

Leibfritz, Willi

Article — Digitized Version

## Finanzpolitik und Geldpolitik - zwei feindliche Schwestern?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Leibfritz, Willi (1994) : Finanzpolitik und Geldpolitik - zwei feindliche Schwestern?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 74, Iss. 7, pp. 345-351

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137143>

**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.*

Willi Leibfritz

## Finanzpolitik und Geldpolitik – zwei feindliche Schwestern?

Die möglichen Konflikte zwischen Geldpolitik und Finanzpolitik gehören zu den klassischen Themen der Wirtschaftspolitik. Man könnte daher meinen, daß eine Lösung, wie Konflikte zwischen diesen beiden Politikbereichen verhindert werden können, längst gefunden sei. Sollte es dennoch zu solchen Konflikten kommen, dann nur deshalb, weil die Politiker dem weisen Rat der Ökonomen nicht folgten. Und, so könnte man weiter folgern, da in einer Demokratie die Politiker gewählt werden, sind wirtschaftspolitische Konfliktsituationen, jedenfalls soweit sie von der Finanzpolitik verursacht sind, letztlich Ausfluß einer gewissen Gefälligkeitsdemokratie, eines zu geringen gesamtwirtschaftlichen Verständnisses und einer zu kurzen Sichtweise der Öffentlichkeit. Für diese Argumentation spricht sicher einiges. Doch man sollte auch die Probleme in die Überlegungen einbeziehen, die die Ökonomen mit der Analyse der Wirtschaftspolitik, konkret der Stabilisierungspolitik, haben.

Denn es gibt unter den Ökonomen eine erhebliche Unsicherheit, ja Streit, über die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der jeweiligen Finanz- und Geldpolitik. Diese Unsicherheit über die Wirkungsmechanismen kann zusammen mit den generellen Prognoseunsicherheiten dazu führen, daß Konflikte zu spät erkannt werden. Es stellt sich also zum einen die Frage nach den gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der Geld- und Finanzpolitik und zum anderen nach der Qualität der Indikatoren, die wir zu ihrer Beurteilung verwenden. Diese Diskussion über den angemessenen Policy-mix und die entsprechenden Beurteilungsindikatoren wurde Ende der sechziger und in den frühen siebziger Jahren im Übermaß geführt. Damals war bekanntlich keynesianisches „demand management“ en vogue, wofür Karl Schiller den deutschen Begriff Globalsteuerung prägte.

Die Aufgaben der Konjunkturpolitik waren klar verteilt: Die Geldpolitik war in erster Linie für die Preisstabilität zuständig; das ist sie auch heute noch. Die Finanzpolitik war vor allem gefordert, wenn Arbeitslosigkeit auftrat. Sie hätte nach früherer Auffassung also gegenwärtig viel zu tun, und zwar in der expansiven Richtung. Dies allerdings nur, wenn wir es vorwiegend mit einer konjunkturellen, nicht strukturellen Arbeitslosigkeit zu tun hätten und wenn eine expansive Finanzpolitik wirklich ein Garant für eine bessere Konjunktur wäre. Die Meinungen darüber, wie hoch gegenwärtig der Anteil der konjunkturellen und der strukturellen Arbeitslosigkeit ist, sind geteilt. Die OECD schätzt für Westdeutschland den Anteil der strukturellen Arbeitslosigkeit an der gesamten Arbeitslosigkeit auf 60% bis 80%. Tobin, der ja eher auf der keynesianischen Linie liegt, hat mit Hinweis auf Berechnungen von Solow gemeint, daß im Durchschnitt Europas deutlich weniger, nämlich nur die Hälfte der Arbeitslosigkeit struktureller Natur sei. Es gibt also auch hier ein Quantifizierungsproblem.

In der Vergangenheit, als man den Anteil der konjunkturellen Arbeitslosigkeit an der gesamten Arbeitslosigkeit noch wesentlich höher ansetzte als heute und kaum von der strukturellen Arbeitslosigkeit sprach, war man auch geneigt, es bei steigender Arbeitslosigkeit mit der Inflationsbekämpfung nicht mehr so genau zu nehmen. Zum einen vermutete man bei den Privaten eine Geldillusion, die sicherstelle, daß eine expansive Nachfragepolitik zu einem Anstieg der realen Nachfrage und nicht lediglich zu höheren Preisen führe. Stiegen aber die Preise, so verwies man auf den sogenannten Phillipskurven-Zusammenhang, daß nämlich mit etwas mehr Preissteigerungen mehr Beschäftigung eingekauft werden könne. Bei der damaligen Philosophie war es also relativ einfach, eine Konfliktsituation zwischen Finanz- und Geldpolitik zu identifizieren, nämlich eine Situation, in der die Finanzpolitik zur Nachfragebelebung expansiv agierte und die Geldpolitik zur Inflationsbekämpfung noch oder schon wieder eine Kontraktionspolitik betrieb, oder auch, wenn die Finanzpolitik in der Rezession versuchte, das Budgetdefizit zu senken, und damit die Nachfrage dämpfte und gleichzeitige Lockerungen der Geldpolitik

---

*Dr. Willi Leibfritz, 52, ist Leiter der Public Economics Division der OECD in Paris. Zuvor leitete er die Abteilung Gesamtwirtschaftliche Analysen des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung in München. Der Autor bringt seine persönliche Meinung zum Ausdruck.*

unwirksam blieben. Der Grund hierfür ist das Wirksamwerden der keynesianischen Liquiditätsfalle (liquidity trap). Es war die Situation, in der man nach dem Bild von Karl Schiller die Pferde, sprich Investoren, an den Brunnen, sprich niedrige Zinsen, führte, diese sich aber zu saufen weigerten.

