

Bibow, Jörg

**Article**

## Haushaltskonsolidierungsstrategien im Vergleich. Warum die deutsch-europäische Fiskalpolitik versagt

Intervention. Zeitschrift fuer Ökonomie / Journal of Economics

**Provided in Cooperation with:**

Edward Elgar Publishing

*Suggested Citation:* Bibow, Jörg (2004) : Haushaltskonsolidierungsstrategien im Vergleich. Warum die deutsch-europäische Fiskalpolitik versagt, Intervention. Zeitschrift fuer Ökonomie / Journal of Economics, ISSN 2195-3376, Metropolis-Verlag, Marburg, Vol. 01, Iss. 2, pp. 75-106, <https://doi.org/10.4337/ejeep.2004.02.09>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/277028>

**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.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

# Haushaltskonsolidierungsstrategien im Vergleich. Warum die deutsch-europäische Fiskalpolitik versagt

Jörg Bibow\*

*This paper analyses the issues of public finance sustainability and suitability of strategies aimed at fiscal consolidation, contrasting growth-based versus thrift-based strategies. Empirically, this study investigates the experiences with consolidation over the 1990s in the U.S., Japan, and the eurozone while scrutinizing disparities within Europe. It is argued that neither Germany's virtuous stability-oriented past, which in many ways provided the blueprint for the Maastricht regime's design, nor any other small economy's peculiar record with consolidation offers any guidance to the EMU today. For that purpose only the case of the US case may be relevant, featuring cooperative macroeconomic policies geared at steering domestic demand growth, with sustainable public finances as a consequence of their success. Reforms should thus focus on securing cooperation and proper growth orientation in macroeconomic policymaking, which may be achieved through committing fiscal and monetary policies to common goals and a nominal GDP targeting strategy.*

*JEL classifications: E58, E6I, E62, E63, E65*

\* Franklin College, Lugano, und Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, New York. Ich danke den Teilnehmern des 7. Workshop: »Finanzpolitik in der Kontroverse« (Berlin, 24. – 25. Oktober 2003) des Forschungsnetzwerks Makropolitik – alternative Konzeptionen der makroökonomischen Politik im Spannungsfeld von Arbeitslosigkeit, Globalisierung und hoher Staatsverschuldung sowie den anonymen Gutachtern für ihre kritisch-konstruktiven Anmerkungen.

*Korrespondenzanschrift:*

Franklin College Switzerland, via Ponte Tresa, 29, CH-6924 Sorengo, Schweiz,  
E-Mail: jbibow@fc.edu

Ersteinreichung des Artikels am 03.02.2004, endgültig akzeptiert am 29.06.2004

© INTERVENTION. Zeitschrift für Ökonomie, Jg. 1 (2004), H. 2, S. 75–106

## 1. Einleitung

Diese Arbeit untersucht konsolidierungspolitische Strategien aus theoretischer und empirischer Sicht. »Wachstumsorientierung« einerseits und »Defizitorientierung« andererseits werden dazu als konkurrierende Grundansätze gegenübergestellt. Erstere entspricht im Kern der Strategie eines nominalen BIP-Ziels unter der Beschränkung nachhaltiger Staatsfinanzen, wobei Nachhaltigkeit *indirekt* über das BIP-Wachstum und mittels geeignetem *policy mix* angestrebt wird. Letztere entspricht dagegen einer *direkt* auf den Haushalts-saldo zielenden, bedingungslosen Sparpolitik.

Für große Volkswirtschaften wird allein erstere Strategie als Erfolg versprechend befunden. Das relevante Vorbild hierfür liefern die USA. Die spezifischen Erfahrungen einzelner Mitgliedsländer sind dagegen für die Eurozone insgesamt als Vorbild untauglich. Überhaupt übersieht die für die Eurozone unterstellte Praktikabilität einer Defizitorientierung verbunden mit ausschließlicher Preisstabilitätsfokussierung der Geldpolitik die Notwendigkeit einer gezielten Nachfragesteuerung und läuft Gefahr, Stagnation zu erzeugen. Für die budgetären Folgen anhaltender Stagnation ist Japan warnendes Beispiel.

Für das Makropolitikregime der Eurozone ergibt sich hieraus der Ratschlag zu einer Kehrtwende: Weg von der Defizitorientierung der Fiskalpolitik hin zur Wachstumsorientierung, und zwar verbunden mit einer entsprechenden wachstumsorientierten Ausrichtung der Geldpolitik – also einer Partnerschaft aus Geld- und Fiskalpolitik bei gemeinsamer Zielverpflichtung auf das nominale BIP-Wachstum.

Abschnitt 2 diskutiert einige Maximen und Erfahrungen der deutschen Wirtschaftspolitik und -entwicklung sowie daraus irrtümlich abgeleitete Forderungen für eine europäische »Stabilitätspolitik«. Ausgehend von der Theorie der Nachhaltigkeit von Staatsfinanzen untersucht Abschnitt 3 die Eignung verschiedener Konsolidierungsstrategien für die Eurozone. Die Abschnitte 4, 5, und 6 analysieren sodann die Erfahrungen der großen Volkswirtschaften Japan, USA und Eurozone sowie Divergenzen innerhalb letzterer in den 1990er Jahren. Reformvorschläge für das Makropolitikregime der Eurozone, die geeignet wären, das beständige Versagen der Fiskalpolitik zu beenden, werden abschließend im Abschnitt 7 vorgestellt.

