat in seinem Gutachten 1975 feststellte, ist zu vermuten, daß die Entstehung außerordentlich hoher Defizite des Staates insbesondere im Jahre 1975 eine beträchtliche Verringerung der privaten Investitionsneigung verursacht hat. Die Begründung hierfür kann in der Furcht privater Investoren gesehen werden, daß die Ausweitung der Ansprüche des Staates an das reale Sozialprodukt auch über die kurze, konjunkturpolitisch vertretbare und sogar notwendige Frist hinaus anhalten und dadurch

die Inflation, wie schon in der Zeit zwischen 1970 und 1974, beschleunigt werden könnte und daß die Inflationsbeschleunigung ihrerseits einen erneuten starken Lohnkostendruck verursachen und zudem, wie schon 1974, eine erneute, vor allem durch eine restriktive Geldpolitik bewirkte Stabilisierungskrise erforderlich machen könnte. Solche Befürchtungen dämpfen ohne Zweifel die auf lange Fristen ausgerichteten Ertragserwartungen privater Investoren¹²⁾.

In diesem Zusammenhang spielt die eingangs getroffene Unterscheidung zwischen konjunkturellen und strukturellen Defiziten des Staates eine entscheidende Rolle. Denn nur in Verbindung mit der Entstehung zusätzlicher struktureller Defizite ist die Furcht vor zusätzlichen staatlichen Ansprüchen an das reale Sozialprodukt begründet, die auch nach Überwindung der Konjunkturkrise aufrechterhalten werden. Um die Ertragserwartungen der privaten Investoren nicht im negativen, sondern im positiven Sinne zu beeinflussen, so wie es die Intention jeder wirtschaftspolitischen Maßnahme in der gegenwärtigen Konjunkturphase sein sollte, ist es unbedingt erforderlich, die Entstehung zusätzlicher struktureller Defizite strikt zu vermeiden und die dringender konjunkturpolitischen Zusatzmaßnahmen ausschließlich auf der Grundlage konjunktureller also auf die gegenwärtige Konjunkturphase beschränkter Defizite durchzuführen. Jede unter dem Deckmantel der Konjunkturpolitik durchgesetzte Daueretablierung zusätzlicher staatlicher Ansprüche auf das reale Sozialprodukt birgt trotz des zur Zeit ausreichend vorhandenen Produktionspotentials die Gefahr einer Verschärfung der gegenwärtigen Beschäftigungskrise in sich.

Warnende Erfahrungen

Die oben genannten Zinserwartungen im Bereich des privaten Kapitalangebots hängen ebenfalls entscheidend von der Art der (zusätzlichen) staatlichen Defizite ab. Zusätzliche Maßnahmen des Staates, die in der gegenwärtigen Konjunkturphase mit strukturellen Defiziten verbunden sind, lassen für eine zukünftige Aufschwungs- und Vollbeschäftigungsphase eine zu starke Beanspruchung des Kapitalmarktes erwarten. Mit der nicht als reversibel vorgesehenen strukturellen Defiziten des Staates scheint ein erheblicher Zinsanstieg deshalb bereits vorprogrammiert zu sein. Es ist zu vermuten, daß die auf die Zukunft gerichteten Zinserwartungen der privaten Anleger auf dem Kapitalmarkt hierdurch entscheidend geprägt werden und daß mit der Entstehung zusätzlicher struktureller Defizite des Staates ein Anstieg der Liquiditätsneigung verbunden ist, der die Deckung

¹¹⁾ Keynes selber hebt allerdings die Rolle der Ertrags- und Zinserwartungen hervor. Vgl. John Maynard Keynes: *The General Theory* . . . , a. a. O., S. 120.

¹²⁾ Vgl. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1975, insbesondere Ziffer 228; ders.: Jahresgutachten 1976, Ziffer 202.

des zusätzlichen staatlichen Finanzierungsbedarfs nur um den Preis relativ starker Zinserhöhungen zuläßt. Ein warnendes Beispiel sind hier die Erfahrungen aus der Mitte des Jahres 1975, als die Deutsche Bundesbank entgegen ihrem weiteren oben geschilderten geldpolitischen Kurs gezwungen war, als Käufer von Staatsschuldtiteln am Kapitalmarkt aufzutreten, um so einen trotz der rezessiven Wirtschaftsentwicklung und trotz der relativ hohen Bestände an freien Liquiditätsreserven bei den Kreditinstituten einsetzenden Zinsanstieg zu verhindern¹³⁾.