Manche sahen – und sehen – in der im Konjunkturabschwung zu restriktiven Geldpolitik das eigentliche Problem. Nach dieser Meinung ist die im Abschwung zu restriktive Geldpolitik die eigentliche Ursache für die Rezession und den Anstieg der Staatsdefizite. Auch eine noch so gut gemeinte staatliche Sparpolitik kann nach dieser Auffassung das Staatsdefizit in der Rezession nicht senken. Jede Senkung des strukturellen Teils des Defizits wird danach mit einer Erhöhung des konjunkturbedingten Defizits bestraft. Heute haben wir in den meisten OECD-Ländern (mit der Ausnahme Japan) eine auf Haushaltskonsolidierung ausgerichtete Finanzpolitik.

#### Bewertung der Haushaltskonsolidierung

In Deutschland und in anderen Ländern, wo nach der früher herrschenden Meinung in der Rezession ein finanzpolitischer Sparkurs bei gleichzeitiger Lockerung der Geldpolitik als Konfliktkonstellation gegolten hätte, ist dies nach der heute herrschenden Meinung keineswegs der Fall. Heute wird also trotz Rezession die Haushaltskonsolidierung gelobt: von den Wirtschaftsforschungsinstituten – zumindest von der Mehrheit der Institute –, von der OECD, dem IWF und natürlich auch von der Bundesbank. Im jüngsten Geschäftsbericht der Bundesbank<sup>1</sup> heißt es dazu: „Zwar dämpfen die Sparmaßnahmen die mit staatlichen Ausgaben unmittelbar verbundene Nachfrage, jedoch wären durch nochmals höhere Defizite Befürchtungen geweckt worden, daß künftig die Abgaben noch weiter angehoben werden müßten, negative Auswirkungen auf die Standortbedingungen und die Preisentwicklung wären die unmittelbare Folge. Auch für die Einschätzung der Perspektiven am Kapitalmarkt und damit für die Entwicklung der für Investitionen wichtigen langfristigen Zinsen ist die Aussicht darauf, daß die öffentliche Neuverschuldung mittelfristig wieder zurückgeführt wird, ein bedeutender Faktor. Die beschlossenen Konsolidierungsmaßnahmen dürften sich bereits im vergangenen Jahr günstig auf das Kapitalmarktklima ausgewirkt haben.“

Hier finden wir die wichtigsten Argumente der herrschenden Meinung zusammengefaßt. Drei Wirkungsarten des staatlichen Sparens werden genannt:

- der Nachfrageentzugseffekt;
- ein Effekt, der im allgemeinen als Vertrauenseffekt bezeichnet wird, hinter dem die Theoretiker aber die Ri-

cardo-Äquivalenztheorie, den sogenannten Barro-Ricardo-Effekt, erkennen; und

- der Zinsentlastungseffekt.

Es weisen also zwei der drei Effekte auf einen positiven Gesamteffekt der staatlichen Sparpolitik hin: Tatsächlich muß man diese Effekte aber gewichten, und über die jeweiligen Gewichte läßt sich trefflich streiten. Früher sah man vor allem den Nachfrageeffekt, und manche Ökonomen sehen ihn auch heute noch als den dominierenden Effekt.

Als man in der Vergangenheit noch eine Politik der Nachfragesteuerung betrieb, wurden deren Probleme schnell offenkundig. Dabei handelt es sich vor allem um die Schwierigkeiten bei der Umsetzung der Nachfragesteuerung. Es vergeht viel Zeit zwischen dem Erkennen der Notwendigkeit eines Kurswechsels, seiner Umsetzung in die Praxis und seiner endgültigen Wirkung auf die Nachfrage. Auch erfordert diese Politik eine Prognosegenauigkeit, die nur selten erreicht wird, vor allem dann nicht, wenn es darauf ankommt, nämlich bei drohender Überhitzung und bei drohender Rezession. Der Boom 1989 bis 1991 und die Rezession 1993 haben uns dieses Prognoseproblem wieder schmerzhaft bewußt werden lassen. All dies bedeutet, daß die gutgemeinte Nachfragesteuerung häufig zur Unzeit wirkt. Dies zeigt auch der jüngste Versuch einer derartigen Politik in den Vereinigten Staaten: Präsident Clintons geplantes 16 Mrd.-Dollar-Ankurbelungsprogramm, das allerdings im Kongreß scheiterte. Glücklicherweise, muß man heute sagen, denn die amerikanische Wirtschaft war, wie man später merkte, schon viel stärker auf Wachstumskurs und die Wirkung wäre dann gekommen, als die Fed sich schon wieder anschickte, in die andere Richtung zu steuern.