## 2. Vom »German view« zum Maastricht-Dogma

Der Regierungswechsel 1982/83 brachte eine offizielle Neu-Orientierung der deutschen Wirtschaftspolitik: Auf eine gezielte Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zur Sicherstellung der Auslastung des Produktionspotentials – kurz: Stabilisierungs- oder Nachfragepolitik – glaubte man von nun an verzichten zu können.<sup>1</sup> Die Probleme des Landes wurden allein in seinen angebotsseitigen Strukturen vermutet. Geld- und Fiskalpolitik

<sup>1</sup> Aus Sicht des Sachverständigenrats dagegen ist Angebotspolitik gleichzeitig auch immer Nachfragepolitik, da sich nach einem Jahrhunderte alten Glaubenssatz jedes Angebot seine eigene

seien bei dieser Problemlage als Mittel ungeeignet. Statt dessen wurde eine Reduzierung von Staatsquote und Haushaltsdefiziten als problemadäquat propagiert.

Bereits 1976 hatte der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) für eine so genannte angebotsorientierte Politik plädiert. Und tatsächlich hatte schon die sozial-liberale Bundesregierung unter Helmut Schmidt 1981/82 die Wende zu einer Sparpolitik ohne Rücksicht auf die Nachfragesituation eingeleitet:

»Des Keynesianer Karl Schillers Schüler Helmut Schmidt stand für eine Regierung, die bei steigender Arbeitslosigkeit und sinkendem Sozialprodukt ausgerechnet die staatlichen Investitionen sinken ließ [...] Der Konkurs der Regierung war da, er musste nur noch vollzogen werden«, kommentiert Scherf (1986: 57 f.).

Die Regierung Kohl mit ihrem Finanzminister Gerhard Stoltenberg erhob den bedingungslosen Defizitabbau dann zum Leitbild deutscher Finanzpolitik. Als Bestandteil der Angebotspolitik wurde die Haushaltskonsolidierung quasi das oberste Wirtschaftspolitikziel. Motivation hierfür war eine weitläufige Interpretation der Ereignisse der 1970er Jahre, wonach alle wirtschaftlichen Fehlentwicklungen letztlich auf den Einsatz keynesianischer Nachfragepolitik zurückzuführen waren. Expansive fiskalpolitische Maßnahmen, so diese Meinung, hätten bestenfalls »Strohfeuer« entfacht, am Ende aber nur steigende Schulden und Inflation hinterlassen, ohne die Beschäftigung nachhaltig zu stützen. Solche Fehler – und keynesianische Wirtschaftspolitik allgemein – sollten in Deutschland nie wieder begangen werden, folgerte die herrschende Expertenmeinung, der die Politik dann auch folgte.

Dabei spielte auch die Vorstellung eine Rolle, dass eine kontraktive Fiskalpolitik selbst unter rezessiven Bedingungen womöglich expansiv wirken könnte. Der SVR brachte im Rahmen seiner angebotsorientierten Politikkonzeption 1981 die Idee eines psychologischen *crowding out* in die Diskussion ein, wonach der Multiplikator expansiver Fiskalpolitik negativ sein könne. Spätestens Hellwig/Neumann (1987) verhalfen dem Umkehrschluss dieser These in Deutschland zu akademischer Reputation; wobei dem »German view« im Ausland zunächst mit Skepsis begegnet wurde.<sup>2</sup> Die deutsche Wirtschaftspolitik und -entwicklung seit 1982 als erfolgreich bewertend, behaupteten Hellwig und Neumann zu den Erwartungseinflüssen glaubwürdiger Konsolidierungsbemühungen:

---

Nachfrage schafft, womit Nachfrage und Nachfragepolitik somit anscheinend keine eigenständige Rolle spielen können: »Auch angebotsorientierte Wirtschaftspolitik muss die grundlegenden Kreislaufzusammenhänge der Volkswirtschaft beachten. Aber: Die Führungsrolle wird im Handeln auf der Angebotsseite gesehen, das sich an erwarteter Nachfrage orientiert, eine Erwartung, die sich erfüllt, weil mit der Initiative von Anbietern zugleich Einkommen und Kaufkraft entstehen.« (SVR, JG 1997/98, Ziff. 9)

2 Siehe hierzu die Diskussionsbeiträge zu den Papieren von Hellwig/Neumann (1987) sowie Fels/Fröhlich (1987), speziell von Blanchard (1987) und Miller (1987). Erst das Papier von Giavazzi und Pagano (1990) mit Geschichten zu angeblich expansiven Wirkungen kontraktiver Fiskalpolitik in Dänemark und Irland rief dann im Ausland stärkeres Interesse für »nicht-keynesianische Effekte«

»A programmed, permanent cutting of the government's share implies a lowering of the burden of government debt and permanently lower taxation in the future. Agents who understand this will anticipate a fall in the long-term interest rate as well as in taxation. With the initiation of the programme, therefore, permanent income and the marginal efficiency of fixed investment will rise while interest rates will begin to fall.« (Hellwig/Neumann 1987: 138)

Tatsächlich verlief die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland in den 1980ern lange enttäuschend. Nach dem unteren Wendepunkt der Konjunktur Mitte 1982 blieben speziell die Investitionen bis zum Ende des Jahrzehnts schwach, BIP-Wachstum und Beschäftigung erholten sich ungewöhnlich langsam (vgl. Scherf 1988). Die auf sehr hohem Niveau verharrende Arbeitslosigkeit wurde aber keineswegs mit zu schwacher Güternachfrage in Verbindung gebracht, sondern im Geiste der nunmehr herrschenden Angebotstheorie auf »Strukturprobleme« am Arbeitsmarkt zurückgeführt. Dabei stützte sich Deutschland bis 1986 in ungewöhnlich hohem Maß auf den Export als Wachstumsmotor. Dieser wurde zunächst vom starken US-Dollar und von einer bei expansiver Fiskalpolitik kräftig wachsenden US-Wirtschaft begünstigt. Dank Verhärtung der EWS-Paritäten im Verlauf der 1980er schuf dann die reale DM-Abwertung innerhalb Europas nach 1985 einen Ausgleich für die US-Dollarabwertung, als noch dazu der Ölpreissturz eine deutliche Verbesserung der Terms of Trade einbrachte.