Wenn auch das außergewöhnlich hohe Zinsniveau der Jahre 1973 und 1974, das noch 1975 als wesentliche Orientierungsgröße für die Zinserwartungen diente, mehr und mehr in die Vergangenheit rückt und die Zinserwartungen inzwischen zweifellos erheblich nach unten korrigiert wurden, sollte die beschriebene Wirkung (zusätzlicher) struktureller Defizite des Staates auf die Liquiditätsneigung und damit auf das Zinsniveau am Kapitalmarkt auch in der gegenwärtigen Situation nicht unterschätzt werden. Auch eine Dämpfung der augenblicklichen Zinssenkungstendenz als Folge eines zusätzlichen strukturellen Defizits ist konjunkturpolitisch unerwünscht.

Langfristige Effekte

Ein für die Beschäftigungswirkungen einer kreditfinanzierten staatlichen Maßnahme wichtiger Aspekt, der im Rahmen neuerer portfolio-theoretischer Modelle Beachtung gefunden hat und der für die monetaristische Begründung eines langfristigen „Crowding-out-Effektes“ zusätzlicher staatlicher Defizite von erheblicher Bedeutung ist, wurde bisher noch nicht berücksichtigt. Zur Erfassung dieses Aspektes muß zwischen der nur kurzfristig relevanten Entstehungsphase eines zusätzlichen staatlichen Defizits, die allerdings bereits einen Finanzierungsvorgang einschließt, und der langfristig relevanten reinen Finanzierungsphase unterschieden werden. Wie oben deutlich geworden ist, löst die Entstehung eines zusätzlichen staatlichen Defizits, z. B. aufgrund einer Staatsausgabenerhöhung, die ja zugleich mit einem Vorgang der Finanzierung dieses Defizits verbunden ist, direkte Effekte und hierdurch bewirkte Anpassungsvorgänge auf den Güter-, Geld- und Kapitalmärkten der Volkswirtschaft aus, die insbesondere in Abhängigkeit von den Zinselastizitäten der Nachfrage auf diesen Märkten und von Veränderungen der Ertrags- und Zinserwartungen privater Investoren und Kapitalanbieter entsprechend der Keyneschen Theorie mehr oder weniger starke positive Beschäftigungseffekte oder entsprechend der klassischen Theorie ein

„Crowding-out“ privater Ausgaben in Höhe der zusätzlichen Staatsausgaben implizieren. Der Zeitraum, in dem diese direkten Effekte und Anpassungsvorgänge abgeschlossen sind, sei als die Entstehungsphase des zusätzlichen Defizits oder als die erste Periode der Finanzierung des zusätzlichen Defizits bezeichnet.

Nach der klassischen Theorie sind mit der Entstehung des zusätzlichen Defizits während der ersten Periode keine zusätzlichen einkommensinduzierten Steuereinnahmen verbunden, nach der Keyneschen Theorie können solche Steuereinnahmen zwar entstehen, sie reichen aber auf keinen Fall aus, um das zu Beginn der ersten Periode entstandene Defizit vollständig zu kompensieren. Folglich bleibt nach beiden Theorien nach Abschluß der ersten Periode ein staatliches Defizit bestehen, das ursächlich auf das zusätzliche Defizit zu Beginn der ersten Periode zurückzuführen ist. Unter der Voraussetzung, daß die staatliche Maßnahme, die zu Beginn der ersten Periode zur Entstehung des zusätzlichen Defizits geführt hatte, in der folgenden Periode nicht rückgängig gemacht wird, ist das jetzt noch bestehende Defizit also wiederum auf dem Kapitalmarkt zu finanzieren. Der mit dieser zweiten Periode beginnende Zeitraum sei als reine Finanzierungsphase des zusätzlichen Defizits bezeichnet.

Nach der klassischen und nach der Keyneschen Theorie steht dem zusätzlichen Finanzierungsbedarf (im Vergleich zur Situation ohne die untersuchte staatliche Zusatzmaßnahme zu Beginn der ersten Periode) in der zweiten Periode a priori ein gleich hohes privates Kapitalangebot aus der bereits in der ersten Periode induzierten zusätzlichen privaten Ersparnis und/oder wegen des bereits in der ersten Periode auf ein niedrigeres Niveau gesenkten privaten Kapitalnachfrage (Investitionsnachfrage) gegenüber. Folglich ist der Kapitalmarkt ceteris paribus a priori im Gleichgewicht, so daß in der zweiten Periode auch keine weiteren Zins- und Beschäftigungseffekte ausgelöst werden. Das gilt ceteris paribus auch für alle weiteren Perioden. Das zum Ende der ersten Periode noch bestehende zusätzliche Defizit wird somit ceteris paribus in allen Perioden der reinen Finanzierungsphase nicht verändert, löst aber auch keinerlei zusätzliche Zins- und Beschäftigungseffekte aus.