Staatliche Nachfragesteuerung erfordert jedenfalls vom Staatssektor eine Beweglichkeit, die er im allgemeinen nicht hat. Dies gilt um so mehr, je mehr man diese Steuerung als Feinststeuerung (fine-tuning) versteht. Es ist, um es bildlich auszudrücken, als wollte man mit einer großen Schneewalze einen eng gesteckten Slalom fahren. Als man merkte, wie schwer dies ist, hat man sich in den meisten Ländern für das Geradeausfahren entschieden, d.h. für die sogenannte mittelfristige Orientierung der Finanz- und Geldpolitik. Damit sollte auch ein zweiter Fehler der Nachfragesteuerung vermieden werden, die Asymmetrie der Nachfragesteuerung: Im Abschwung wurden die Ausgaben erhöht, im Aufschwung aber nicht entsprechend gesenkt. Die Folge war eine tendenzielle Erhöhung der Staatsschuldenquote und der Staatsausgabenquote. Es gibt also viele Gründe für eine mittelfristige Orientierung der Wirtschaftspolitik.

<sup>1</sup> Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1993, S. 37.

### Indikatorprobleme bei der Geldpolitik

Die Strategie der mittelfristigen Verstetigung ist ein relativ einfaches Konzept, jedenfalls in der Theorie: Sie beinhaltet eine potentialorientierte Geldmengensteuerung und eine stetige Finanzpolitik. Bei der potentialorientierten Geldmengensteuerung schwanken die Zinsen selbstverständlich im konjunkturellen Verlauf. Verhindert wird allerdings, daß dauerhaft zuviel oder zuwenig Geldmenge geschaffen wird, also weder Inflation noch Deflation entsteht. Voraussetzung hierfür ist ein mittelfristig stabiler Zusammenhang zwischen Geldmenge und Wirtschaftsentwicklung, d.h., daß eine stabile Geldnachfragefunktion existiert. Theoretische Basis ist also die Quantitätstheorie. Für die siebziger und achtziger Jahre läßt sich dieser Zusammenhang nachweisen, und zwar auch zwischen Geldmenge und Preissteigerungen, wobei sich Erhöhungen der Geldmenge nach rund zwei Jahren in Preiserhöhungen niederschlugen<sup>2</sup>. Gegenwärtig wird das Geldmengenkonzept heftig kritisiert. „Die Bundesbank jagt ein Phantom“, hieß es neulich in einem Artikel eines Geldtheoretikers in der FAZ<sup>3</sup>. Sehr aktiv ist die Bundesbank beim Jagen der Geldmenge derzeit allerdings nicht; der geldpolitische Kurs ist seit einiger Zeit vielmehr recht pragmatisch.

Das starke Geldmengenwachstum wird von der Bundesbank zu Recht mit Sonderfaktoren erklärt, und es hat sie nicht an Zinssenkungen gehindert. Allerdings gibt es an den Finanzmärkten doch Unsicherheit darüber, welche Bedeutung dem Geldmengenwachstum bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses derzeit wirklich beigemessen wird, zumal es zum Geldmengenwachstum ja unterschiedliche Meinungen gibt. Beinhaltet das derzeitige Geldmengenwachstum in Deutschland also eine Inflationsgefahr? Ich meine nein. Die Kosteninflation ist gebrochen, eine überschäumende Binnennachfrage nicht in Sicht. Die Preissteigerungen werden daher in diesem und auch im nächsten Jahr weiter nachlassen. Interessant ist, daß die Bundesbank anläßlich der letzten Leitzinssenkung erstmals offiziell auf den Einfluß der Zinsdifferenz auf die Geldmenge hingewiesen hat. Das heißt, es wurden neben den verschiedenen Sonderfaktoren wie Effekte der Zinsabschlagsteuer, Ausweitung des DM-Umlaufs in Osteuropa und anderen eben auch die im Vergleich zu den langfristigen Zinsen relativ hohen kurzfristigen Zinsen als treibende Kraft für das Geldmengenwachstum genannt. Sind Leitzinssenkungen also auch ein Mittel zur Eindämmung des Geldmengenwachstums? Die Wirtschaftsforschungsinstitute weisen ja seit

längerem auf diesen Zusammenhang hin und haben deshalb in schnelleren Zinssenkungsschritten keine Gefahr für das Geldmengenwachstum und für Preisstabilität gesehen.

Die Geldpolitik hat also zur Zeit ein erhebliches Indikatorproblem, und die Bundesbank ist gezwungen, auf Sicht zu fahren. Sie hofft allerdings, daß der „Mittelfristkompaß“ Geldmenge bald wieder funktioniert, eine Hoffnung, die auch in den Gemeinschaftsdiagnosen der Institute geteilt wird. Sollte die Geldmenge und damit die Geldnachfragefunktion aber auch in Zukunft durch immer wieder neue Sonderfaktoren gestört werden, entsteht natürlich ein generelles Glaubwürdigkeitsproblem für dieses Steuerungskonzept. Auch ist die weitere Entwicklung der Geldmenge in Deutschland nicht unwichtig für das geldpolitische Steuerungskonzept in der geplanten Europäischen Währungsunion.