Tatsächlich kann von einer erfolgreichen Haushaltskonsolidierung erst in den späten 1980ern die Rede sein, also erst, als das Wirtschaftswachstum auch von der Binnennachfrage getragen wurde und die Beschäftigung stärker zulegte. Die allgemeine Wahrnehmung der als erfolgreich geltenden deutschen Konsolidierung der 1980er übersieht hierbei die Tatsache, dass dies erst nach erneuter finanzpolitischer Wende und vorübergehender Ausweitung des Defizits um 24 Mrd. DM gelang. 1986 fand eine kräftige Ausweitung der staatlichen Investitionen statt, und die erste Stufe der Einkommensteuerreform trat in Kraft (mit Folgestufen in 1988 und 1990). Wichtig ist auch die Tatsache, dass die öffentlichen Schulden wichtiger europäischer Handelspartner bis zum Boom am Ende des Jahrzehnts kräftiger als in Deutschland anstiegen. Europaweite Konsolidierungsbemühungen mittels Sparpolitik würden in den 1990ern ein ganz anderes Umfeld schaffen. Das war jedoch nicht die deutsche Wahrnehmung der Erfahrungen der 1980er. (Tabelle 1)

Vielmehr galt es, für die sich ab Mitte der 1980er anbahnende Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) in Europa eine vermeintliche Tugendhaftigkeit bedingungsloser Sparpolitik zu sichern und keynesianische Nachfragepolitik in Europa auf immer und ewig zu verhindern. Die Maastricht-Kriterien von 1991 sollten vermutete Sünderländer von der zu errichtenden »Stabilitätsgemeinschaft« ausschließen oder diese auf den Pfad

---

hervor. Historisch ist der »German view« mit der Ricardo-Barro-Äquivalenzhypothese sowie dem britischen »Treasury view« verwandt. Miller (1987) geht auf die Parallelen zwischen dem »Treasury view« aus Keynes' Zeit und dem »German view« ein, wertet letzteren nach Vergleich der relevanten Schuldenstandsquoten jedoch treffend als »overdone«.

*Tabelle 1: Kernfakten zur Konsolidierung und Wirtschaftsentwicklung Westdeutschlands in den 1980ern*

	BIP Veränderung zum Vorjahr (in Prozent)			Beschäftigung und Arbeitslosigkeit		Öffentlicher Sektor (als Prozentanteil am nominalen BIP)				
	nominal	real	Wachstumsbeitrag der Nettoexporte	AL-Quote in %	Beschäftigungs- wachstum Δ% zum Vorjahr	Ausgaben	Investitionen Δ% zum Vorjahr	Einnahmen	Budgetsaldo	Schuldenstand
1980	6,0	1,0	-0,8	3,2	1,5	49,0	11,1	42,8	-2,9	31,7
1981	4,3	0,1	0,9	4,5	-0,1	49,9	-6,3	42,7	-3,7	35,4
1982	3,5	-0,9	1,2	6,4	-1,1	50,1	-8,9	42,8	-3,3	38,7
1983	5,1	1,8	0,0	7,9	-1,4	48,9	-7,2	42,3	-2,6	39,1
1984	4,9	2,8	0,7	7,9	0,2	48,5	0,0	42,5	-1,9	40,1
1985	4,1	2,0	0,9	8,0	0,8	48,0	1,8	42,8	-1,2	41,6
1986	5,6	2,3	1,7	7,6	1,4	47,4	10,2	42,1	-1,3	41,5
1987	3,4	1,5	0,1	7,6	0,7	47,7	1,5	42,3	-1,9	42,2
1988	5,3	3,7	0,4	7,6	0,8	47,3	1,7	41,9	-2,2	42,2
1989	6,1	3,6	1,0	6,8	1,4	45,8	7,1	42,4	0,1	39,9

*Quelle: Statistisches Bundesamt*

deutscher Tugend verpflichten. Auf Druck der Deutschen Bundesbank hin wurde mit dem Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) nachgebessert, in dem ein mittelfristig ausgeglichener oder gar Überschüsse aufweisender Haushalt zur Norm erklärt wurde. Bei Gewährung gewisser antizyklischer Flexibilität soll die Einhaltung der Drei-Prozentgrenze so auch in der kurzen Frist gesichert und ein Überschreiten im normalen Abschwung mit Strafe geahndet werden.

Im Kern wurde die europäische Finanzpolitik nachhaltig auf eine bedingungslose Defizitorientierung verpflichtet. Für Länder mit noch unausgeglichenem Haushalt verspricht der »German view«, dass kontraktive Fiskalpolitik entgegen keynesianischen Überzeugungen nicht kontraktiv wirken muss, sondern als vertrauensbildende Maßnahme die Binnennachfrage gar anregen kann. Der nächste Abschnitt hinterfragt die Praktikabilität bedingungsloser Defizitorientierung der Fiskalpolitik aus wirtschaftstheoretischer Sicht. Festzuhalten sind bereits hier Zweifel an einer Übertragbarkeit bestimmter deutscher Erfahrungen (bzw. ihrer Wahrnehmung) und vermeintlich erfolgreicher wirtschaftspolitischer Leitbilder auf die WWU. Befürchtungen, wonach die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sich nicht von allein steuern würde, greifen für die praktische Wirtschaftspoli-

tik zu kurz. Eigentlicher Kern des Problems ist: Staatliche Finanzpolitik und Zinspolitik der Zentralbank *sind* zwangsläufig immer und überall Nachfragepolitik, und zwar selbst dann, wenn das Ziel einer angemessenen Auslastung des Produktionspotentials bei ihrer Ausrichtung keine Rolle spielt. Eine Zentralbank, die zwar Zinspolitik betreibt, damit jedoch nicht die Nachfrage – ganz gleich ob gezielt oder ziellos – steuert, ist pure Illusion.