Portfolio-Theorie

Dieses Ergebnis impliziert, daß die privaten Wirtschaftssubjekte den Anteil der zusätzlichen Staatsschuldtitel an ihrem gesamten zusätzlichen Vermögen, das hier Zentralbankgeld, geldnahe Anlagen und Kapitalmarktanlagen umfaßt, von Periode zu Periode erhöhen, ohne daß hierzu zusätzliche Zinsanreize gegeben werden. Ein sol-

¹³⁾ Vgl. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1975, Ziffern 179, 180, Ziffern 194 ff.; ders.: Jahresgutachten 1976, Ziffern 191 ff.

ches Ergebnis weisen die Monetaristen entschieden zurück, und es zeigt sich im Rahmen der Portfolio-Theorie lediglich als ein Spezialfall.

Nach der Portfolio-Theorie, die zugleich Bestandteil der monetaristischen Theorie ist, nehmen die privaten Sparer unter Berücksichtigung von Ertrags- und Risikogesichtspunkten stets eine Diversifizierung ihres aus der Ersparnis gebildeten zusätzlichen Vermögens vor¹⁴). Sie sind hiernach in der Regel nicht bereit, zusätzliches Vermögen ausschließlich in Form einer bestimmten Anlageart, z. B. ausschließlich durch Aufstockung ihrer Bestände an Staatsschuldtiteln, zu bilden, ohne daß sich die Zins-Risiko-Relation dieser Anlage im Vergleich zur entsprechenden Relation anderer Anlagen verbessert. Selbst wenn das Risiko einer Anlage in Staatsschuldtitel, z. B. das Risiko zukünftiger Kursverluste, unverändert bleibt, impliziert dieser theoretische Ansatz auch in jeder Periode der reinen Finanzierungsphase, in der, aus der Entstehung des zusätzlichen staatlichen Defizits zu Beginn der Entstehungsphase resultierend, zusätzliche private Ersparnisse gebildet werden und ein noch weiterhin zu finanzierendes zusätzliches staatliches Defizit besteht, einen Zinsanstieg. Im Falle einer zinselastischen privaten Investitionsnachfrage resultiert daraus ceteris paribus in jeder Periode der Finanzierungsphase ein negativer Effekt auf die Beschäftigung.

Der Zinsanstieg und somit der negative Beschäftigungseffekt werden noch verstärkt, wenn mit zunehmendem (zusätzlichem) Bestand an Staatsschuldtiteln z. B. das Risiko zukünftiger Kursverluste steigt. Dieser Aspekt wird, wie bereits erläutert, von Keynes selber im Einfluß sich verändernder Zinserwartungen auf die private Liquiditätsneigung im Rahmen der Entstehungsphase des zusätzlichen staatlichen Defizits berücksichtigt. Die Zins- bzw. Risikoeurwartungen sind jedoch auch darüber hinaus in jeder Periode der reinen Finanzierungsphase von erheblicher Bedeutung.

Empirische Ergebnisse der Monetaristen

Mit der hier skizzierten theoretischen Konzeption läßt sich auch die schon genannte empirische Feststellung der Monetaristen begründen, daß ein positiver Beschäftigungseffekt aus der Entstehung eines zusätzlichen staatlichen Defizits, so wie er sich nach der herkömmlichen Keynesschen Theorie ergibt, nur von kurzer Dauer ist, daß dieser Effekt längerfristig jedoch durch entgegengerichtete Beschäftigungseffekte kompensiert wird¹⁵). Welche Bedeutung aber hat diese Konzeption für die aktuelle konjunkturpolitische Situation in der Bundesrepublik?