Als geldpolitische Orientierungsgröße wirft die Geldmenge gegenwärtig in vielen Ländern Probleme auf, was dazu führt, daß die Verantwortlichen der Geldpolitik bei der Kursbestimmung eine ganze Reihe von Indikatoren zu Rate ziehen: die Höhe der Zinssätze, die Zinsdifferenz, die laufende und die erwartete Preissteigerung, die Wechselkurse und die allgemeine Wirtschaftsentwicklung. Dabei behält man auch die Entwicklung der Geldmengenaggregate mehr oder weniger im Auge, und zwar in Deutschland etwas mehr und in anderen Ländern etwas weniger. Wichtig ist, daß durch die derzeitigen Störungen bei der Geldmenge die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik im Hinblick auf die Verfolgung des Ziels der Preisstabilität nicht beschädigt wird. Diese Beschädigung kann aber verhindert werden, wenn man auf dem Weg zu mehr Preisstabilität weiter vorankommt, wenn einer drohenden Inflationsgefahr rechtzeitig begegnet wird und wenn die jeweiligen geldpolitischen Schritte so „verkauft“ werden, daß das Vertrauen in der Öffentlichkeit und an den Finanzmärkten erhalten bleibt. Es ist daher heute besonders wichtig, eine möglichst hohe Transparenz der komplexen Wirkungszusammenhänge der Geldpolitik herzustellen.

### Bestimmung des strukturellen Defizits

Wie ist nun der zweite Teil der Verstetigungsstrategie, die stetige Finanzpolitik, zu beurteilen? Konkret heißt eine stetige Finanzpolitik die stetige Entwicklung der Staatsausgaben, orientiert an mittelfristig angestrebten Staatsausgabenquoten, Einnahmequoten und Defizitquoten, also eine Absage an die konjunkturorientierte Nachfragesteuerung. Allerdings beinhaltet eine solche Politik die Hinnahme konjunkturbedingter Mindereinnahmen und Mehrausgaben im Abschwung und die entsprechende Rückführung dieser konjunkturbedingten Staats-

<sup>2</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Monatsbericht, Januar 1992; OECD: Economic Survey of Germany, 1993, S. 113 ff.

<sup>3</sup> Peter Bofinger in der FAZ vom 19. Mai 1994.

verschuldung im Aufschwung, also ein Wirkenlassen der sogenannten automatischen Stabilisatoren in beiden Richtungen.

Auf den ersten Blick gibt es bei der Finanzpolitik kein Indikatorproblem: Die Staatsausgabenquoten, die Staatseinnahmequoten und das Staatsdefizit sind bekannt. Doch haben wir zur Zeit in Deutschland wegen der zahlreichen Nebenhaushalte sehr viele Abgrenzungen des Staatsdefizits, was ein erstes Problem darstellt. Dieses Problem ist allerdings lösbar, denn es gibt ja entsprechende Statistiken über die Nebenhaushalte. Die Wirtschaftsforschungsinstitute ziehen bei ihrer Analyse zu Recht die Defizite dieser Nebenhaushalte mit in die Betrachtung ein. Meines Erachtens gibt es bei der Finanzpolitik aber ein ganz generelles Indikatorproblem. Wie will man in der Rezession oder im Boom wissen, ob die automatischen Stabilisatoren voll wirksam sind oder nicht? An der Entwicklung des tatsächlichen Defizits sieht man dies nicht. Dieses wird ja nicht nur von der Konjunktur, sondern auch von finanzpolitischen Maßnahmen beeinflusst, manchmal in der gleichen Richtung, manchmal – und dies ist derzeit der Fall – in der Gegenrichtung. Um zu beurteilen, ob die Finanzpolitik auf dem geplanten mittelfristigen Kurs liegt und ob die automatischen Stabilisatoren wirken oder nicht, muß man also wissen, wie stark das Defizit durch die jeweilige Konjunktursituation beeinflusst wird.

Wie hoch ist also das Defizit bei Normalkonjunktur? Mit anderen Worten: Wie hoch ist der strukturelle Teil des Defizits? Der Sachverständigenrat hat ein Berechnungskonzept des strukturellen Defizits, das in der finanzpolitischen Diskussion allerdings keine sehr große Rolle spielt. Die Wirtschaftsforschungsinstitute nehmen gegenwärtig keine Berechnungen des strukturellen Defizits vor. Im Boom 1989-1991 und dann in der Rezession 1993 wären Berechnungen des strukturellen Defizits zur besseren Beurteilung der Finanzpolitik sehr hilfreich gewesen, vor allem schon im Boom 1989-1991, weil damals in

Westdeutschland das – unsichtbare – strukturelle Defizit wesentlich höher als das tatsächliche Defizit war. Der Entwicklung des tatsächlichen Defizits ist auch nicht zu entnehmen, wie stark derzeit konsolidiert wird (vgl. Tabelle). Hierzu muß man die Veränderung des strukturellen Defizits kennen.

Die Quantifizierung des strukturellen Defizits ist zwar schwierig, doch sollten wir es zumindest annäherungsweise abschätzen. Gegenwärtig werden solche Berechnungen bei der OECD, beim Internationalen Währungsfonds und bei der EG-Kommission sowie in den Finanzministerien einiger OECD-Länder durchgeführt. Je mehr Berechnungsansätze vorliegen, um so besser können die methodischen Probleme diskutiert und die Unsicherheitsspanne abgeschätzt werden. Als Fazit ist festzuhalten, daß es auch bei der Beurteilung der Finanzpolitik ein Indikatorproblem gibt.

**Wirtschaftspolitische Erfahrungen**

Die Erfahrungen in den achtziger und in den neunziger Jahren zeigen bei gemeinsamer Betrachtung von Geld- und Finanzpolitik, daß die Versteigungsstrategie in Deutschland sowie in vielen anderen Ländern teilweise erfolgreich war. Zu verzeichnen waren eine lange Aufschwungphase ohne größere inflatorische Spannungen sowie beträchtliche Erfolge bei der Budgetkonsolidierung. Von einem vollen Erfolg kann man aber dennoch nicht sprechen, weil die vom Ansatz her richtige Versteigungsstrategie nicht durchgehalten wurde.