### *3. Zur Theorie der Nachhaltigkeit von Staatsfinanzen und den Bedingungen der Anwendbarkeit alternativer Konsolidierungsstrategien*

Die Furcht vor Budgetdefiziten ist eng mit der Idee verbunden, dass wachsende Schulden höhere Steuern zur Begleichung des Schuldendienstes erforderten: »Die Schulden von heute sind die Steuern von morgen« ist ein in Deutschland gern bemühter Glaubenssatz. Schlimmer noch, Defizite könnten gar die Geldpolitik kompromittieren und zu Inflation führen; wovor schon Wilhelm Vocke, der erste Präsident des Direktoriums der Bank deutscher Länder, im Kampf um die Erringung der unbeschränkten Unabhängigkeit der Zentralbank im Staat (vgl. Bibow 2003b) zu warnen wusste, als er behauptete, dass »jede Inflation [...] bei den Staatsfinanzen in einer Aufblähung der öffentlichen Ausgaben« (Vocke 1973: 207) beginne.<sup>3</sup>

Dabei weist die Wirtschaftsgeschichte ebenso Fälle von zerrütteten Staatsfinanzen unter deflationären Bedingungen auf, etwa das moderne Beispiel Japans. Und überhaupt hat die Wirtschaftstheorie die spezifischen Bedingungen erarbeitet, unter denen eine expansive Fiskalpolitik die von Vocke behaupteten inflationären Folgen haben kann. Inwieweit eine expansive Fiskalpolitik zu steigenden Defiziten und dabei womöglich höherer zukünftiger Steuerlast führt, lässt sich nach den Bahn brechenden Erkenntnissen von Domar (1944)

3 Eng hiermit im Zusammenhang steht eine bis heute in gewissen Kreisen populäre, doch recht eigentümliche deutsche Geschichtsschreibung, wonach Deutschland im zwanzigsten Jahrhundert gleich zwei Hyperinflationen durch Monetisierung von Staatsschulden erleiden musste. Bemerkenswert ist nicht nur, dass die Deflation und Bankenkrise verbunden mit Massenarbeitslosigkeit vor Beginn des Dritten Reichs dabei unter den Tisch fällt, sondern auch die wohl recht realen Konsequenzen von Hitlers »Totalem Krieg« zum scheinbar rein monetären Phänomen erklärt werden. Der Mythos von den zwei Hyperinflationen ist eine wichtige Basis der seitens der Deutschen Bundesbank gepflegten deutschen Stabilitätskultur, welcher ihre eigene Position im Staat stärkt: »The reasons for the success of German monetary policy in defending price stability are in part historical. The experience gained twice with hyperinflation in the first half of this century has helped to develop a special sensitivity to inflation and has caused the wider public to believe in the critical importance of monetary stability in Germany. For this reason, the strong position of the Bundesbank is widely accepted by the general public - questioning its independence even seems to be a national taboo. This social consensus has yielded strong support for the policy of the Bundesbank.« (Tietmeyer 1991: 182)

von vor über 60 Jahren allerdings nur in Verbindung mit der Wachstumsperformance der betreffenden Volkswirtschaft sinnvoll beurteilen.

Domar (1944) trat in seinem Aufsatz zur »Last der öffentlichen Schuld« der bis heute weit verbreiteten Irrlehre entgegen, wonach andauernde Haushaltsdefizite letztlich zu einer Art Schuldenexplosion führen und im Staatsbankrott enden müssten. Er zeigt, dass in einer mit konstanter Rate,  $g$ , wachsenden Volkswirtschaft, in welcher der Staat Jahr für Jahr ein Haushaltsdefizit in Höhe eines konstanten Anteils am exponentiell wachsenden BIP,  $\alpha$ , aufweist, die öffentliche Schuldenstandsquote,  $d$ , keineswegs explodieren, sondern gegen einen konstanten Wert konvergieren würde:

$$d = \frac{\alpha}{g} \quad (1)$$

Ähnlich würde auch der zur Bedienung des Zinsendienstes (Zinsen auf öffentliche Schulden in Prozent des BIP) notwendige Steuersatz nicht explodieren, zeigt Domar, sondern gegen den entsprechenden Wert von  $i \cdot \alpha / g$ , konvergieren; wobei  $i$  der auf die öffentliche Schuld zu zahlende Zinssatz ist (und Zinseinkommen hier als steuerfrei unterstellt wird). Nicht die Defizitquote, sondern die Entwicklung der Schuldenstandsquote ist also für die Steuerzahler von heute und morgen die relevante Größe, ob Schulden oder BIP schneller wachsen, die kritische Frage. Denn eine konstante Schuldenstandsquote steht für eine konstante Steuerlast der öffentlichen Schuld.