Ob und über welchen Zeitraum die reine Finanzierungsphase überhaupt relevant ist, hängt, wie

schon angedeutet wurde, davon ab, ob und, falls ja, wann die staatliche Maßnahme, die zu Beginn der Entstehungsphase ein zusätzliches Defizit implizierte, ausgesetzt bzw. rückgängig gemacht wird. Eine Maßnahme, die lediglich ein zusätzliches konjunkturelles Defizit, also ein einmaliges oder höchstens auf die Dauer der rezessiven Konjunkturphase beschränktes Defizit impliziert, schließt die geschilderten langfristigen Effekte aus, wenn diese Konjunkturphase auch tatsächlich in einer relativ kurzen Zeit überwunden wird. Die gegenwärtige Beschäftigungskrise in der Bundesrepublik erweist sich allerdings als sehr resistent, so daß die Notwendigkeit zur Beibehaltung (zusätzlicher) konjunktureller Defizite des Staates über einen längeren Zeitraum, vermutlich noch weit über das Jahr 1977 hinaus, besteht. Trifft die empirische Beobachtung der Monetaristen zu, daß die vollständige Kompensation anfänglicher positiver Beschäftigungseffekte eines am Kapitalmarkt finanzierten zusätzlichen Defizits des Staates bereits nach einem Zeitraum von vier bis sechs Vierteljahre eintritt, so könnten die negativen Beschäftigungseffekte in der reinen Finanzierungsphase auch im Rahmen lediglich konjunktureller zusätzlicher Defizite in der Bundesrepublik zur Zeit von Bedeutung sein. Im Rahmen struktureller, also von vornherein auf längere Dauer vorgesehener zusätzlicher Defizite müßten die negativen Beschäftigungseffekte der Finanzierungsphase hier nach auf jeden Fall zum Tragen kommen.

Die empirischen Ergebnisse der Monetaristen sind allerdings sehr umstritten; sie wurden zum einen ohne eine differenzierte Betrachtung verschiedener Konjunkturphasen während des Untersuchungszeitraums gewonnen, und es ist andererseits zweifelhaft, ob die für die USA ermittelten Ergebnisse wegen der andersartigen institutionellen Gegebenheiten insbesondere auf den monetären Märkten für die Bundesrepublik gleichermaßen gültig sind. Wie schon weiter oben bemerkt wurde, verfügt die private Wirtschaft einschließlich der Kreditinstitute in der gegenwärtigen Konjunkturphase in der Bundesrepublik über relativ hohe Bestände an geldnahen Anlagen, so daß deshalb eine sehr hohe positive Zinselastizität der privaten Nachfrage nach Kapitalmarktpapieren (dem entspricht eine sehr hohe negative Zinselastizität der Nachfrage auf dem Geldmarkt) vermutet werden kann. Die in der reinen Finanzierungsphase eines zusätzlichen konjunkturellen oder strukturellen Defizits ceteris paribus auftretenden Zinssteigerungen auf dem Kapitalmarkt können auf dieser Basis zwangsläufig nur sehr

¹⁴) Vgl. James Tobin: The Theory of Portfolio Selection, in: F. H. Hahn, F. P. R. Brechling (Eds.): The Theory of Interest Rates, New York 1966, S. 3-51.

¹⁵) Vgl. Leonall C. Andersen, Keith M. Carlson: A Monetarist Model, a. a. O.; Milton Friedman: A Theoretical Framework for Monetary Analysis, in: R. Gordon (Ed.): Milton Friedman's Monetary Framework, Chicago 1974, insbesondere S. 147.

gering sein, sofern es in dieser Phase nicht infolge von Änderungen der Zinserwartungen zu gravierenden Erhöhungen der privaten Liquiditätsneigung kommt. Hier ist noch einmal zu betonen, daß die Gefahr solcher Änderungen der Zinserwartungen insbesondere bei (zusätzlichen) strukturellen Defiziten des Staates relativ groß ist. Im Falle konjunktureller Defizite dürften sich allerdings die nach dem Portfolio-Ansatz möglichen negativen Beschäftigungseffekte der reinen Finanzierungsphase, sofern sie überhaupt auftreten, in der gegenwärtigen konjunkturellen Situation der Bundesrepublik in engen Grenzen halten.

Chancen und Risiken

Die Diskussion der theoretischen Ansätze und deren Konfrontation mit den aktuellen Gegebenheiten in der Bundesrepublik führt also letztlich zu dem Ergebnis, daß die Möglichkeiten und Chancen für nicht nur sehr kurzfristig, sondern auch längerfristig anhaltende positive Beschäftigungseffekte einer zusätzlichen am Kapitalmarkt finanzierten Maßnahme des Staates in der gegenwärtigen Konjunkturphase als durchaus günstig zu bezeichnen sind, wenn, und das ist eine wesentliche Bedingung, diese Maßnahme mit einem konjunkturellen und nicht mit einem strukturellen Defizit verbunden ist. Für eine Analyse der Beschäftigungswirkungen eines (zusätzlichen) konjunkturellen Defizits des Staates in einer rezessiven Konjunkturphase scheint die Keynes'sche Theorie, auch wenn sie für eine exakte quantitative Analyse ergänzungsbedürftig ist, nach wie vor eine brauchbare Orientierungshilfe zu sein. Für eine Beurteilung der Beschäftigungswirkungen eines (zusätzlichen) strukturellen Defizits dürften sich dagegen eher die monetaristische Theorie und deren Ergebnisse anbieten.