Die jüngste weltweite Rezession kann nicht wie die früheren Rezessionen Mitte der siebziger und Anfang der achtziger Jahre mit abrupten Ölpreiserhöhungen erklärt werden. Sie war eine Folge der vorhergehenden Überhitzung, und – was hier entscheidend ist – an dieser Überhitzung haben die Geld- und die Finanzpolitik in vielen Ländern kräftig mitgewirkt. So wurde mit der Liquiditätsausweitung im Anschluß an den Börsencrash im Oktober 1987 der Grundstein für die Überhitzung und die sogenannten Bubbles Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre gelegt, vor allem in den Vereinigten Staaten und in Japan, aber auch in anderen Ländern.

Hinsichtlich der Staatshaushalte wurde in den achtziger Jahren in vielen Ländern, vor allem auch in Deutschland, zunächst eine Politik der Konsolidierung betrieben, doch wurde diese mitten im Boom gelockert. In Deutschland könnte man diesen Kurswechsel auf den Sonderfaktor Wiedervereinigung zurückführen, doch die Wiedervereinigung erklärt nicht alles.

Die längst vorher beschlossene mehrstufige Steuer-senkung wirkte mit ihrem letzten Paket im Jahr 1990 rückblickend gesehen zur konjunkturellen Unzeit. Hier

**Entwicklung des tatsächlichen und des strukturellen Staatsdefizits**

(in % des BIP)

	1991	1992	1993	1994 <sup>a</sup>	1995 <sup>a</sup>
<b>Deutschland</b>					
Tatsächliches Defizit	3,2	2,6	3,3	2,9	2,8
Strukturelles Defizit	4,9	4,3	3,1	2,3	2,2
<b>Vereinigte Staaten</b>					
Tatsächliches Defizit	3,4	4,5	3,5	2,6	2,1
Strukturelles Defizit	3,6	4,0	3,3	2,8	2,6

<sup>a</sup> OECD-Prognose.  
Quelle: OECD: Economic Outlook 55, Juni 1994.

zeigen sich die Risiken, wenn terminlich festgelegte Steuersenkungen ohne Rücksicht auf die Konjunkturlage realisiert werden. Manchmal fällt die vorher beschlossene Steuersenkung zufällig in eine Rezession, wie im Jahr 1975, doch 1990 herrschte gerade der Boom der Wiedervereinigung. Trotz Steuersenkung hatten zu Beginn der neunziger Jahre die westdeutschen öffentlichen Haushalte wegen der überschäumenden Konjunktur genügend Mittel, ihre Ausgaben stark auszuweiten. In der Spätphase des Booms stiegen dann wie üblich die Löhne, und man befand sich wieder im klassischen Konflikt zwischen Lohn- und Finanzpolitik einerseits und Geldpolitik andererseits. Und bei festen Wechselkursen breiten sich nationale Konflikte der Wirtschaftspolitik dann sehr schnell international aus; genau dies geschah in Europa.

In den ersten Jahren nach der deutschen Vereinigung wären notwendig gewesen: eine restriktivere Finanzpolitik in Westdeutschland, vor allem bei den Ländern und Gemeinden, und zwar schon ab 1989/90 und nicht erst wie geschehen ab 1993, eine moderatere Lohnpolitik im Westen und im Osten sowie eine flexiblere Wechselkurspolitik im Europäischen Währungssystem. In den Gemeinschaftsdiagnosen der Wirtschaftsforschungsinstitute wurde auf dieses Problem hingewiesen. Vielleicht hätte dies hinsichtlich der Finanzpolitik etwas früher geschehen müssen, doch hatten auch wir damals die Stärke dieses Booms unterschätzt. Als seitens der Institute bei der Finanzpolitik auf die Übersteigerungen in Westdeutschland hingewiesen wurde, war das Kind eigentlich schon in den Brunnen gefallen.

Doch nicht die gesamte Rezession in Deutschland ist auf die Übersteigerungen des Booms zurückzuführen; eine Abschwächung der Konjunktur hätte es nach den Sondereffekten der Einheit in jedem Fall gegeben. Auch konnte die Schwäche der Weltwirtschaft nicht spurlos an der stark exportorientierten deutschen Wirtschaft vorbeigehen. Meine These lautet aber: Ein Teil der Rezession ist Ergebnis der vorangegangenen Konfliktsituation zwischen Finanz-, Lohn-, Geld- und Wechselkurspolitik. Inzwischen haben sich die Schwestern Finanz- und Geldpolitik wieder versöhnt. Auch die Lohnpolitik ist vernünftiger geworden.

### **Verstärkung der Konjunkturschwankungen**

Als Fazit dieses Rückblicks ist festzuhalten: Auch in Zeiten, in denen man offiziell mittelfristige Strategien in der Wirtschaftspolitik betreibt, ist man vor Konflikten zwischen der Geld- und der Finanzpolitik nicht gefeit, weil die Finanzpolitik häufig nicht auf der geplanten mittelfristigen Linie bleibt, sondern in eine Art „Sägeblatt-Kurs“ verfällt: Nach hohen Defiziten aus der Rezession erfolgt eine mehrjährige Konsolidierung, die dann aber im Höhepunkt

des Aufschwungs nicht mehr durchgehalten wird. Darauf folgt wieder ein restriktiver Kurs in den konjunkturellen Abschwung hinein und anschließend eine mehrjährige Konsolidierung bis zum nächsten Boom.