Konstanz der Schuldenstandsquote bietet sich somit als Nachhaltigkeitskriterium der Haushaltslage an (vgl. Pasinetti 1998). Und entsprechend kann ihre Stabilisierung oder gar ihr Absinken als Erfolgsmaßstab für Konsolidierungsbemühungen angesehen werden. Die wohl wichtigste Einsicht ist, dass der Erfolg von Konsolidierungsbemühungen vom Politikeinfluss auf das *Verhältnis* zweier Variablen abhängt, noch dazu zweier Variablen, die interdependent, aber keine exogenen Politikinstrumente sind. Selbst eine erfolgreiche Reduzierung der Defizitquote kann konsolidierungspolitisch einen Misserfolg bedeuten, nämlich dann, wenn die BIP-Wachstumsrate dabei stärker sinkt als die Wachstumsrate der öffentlichen Schuld.

Die Problematik einer Defizitorientierung der Fiskalpolitik deutet sich hierin gleich in zweifacher Weise an. Erstens ist die Defizitquote kein Politikinstrument, sie kann vom Finanzminister gar nicht direkt gesteuert werden. Zweitens ist gerade aus Konsolidierungssicht eine Vernachlässigung der Rolle des Wachstums fragwürdig. Domar (1944: 822) folgerte vielmehr:

»The problem of the burden of debt is essentially a problem of achieving a growing national income.« Im Hinblick auf das Maastricht-Dogma formulierte er dies 50 Jahre später noch treffender: »The proper solution of the debt problem lies not in tying ourselves into a financial straight-jacket, but in achieving faster growth of the GNP, a result which is, of course, desirable by itself.« (Domar 1993: 478)

Die in dieser Arbeit vorgeschlagene Unterscheidung zwischen wachstumsorientierten und defizitorientierten Konsolidierungsstrategien betrifft somit die Hauptstoßrichtung etwa-



iger Konsolidierungsbemühungen auf Zähler oder Nenner der Verhältniszahl in Domars fundamentaler Gleichung. Die Relevanz der Nachfragepolitik wird durch die Gefahr unterstrichen, dass andauernde negative Produktionslücken das Produktionspotential negativ beeinflussen könnten (Hysterese), womit auch die fiskalischen Kosten einer Unterauslastung noch drückender würden. Aus theoretischer Sicht ist die gängige Konsolidierungsdiskussion jedenfalls erstaunlich einseitig. Es scheint so, als gäbe es nur eine richtige Strategie: Konsolidieren durch Sparen. Erstaunlich ist auch, dass etwaige Mechanismen, durch welche die einseitig gepriesene Defizitorientierung früher oder später irgendwie auch zu mehr Wachstum führen würde, gewöhnlich nur angedeutet werden.<sup>4</sup>

Einerseits ist es das aus dem traditionellen Gleichgewichtspostulat abgeleitete Vertrauen, dass keynesianische Effekte einer Sparpolitik ohnehin nur in der kurzen Frist anhielten, da die freigesetzten Ressourcen schnell in eine neue Verwendung gelangen würden. Problematisch ist hieran, dass die postulierte Tendenz zum Gleichgewicht »in der langen Frist« erfolgreiche Nachfragepolitik »in der kurzen Frist« ja gerade voraussetzt. Sowohl nach alter neoklassischer Synthese als auch in ihrer herrschenden mikroökonomisch fundierten nekeynesianischen Variante trägt diese dafür Sorge, dass eine Unterauslastung kurzfristiger Natur bleibt. Steht die Fiskalpolitik hierzu nicht zur Verfügung, weil sie auf Sparen ausgerichtet ist, ist die Geldpolitik entsprechend mehr gefordert. Überhaupt entwickelte der internationale Mainstream in den 1990er Jahren eine Vorliebe für die Geldpolitik als oberstes Stabilisierungsinstrument, höhere Flexibilität und Wirksamkeit der Geldpolitik im Vergleich zur Fiskalpolitik betonend.

Vertraut man andererseits dem »German view«, belastet Sparpolitik die Beschäftigung nicht, weil die Privaten bei staatlichen Sparbemühungen ihre eigenen Ausgaben entsprechend erhöhen würden, ohne dass dazu eine gezielte Nachfragepolitik nötig wäre. Unterstellt wird hierbei zum einen die Erwartung höherer Nettoeinkommen für die Zukunft.<sup>5</sup> Entscheidend ist aber der unterstellte Vertrauensgewinn der Finanzmarktakteure, ein Mechanismus, der über fallende Zinsen zu einer Anregung der privaten Nachfrage und somit zum Ausgleich der sinkenden staatlichen Nachfrage führen könnte. Auch die neoklassische Synthese sah eine derartige stabilisierende Rolle sinkender Zinsen vor, allerdings

4 Vom Wall Street Journal einmal abgesehen, spielt die in den 1980er Jahren populäre Laffer-Kurven-Idee dabei heute auch in den USA keine Rolle mehr. Allerdings erfreut sich die damit durchaus verwandte Ideologie eines möglichst kleinen Staates, wonach Heil und Segen einer darauf ausgerichteten Sparpolitik quasi automatisch über verbesserte »Angebotsbedingungen« eintreten würden, immer und überall großer Popularität.

5 Wobei nicht klar ist, warum irgendjemand rational sinkende Steuern erwarten sollte. Rational wären derartige Erwartungen nur, wenn das BIP-Wachstum tatsächlich aufrecht erhalten bliebe oder gar anstiege, was den eigentlichen Mechanismus im Dunkeln lässt, der dies bewerkstelligen soll. Gewiss nicht weniger rational wäre es für die Privaten, die kontraktiven Wirkungen der Sparpolitik auch als kontraktiv zu begreifen und die eigenen Einkommenserwartungen entsprechend – und womöglich nachhaltig! – nach unten zu korrigieren; zumal Sorge um den Arbeitsplatz das Konsumentenvertrauen zusätzlich belasten dürfte.

erst als Folge der wegen der Sparpolitik sinkenden Einkommen und bei (im IS-LM Modell) konstantem Geldangebot.