Die wesentlichen Risiken einer kreditfinanzierten staatlichen Stabilisierungspolitik wurden in den vorangegangenen Untersuchungen bereits implizit angesprochen. Erfolgt eine (zusätzliche) vermeintliche Stabilisierungspolitik auf der Basis struktureller Defizite und bestätigt sich dabei die Vermutung, daß die private Ausgabenneigung stark reduziert und die private Liquiditätsneigung stark erhöht werden, dann begibt sich die Konjunkturpolitik in einen *circulus vitiosus*, der eine ständige und sogar zunehmende staatliche Kreditaufnahme impliziert, aber nicht aus der Rezession herausführt, und es besteht die Gefahr, daß die dann als wirkungslos angenommene Konjunkturpolitik schließlich durch nicht marktkonforme Eingriffe oder durch eine völlige konjunkturpolitische Abstinenz des Staates ersetzt wird. Bevor das mögliche Versagen einer kreditfinanzierten Konjunkturpolitik dem Fehlen adäquater Mittel angelastet wird, sollte auf jeden Fall zuerst geprüft

werden, ob das Versagen nicht auf einen nicht adäquaten Einsatz vorhandener Mittel zurückzuführen ist.

Bisher war nur von den Möglichkeiten und Risiken einer kreditfinanzierten Stabilisierungspolitik in einer rezessiven Konjunkturphase die Rede. Auch im Gefolge einer ausschließlich auf der Basis konjunktureller Defizite betriebenen Antirezessionspolitik können sich jedoch in der erwarteten anschließenden Aufschwungs- und Vollbeschäftigungsphase Risiken für gesamtwirtschaftliche Ziele ergeben. Müssen die Mittel einer kreditfinanzierten Konjunkturpolitik zur Rezessionsbekämpfung über eine lange Zeit beansprucht werden, so wie es zur Zeit in der Bundesrepublik der Fall ist, so kommt es infolge der langen Akkumulation von Defiziten zu einer relativ starken Zunahme der ausstehenden Staatsschuld, die auch nach Überwindung der Rezessionsphase nicht wieder abgebaut werden kann. Daraus resultieren zusätzliche Zinsausgaben, die die öffentlichen Haushalte auf Dauer belasten.

Wenn vermieden werden soll, daß die Summe der Ansprüche aller Sektoren an das reale Sozialprodukt das vorhandene reale Produktionspotential in der Aufschwungs- und Vollbeschäftigungsphase übersteigt, daß so ein erneuter Inflationsimpuls ausgelöst wird und eine Gefährdung des gerade erreichten Stabilisierungserfolges eintritt, müssen die zusätzlichen Zinsausgaben durch Einschränkung von Staatsausgaben und/oder durch Steuererhöhungen kompensiert werden. Die Erfahrungen zeigen aber, daß Politiker und einflußreiche gesellschaftliche Gruppen gerade in Aufschwungs- und Vollbeschäftigungsphasen kaum Bereitschaft zu solchen Maßnahmen zeigen und daß deshalb die Gefahr einer dann strukturellen Defizitfinanzierung auf dem Kapitalmarkt besonders groß ist.

Daß sich hier ein durchaus relevantes Problem anbahnt, zeigt die Tatsache, daß den öffentlichen Haushalten allein aus der Zunahme der Staatsschuld zwischen 1975 und 1977 zusätzliche Zinsausgaben in Höhe von etwa 10 Mrd. DM pro Jahr erwachsen, ein Betrag, der nach Überwindung der Rezession ausreicht, einen kräftigen Inflationsimpuls auszulösen, sofern nicht eine entsprechende Budgetkompensation erfolgt. Ein solcher Impuls stellt aber eine erneute Gefahr für den Beschäftigungsstand dar.

Von einer Rezessionsüberwindung dürfte allerdings auch zum Ende dieses Jahres noch nicht die Rede sein. Die Zinsausgaben des Staates werden also weiter steigen und zukünftige Haushalte auf längere Zeit relativ stark belasten. Auch in einer möglicherweise wiedererreichten Vollbeschäftigungsphase werden somit die Rezessionswehen nachwirken. Der Staat sollte sich schon jetzt darauf einstellen.