Bei solch einer Finanzpolitik, die in vielen Ländern festzustellen ist, kommt es notgedrungen im Aufschwung immer wieder zu einem Zusammenprall von Geldpolitik und Finanzpolitik. Kommt dann in der Spätphase des Aufschwungs eine exzessive Lohnpolitik hinzu, die zu einem Kosten- und Preisschub führt, wirkt der geldpolitische Restriktionskurs in den Abschwung hinein. Berücksichtigt man die vorangegangenen Fehler in den beiden Politikbereichen Finanzpolitik und Lohnpolitik, so ist es nicht fair, allein die Geldpolitik für die Rezession verantwortlich zu machen. Dies hieße ja von der Geldpolitik zu fordern, die Fehler der anderen Politikbereiche monetär zu akkommodieren, was letztlich zu mehr Inflation führen würde.

Der hier geschilderte Kurs der Wirtschaftspolitik hat zwei unheilvolle Konsequenzen: Zum einen werden die konjunkturellen Schwankungen verstärkt; es herrschen Boom and Bust – das Gegenteil von Verstetigung. Dabei können wir uns in Europa Rezessionen eigentlich nicht leisten. Das sogenannte Hysteresis-Problem auf dem Arbeitsmarkt führt dazu, daß aus der ursprünglich zyklischen, also konjunkturellen Arbeitslosigkeit sehr schnell eine strukturelle Arbeitslosigkeit wird. Wir beobachten einen über die Zyklen hinweg treppenförmigen Anstieg der Arbeitslosigkeit, wobei die nächsthöhere Stufe immer in der Rezession beginnt.

Hinzu kommt ein weiterer negativer Tatbestand auf der Haushaltsseite des Staates: Immer wenn im Boom die finanzpolitische Zurückhaltung seitens des Staates aufgegeben wird und dann in der Rezession das Defizit konjunkturbedingt steigt, wird die vorangegangene Konsolidierung wieder verspielt. Dies bedeutet aber, daß die Staatsschuldenquote ähnlich wie die Arbeitslosenquote von Zyklus zu Zyklus ansteigt (finanzpolitische Hysteresis) – eine Beobachtung, die man in vielen Ländern machen kann. So betrug die durchschnittliche Staatsschuldenquote der OECD-Mitgliedsländer 1980 42% und 1990 58%, 1995 wird sie nach unserer Prognose bei 72% liegen.

Nun konsolidieren die meisten Länder gegenwärtig die öffentlichen Haushalte. Das Ziel ist, zumindest den Anstieg der Staatsschuldenquoten in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zu stoppen, die Schuldenquoten also zu stabilisieren. Dies könnte nach unseren Berechnungen unter günstigen Voraussetzungen in vielen Fällen tatsächlich gelingen – auch in Deutschland. Die beiden finanzpolitischen Maastricht-Kriterien, eine Obergrenze

für das Staatsdefizit von 3% und für die Staatsschuld von 60% des Bruttosozialprodukts, werden auch im kommenden Jahr meiner Ansicht nach von keinem EU-Land mit Ausnahme von Luxemburg erfüllt. Deutschland könnte die Defizitquote vielleicht gerade erreichen, nach Einbeziehung der Treuhandschulden jedoch nicht die Schuldenquote. Dabei müssen nach dem Vertrag von Maastricht allerdings nicht beide Kriterien voll erfüllt sein<sup>4</sup>.

#### **Einfluß des internationalen Zinstrends**

Gibt es angesichts der überall angelaufenen Haushaltskonsolidierung gegenwärtig also keinen Konflikt mehr zwischen Geldpolitik und Finanzpolitik? Für Deutschland sehe ich derzeit tatsächlich keinen Konflikt. Hinsichtlich der Vereinigten Staaten bin ich mir aber nicht so sicher. Auch dort ist die Finanzpolitik zwar auf Konsolidierungskurs, und das Staatsdefizit sinkt, doch bei genauerer Betrachtung zeigt sich, daß der größte Teil des derzeitigen Defizitrückgangs eine Folge des Konjunkturaufschwungs ist. Der strukturelle Teil des Defizits sinkt nur wenig, und eine vielleicht nicht ganz billige Gesundheitsreform ist in Vorbereitung. Bei mehr Haushaltskonsolidierung wären jedenfalls weniger geldpolitische Bremsmanöver nötig. Die Zinsen würden weniger steigen als bei einem Policy-mix, das stärker auf die geldpolitische Bremse setzt; dies käme auch dem Staatshaushalt zugute.