Unterschiede betreffen im Kern also das *timing* und den konkreten Mechanismus, der die zur Anregung der privaten Nachfrage kritische Zinssenkung hervorbringen soll. Hellwig/Neumann (1987) behaupteten hierzu, dass allein schon die Ankündigung eines glaubwürdigen Konsolidierungsprogramms die Zinsen sinken lassen würde, anscheinend hinreichend schnell und stark. Das ist aber nicht nur eine heroische Annahme. Die in diesem Kontext kritische Bedeutung der Geldpolitik bleibt dabei völlig unterbelichtet. Denn genauso wie Geldpolitik zuallererst Zinspolitik – und damit ganz gleich ihrer Orientierung auch immer und überall Nachfragepolitik – ist, ist die Zinsbildung »am Markt« ganz entscheidend vom Verhalten der Zentralbank geprägt.

Was die Bedeutung der Erwartungen und Vertrauen der Finanzmarktakteure angeht, war Keynes dem »German view« wohl im Grunde näher als der neoklassischen Synthese. Denn die besondere geldpolitische Bedeutung der Kommunikationspolitik und Glaubwürdigkeit der Zentralbank hat er neben der eigentlichen Zinspolitik ausdrücklich hervorgehoben.<sup>6</sup> Das betrifft natürlich speziell auch das Zusammenspiel zwischen Zentralbank und Treasury. Und es schließt die Möglichkeit ein, dass eine Zentralbank mittels ihres Ansehens und ihrer Öffentlichkeitsarbeit ein psychologisches *crowding out* erst schüren könnte.<sup>7</sup>

Auf den Punkt gebracht bedeutet dies, dass letztlich die Geldpolitik der entscheidende Mechanismus zur Anregung der privaten Nachfrage ist; wie es im Grunde heute ja auch vom internationalen Mainstream gesehen wird. Es bleibt somit allein die Frage des *timing*: Soll man es zunächst zu einer Wachstumsabschwächung oder gar Rezession kommen lassen, bevor eine steigende private Nachfrage die durch Sparpolitik freigesetzten Ressourcen wieder beschäftigen lässt? Oder kann dies simultan, also ohne »vorübergehende« Verschwendung durch Unterauslastung geschehen? Dazu müsste die Geldpolitik bei der Anregung der privaten Nachfrage allerdings in Vorleistung treten, also entsprechend expansiv auf die private Nachfrage wirken, noch bevor die fiskalpolitische Kontraktion das Wachstum abwürgt. Dieses Vorgehen entspräche einer wachstumsorientierten Konsolidierungsstrategie.

Erforderlich ist dazu ein geeignetes Zusammenspiel zwischen Geld- und Finanzpolitik – als Partner mit gemeinsamen Zielen. Im Kern würde ein solches kooperatives Politikverhalten mit gemeinsamer Zielorientierung der Strategie des nominalen BIP-Ziels unter der Beschränkung nachhaltiger Staatsfinanzen entsprechen. Unterstellt wird dabei,

6 Siehe hierzu insbesondere Keynes' Ausführungen zur Effektivität von Offenmarktgeschäften (Keynes 1936: 203).

7 Keynes führte hierüber seinerzeit langjährige Auseinandersetzungen mit den britischen Behörden. In der »General Theory« bemerkt er: »With the confused psychology which often prevails, the government programme may, through its effect on ›confidence‹, increase liquidity-preference or diminish the marginal efficiency of capital, which, again, may retard other investment unless measures are taken to offset it.« (Keynes 1936: 120)

dass ein gezielter Ausgleich der Instrumente im makroökonomischen *policy mix* stattfindet. Keineswegs unterstellt wird dagegen eine direkte Kontrollierbarkeit des nominalen BIP-Wachstums. Die entscheidende Hypothese lautet vielmehr, dass die Makrowirtschaftspolitik deutlich besser zur Steuerung des nominalen BIP-Wachstums geeignet ist als zur Verfolgung eines direkten Defizitziels mittels Sparpolitik verbunden mit einer geldpolitischen Fokussierung auf Preisstabilität, welche jede nachfragepolitische Verantwortung offen lässt. Zu betonen ist hier, dass diese Hypothese mit dem herrschenden Mainstream im völligen Einklang steht, während das Maastricht-Regime wirtschaftstheoretisch eine klare Abseitsposition einnimmt.<sup>8</sup>

Die heute gängige Unterscheidung zwischen keynesianischen und nicht-keynesianischen Effekten von Konsolidierungsmaßnahmen weist dabei noch in anderer Hinsicht Kennzeichen gründlicher Verwirrung auf. Dies zeigt sich speziell in empirischen Untersuchungen. In ökonometrischer Bequemlichkeit werden regelmäßig Länder aller Größen in einen Topf geworfen, als wären die Erfahrungen der USA direkt vergleichbar mit jenen Irlands, Dänemarks, Hollands oder Finnlands. Kleine – und damit sehr offene – Volkswirtschaften können aber die Belastungen einer Sparpolitik für die Binnennachfrage viel leichter über steigende Nettoexporte ausgleichen, noch dazu, ohne das Wachstum der Weltwirtschaft spürbar zu belasten. Dies hat aber nichts mit der möglichen Wirksamkeit nicht-keynesianischer Effekte zu tun, die man aus theoretischer Sicht somit anhand geschlossener Volkswirtschaften testen sollte.<sup>9</sup>

Diesem theoretischen Ideal kommen die großen Volkswirtschaften USA, Japan und Eurozone am nächsten. Sie unterscheiden sich von kleinen Volkswirtschaften noch in einem weiteren wichtigen Punkt: Sie verfügen über ein hohes Maß an geldpolitischer Autonomie und emittieren ihre Schulden noch dazu in nationaler Währung. Große Länder können somit zwar weniger auf Nettoexporte als Wachstumsmotor und zum Ausgleich einer Sparpolitik vertrauen, verfügen statt dessen aber autonom über geeignete makroökonomische Instrumente zur gezielten Steuerung ihrer jeweiligen Binnennachfrage.

8 Erwähnenswert ist hier auch, dass die Strategie des nominalen BIP-Ziels Anhänger sowohl im keynesianischen als auch im neoklassischen Lager aufzuweisen hat: z.B. Meade (1978), Tobin (1980), McCallum (1987), Hall (1984). Diese Strategie spielt zurzeit in der theoretischen Diskussion zwar nur eine untergeordnete Rolle, jedoch entspricht sie der wirtschaftspolitischen Realität in den USA; sichergestellt insbesondere durch das duale Mandat der US Federal Reserve. In den praktischen Auswirkungen ist die populäre Strategie des »direkten« Inflationsziels hiervon kaum unterscheidbar, wenn sie, wie z.B. von der Bank of England, angemessen vorausschauend und symmetrisch betrieben wird. Ist die Situation durch stabile Lohninflation gekennzeichnet, weisen Inflation und Inflationserwartungen ein hohes Maß an Trägheit auf, so dass die Geldpolitik im Ergebnis über die Nachfragesteuerung in erster Linie die Beschäftigung stabilisieren kann.

9 Und so sei hier erwähnt, dass Keynes in der »General Theory« natürlich weder zufällig noch allein aus Bequemlichkeitsgründen meistens auf den Fall der geschlossenen Volkswirtschaft abgestellt hat.

Damit stehen die Chancen für eine wachstumsorientierte Konsolidierung für sie unter dem Strich sogar besser als für naturgemäß vom Ausland sehr viel stärker abhängige kleine Länder. Rein saldenmechanisch muss sich eine Verbesserung des Finanzierungssaldos des öffentlichen Sektors somit schwerpunktmäßig in einer entsprechenden Verschlechterung des Finanzierungssaldos der privaten inländischen Sektoren widerspiegeln, konkret etwa in einem Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte.

Um die Chance autonomer wachstumsorientierter Konsolidierung zu nutzen, muss eine große Volkswirtschaft ihre wirtschaftspolitischen Mittel angemessen einsetzen. In den 1990er Jahren traten große Divergenzen auf. Ausgehend von Schuldenstandsquoten unweit 60 Prozent in allen drei Regionen, ist diejenige Japans inzwischen um rund 100 Prozentpunkte angestiegen, während in den USA und der Eurozone eine Stabilisierung stattfand. Doch während die amerikanische Schuldenstandsquote in den 1990ern um rund zehn Prozentpunkte sank, stabilisierte sich die der Eurozone erst nach einem weiteren Anstieg von 15 Prozentpunkten.

#### 4. Japans Krise und ihre Haushaltsfolgen – das warnende Beispiel

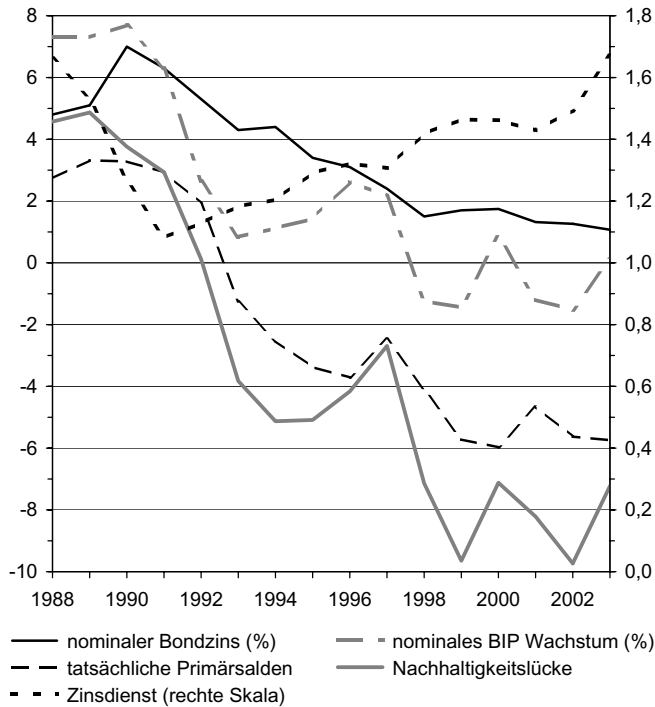
Japan geriet nach dem Absturz von Aktienkursen und Immobilienpreisen Anfang der 1990er in eine anhaltende Stagnation, die nur durch kurze Aufschwungphasen unterbrochen wurde und Mitte des Jahrzehnts in eine Tendenz leicht sinkender Preise mündete. Dass die japanische Defizitquote dabei bis zum Ende des Jahrzehnts auf sieben bis acht Prozent anstieg, wird nach einer gängigen Interpretation (z.B. IWF, OECD) als Indiz einer stark expansiven, aber dennoch wirkungslosen Fiskalpolitik angesehen.