Der von Amerika ausgehende, aber inzwischen weltweit zu beobachtende Anstieg der Kapitalmarktzinsen in jüngster Zeit ist meines Erachtens ein Warnsignal. Für Deutschland und Europa kommt diese Zinserhöhung jedenfalls zur konjunkturellen Unzeit. Sie macht ja gerade die Zinssenkungen zunichte, die man sich von der Lockerung der Geldpolitik im Verein mit der Budgetkonsolidierung erhofft und die im letzten Jahr auch eintraten. Sollte diese internationale Zinserhöhungsrunde von Dauer sein, dann stellt sich für Deutschland die Frage nach den Möglichkeiten einer Zinsentkoppelung. Diese Frage spielte auch in der ersten Hälfte der achtziger Jahre eine große Rolle. Heute ist die Situation allerdings nicht ganz vergleichbar. Damals herrschten in den Vereinigten Staaten sowohl ein Haushaltsdefizit als auch ein Leistungsbilanzdefizit, und der Dollarkurs stieg stark an. Heute kann sich der deutsche Kapitalmarktzins etwas vom internationalen Zinstrend lösen. Es bleibt allerdings ein deutlicher Einfluß des internationalen Zinstrends. Das Thema „Konflikte zwischen Finanz- und Geldpolitik“ ist also immer noch oder schon wieder aktuell. Es dürfte gegenwärtig sogar eine Frage der internationalen Politikkoordinierung

sein, und man darf gespannt sein, ob dieses Problem beim Weltwirtschaftsgipfel in Neapel aufgegriffen wird.

Für die Vereinigten Staaten stellt sich also die Frage nach dem angemessenen finanzpolitischen Konsolidierungstempo zur Unterstützung der Geldpolitik. Für Deutschland wird von manchen Ökonomen immer noch die Frage gestellt, ob die Haushaltskonsolidierung die konjunkturelle Erholung verhindert. Nach der günstigen Entwicklung der Konjunktur im ersten Quartal sah es so aus, als ob man diese Frage schon jetzt voll verneinen könnte. Die jüngsten Zinssteigerungen und die allerjüngste Abschwächung der Konsumnachfrage haben wieder Zweifel aufkommen lassen. Man muß also noch etwas abwarten mit der endgültigen Antwort auf diese Frage. Wir kennen ja die verschiedenen Meinungen der Wirtschaftsforschungsinstitute aus der jüngsten Gemeinschaftsdiagnose. Ich glaube allerdings, daß die optimistischere Prognose der Mehrheit der Institute sich bewahrheiten wird. Die OECD ist für Deutschland sogar etwas optimistischer.

#### **Wirkungen des Vertrauenseffektes**

Wenn aber trotz eines ziemlich drastischen öffentlichen Sparkurses mitten in der Rezession die Konjunkturerholung in Gang kommt, wäre dies wohl auch ein Hinweis, daß die Gesamtwirkung der Konsolidierung nicht ganz so negativ ist, wie der Blick auf die Nachfrageeffekte vermuten läßt. Nun wird in dem obigen Zitat der Bundesbank zu den Wirkungen der Haushaltskonsolidierung ja neben dem Nachfrageentzugseffekt und dem Zinsentlastungseffekt noch auf den sogenannten Vertrauenseffekt hingewiesen, mit dem sich Prognostiker immer sehr schwer tun. Der Vertrauenseffekt entsteht konkret dadurch, daß die Angst vor künftig noch höheren Steuern bei ungebremster Staatsverschuldung verringert wird. Angesprochen ist also die erwähnte Ricardo-Äquivalenztheorie oder der Barro-Ricardo-Effekt.

Nach dieser Theorie wird strenggenommen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weder durch weniger noch durch mehr staatliches Sparen beeinflusst. Staatsdefizite haben also keinen Einfluß auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Denn die sich rational verhaltenden privaten Wirtschaftssubjekte sehen hinter dem Schleier der Staatsverschuldung die später entsprechend höhere Steuerbelastung, und da sie ihren Lebenskonsum insgesamt maximieren und zeitlich möglichst wenig schwanken lassen wollen, verändern sie ihre Sparquote je nachdem, ob der Staat seine Ausgaben mehr über Steuern oder mehr über Schulden finanziert: Wenn der Staat also weniger spart, sparen die Privaten mehr, und wenn der Staat mehr spart, sparen die Privaten weniger. In der

<sup>4</sup> Zu den fiskalpolitischen Konvergenzziele vgl. Heinrich Matthes, Christopher Sardelis: Nach der Rezession jetzt wieder die Eurosklerose?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 74. Jg. (1994), H. 5, S. 234 ff.

theoretischen und empirischen Literatur findet man Gegner wie Befürworter dieser Theorie. Meines Erachtens ist hinsichtlich der allgemeinen Gültigkeit dieser Theorie jedoch Skepsis angebracht. Allerdings gibt es Ausnahmesituationen. Denn es hat sich in mehreren Fällen gezeigt, daß in echten Krisensituationen die in Normalsituationen zu beobachtenden Nachfrageeffekte der Finanzpolitik nicht auftreten, ja sogar ins Gegenteil verkehrt werden.

Wenn die Angst vor der Staatsverschuldung zu groß wird, kann es also zu einer Umkehrung der üblichen Wirkungsmechanismen der Finanzpolitik kommen. Weitere Erhöhungen der Staatsdefizite haben dann keine positiven Wirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mehr. Eine staatliche Sparpolitik hat demgegenüber positive Vertrauenseffekte, und die Privaten geben als Folge wieder mehr aus. Ihre Sparquote sinkt. Daß die Staatsverschuldung in Deutschland zur Zeit als großes Problem angesehen wird, ist offenkundig. Allerdings ist es im Gegensatz zur Ricardo-Äquivalenztheorie im Zuge der starken Erhöhung des Staatsdefizits, also des staatlichen Entsparens, zu keiner Erhöhung der privaten Sparquote gekommen. Tatsächlich ist die Sparquote der privaten Haushalte in den letzten beiden Jahren tendenziell gesunken. Aber wir wissen nicht, was passiert wäre, wenn der Staat nicht auf Konsolidierung umgeschaltet hätte. Wäre dann die private Sparquote aufgrund einer noch größeren Verunsicherung gestiegen? Auszuschließen ist dies meines Erachtens nicht. Ein keynesianisches „deficit spending“ wäre dann im Sinne des Barro-Ricardo-Effektes ins Leere gegangen.

Für eine exakte Prognose der privaten Sparquote in Deutschland eignet sich die Ricardo-Äquivalenztheorie gegenwärtig nicht. Man kann aus ihr für dieses Jahr eine Zunahme oder eine Verringerung der privaten Sparquote ableiten. Eine Erhöhung der Ersparnis könnte eintreten, weil die Privaten für den Einkommensverlust durch die Steuererhöhung im nächsten Jahr vorsorgen, weil das Staatsdefizit noch nicht zurückgeht und weil nach der Jahrtausendwende Probleme bei der Rentenversicherung einsetzen werden<sup>5</sup>. Zu einer Verringerung der privaten Ersparnis könnte es deshalb kommen, weil der staatliche Sparkurs letztlich doch dazu führt, daß der Staatshaushalt wieder geordnet wird. Es herrscht also ein Ver-

trauensbonus für die Haushaltskonsolidierung, weil sich das Gefühl verstärkt, daß die gegenwärtige Wirtschaftspolitik insgesamt wieder in Richtung niedrigerer Zinsen und niedrigerer Preissteigerungsraten wirkt.

### Konjunkturerholung trotz Konsolidierung

Derartige Vertrauenseffekte könnten zur Zeit tatsächlich eine Rolle spielen, auch wenn sie sich natürlich nicht exakt quantifizieren lassen. Es wäre jedenfalls nicht das erste Mal, daß nach einer Rezession trotz staatlicher Konsolidierungspolitik eine Konjunkturerholung einsetzt. Es herrschen zwar erschwerte Bedingungen, doch die Erholung kann gelingen. Dies zeigt ein internationaler Vergleich, den die OECD soeben für die verschiedenen Rezessionsphasen durchgeführt hat<sup>6</sup>. Den finanzpolitischen Kurs der betrachteten Länder haben wir dabei an der Veränderung des strukturellen Staatsdefizits gemessen, den geldpolitischen Kurs an der Differenz zwischen dem langfristigen und dem kurzfristigen Zins. Konjunkturerholungen sind nach dieser Untersuchung trotz einer restriktiven Finanzpolitik in Gang gekommen, bei einer restriktiven Geldpolitik jedoch praktisch nie.

Als Fazit dieser Betrachtung ist festzuhalten: Wenn die Finanzpolitik vorher zu einem hohen Haushaltsdefizit führte, wird eine Konsolidierung notwendig. Sie wirkt dann insgesamt weniger negativ auf die Konjunktur als man dies bei Betrachtung der reinen Nachfrageentzugseffekte vermuten würde. Sie braucht aber die Unterstützung der Geldpolitik. Eine Konjunkturerholung bei einem gleichzeitigen harten finanzpolitischen Sparkurs ist allerdings immer ein Gang auf dünnem Eis. Häufig hat bei der Konjunkturerholung neben der geldpolitischen Lockerung auch die Belebung der Auslandskonjunktur mitgeholfen. Dies war in Deutschland so Anfang der achtziger Jahre, und es scheint auch jetzt wieder so zu sein.

Besser ist es jedoch, im Aufschwung den Konflikt zwischen der Geld- und der Finanzpolitik zu verhindern. Der konjunkturelle Aufschwung ist daher die eigentliche Bewährungsprobe für die echte Freundschaft der beiden Schwestern Geldpolitik und Finanzpolitik. Hält man im Aufschwung die Finanzpolitik im Zaum, dann kann man im Abschwung im Sinne der Verstetigungsstrategie die automatischen Stabilisatoren voll wirken lassen. Daß es notwendig ist, die Finanzpolitik im Aufschwung im Zaum zu halten, ist keine sehr neue Erkenntnis. Schwierig ist aber, wie sich immer wieder zeigt, ihre Umsetzung in die Praxis. Die Wirtschaftsforschungsinstitute haben auf diese Notwendigkeit immer wieder hinweisen müssen. Dies dürfte auch für die Zukunft gelten, und ich hoffe, daß dabei auch die richtigen Indikatoren zur Beurteilung der Geldpolitik und der Finanzpolitik zur Verfügung stehen.

<sup>5</sup> Umlagefinanzierte Altersversorgungen führen bei Verschlechterungen der Altersstruktur zu einer „Quasi-Staatsverschuldung“, die später wie eine echte Staatsverschuldung Ausgabekürzungen und/oder Einnahmeerhöhungen notwendig macht. Vgl. dazu Paul van den Noord, Richard Herd: Pension liabilities in the seven major economies, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 142, Paris 1993.

<sup>6</sup> Vgl. Willi Leibfritz, Deborah Roseveare, Paul van den Noord: Fiscal policy, government debt and economic performance, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 144, Paris 1994.