Nach Domars fundamentaler Gleichung ergibt sich der für eine stabile Schuldenstandsquote »maximal verträgliche« Budgetsaldo als Produkt von nominaler BIP-Wachstumsrate und Schuldenstandsquote. Eine etwaige Differenz zwischen dieser Größe und dem tatsächlichen Budgetsaldo in einer Periode zeigt eine »Nachhaltigkeitslücke« an, die approximativ der (strommäßigen) Veränderung der Schuldenstandsquote entspricht.<sup>10</sup> In Japan erreichte die Nachhaltigkeitslücke in den letzten Jahren bis zu zehn Prozent des BIP, und die Schuldenstandsquote schnellte so mittlerweile auf etwa 160 Prozent hoch. (Abbildung 1, S. 86)

Neben den hohen Haushaltsdefiziten könnte man auch geneigt sein, das extrem niedrige Zinsniveau als Ausdruck expansiver Nachfragepolitik zu deuten. Die kurzfristigen Zinsen sanken bis zum Ende der 1990er auf nahezu null. Und auch die langfristigen Zinsen fielen im Tiefpunkt vom Juni 2003 auf nur 0,43 Prozent für zehnjährige Staatsanleihen. Nach dieser Interpretation erwies sich selbst eine derart expansive Zinspolitik als unwirk-

<sup>10</sup> Ähnlich lassen sich für das Konzept der Primärbudgetsalden von der jeweiligen Zins-Wachstums-Konstellation (oder: Zinslücke) abhängige »maximal verträgliche Primärbudgetsalden« errechnen, die zu einer Stabilisierung der jeweiligen Schuldenstandsquote führen würden – mit entsprechenden »Nachhaltigkeitslücken«, solange die tatsächlichen Primärbudgetsalden hiervon abweichen.

Abbildung 1: Japans deflationäre Doppelfalle: Schuldenexplosion bei Nullzins?  
(linke Skala: in Prozent des nominalen BIP)



Zinsdienst = Zinsen auf öff. Schulden in v.H. des BIP; Nachhaltigkeitslücke = Differenz zwischen tatsächlichen und für stabile Schuldenstandsquote maximal verträglichen Budgetsalden

Quelle: OECD 2003

sam. Japan befände sich danach in einer Art doppelter Deflationsfalle, in der weder die Zinsen weiter sinken könnten, noch eine weitere Ausweitung des Haushaltsdefizits Erfolg versprechen würde. So riet auch etwa der IWF dem Land in 2001, dass »the very gradual withdrawal of fiscal stimulus currently under way is appropriate for now« (IMF 2001: 92), womit demnach eine Sparpolitik ein geeignetes Mittel zur Überwindung der Krise wäre.

Dieser Rat vertraut entweder auf nicht-keynesianische Effekte einer Sparpolitik, welche die Binnennachfrage unter dem Strich stärken sollen; im Gegensatz zu den bislang unwirksam gebliebenen Bemühungen mittels expansiver Geld- und Fiskalpolitik. Oder sie vertraut auf eine Wachstumsstützung über Nettoexporte. Tatsächlich stagniert die japanische Binnennachfrage seit Mitte der 1990er – Japan wurde seitdem allein vom Export über Wasser gehalten. Als einziger Wachstumsmotor hat sich dies jedoch im Falle dieses großen Landes selbst während *new economy*-Boom-Zeiten als zu schwach erwiesen. Aus Wachstumsfällen resultierende Leistungsbilanzungleichgewichte deuteten bereits seit

geraumer Zeit auf eine möglicherweise drastische Dollarabwertung hin. Warum ausgerechnet unter solchen Bedingungen eine Sparpolitik für Japan Erfolg versprechen sollte, ist nicht leicht zu erkennen.

So herrscht bei der Diagnose der japanischen Krise und in der Politikberatung auch keineswegs Einmütigkeit. Adam Posen (1998) etwa beurteilt die japanische Fiskalpolitik der 1990er alles andere als stark expansiv. Das anwachsende Haushaltsdefizit ist in seinem Urteil vielmehr in erster Linie Folge von stagnationsbedingten Steuereinnahmefällen, wobei etwaige Stimulierungsversuche viel zu klein waren und noch dazu inkompetent umgesetzt wurden. Nicht Sparpolitik und Strukturreformen zur Erhöhung des japanischen Potentialwachstums seien laut Posen die Lösung: »The appropriate policy response to Japanese stagnation is one, first and foremost, of expansionary macroeconomic policy.« (Posen 1998: 113)

Auch Richard Werner (2003) betont das Erfordernis expansiver Makropolitik, sieht den Schlüssel zum Erfolg allerdings in der Geldpolitik. Nach seinem Urteil ist es der restriktiven Geldpolitik der Bank of Japan (BOJ) zu verdanken, dass selbst expansive fiskalpolitische Maßnahmen in den 1990ern keine Wachstumssteigerung, sondern allein steigende Staatsschulden einbrachten. Er führt vielfache Beweise dafür an, dass die BOJ das Land vorsätzlich in die anhaltende Krise steuerte, um dadurch Strukturreformen und die eigene Unabhängigkeit vom – durch den vermeintlichen Misserfolg seiner Fiskalpolitik diskreditierten – japanischen Finanzministerium zu erringen.<sup>11</sup>

Der BOJ wird heute nach herrschender Meinung schwerwiegendes geldpolitisches Versagen vorgehalten. Selbst unter Vertretern des Mainstream sind in diesem Zusammenhang kritische Stimmen zur Bedeutung der Unabhängigkeit der Zentralbank zu hören. Dieser Aspekt spielt auch im »Bernanke-Plan« des US Federal Reserve-Gouverneurs Bernanke (2003) eine Rolle, der – wie Posen und Werner für expansive Makropolitik plädierend – für ein von der Zentralbank voll zu finanzierendes Fiskalprogramm (entweder Steuersenkungen und/oder Ausgabenerhöhungen) eintritt. Besonders interessant ist, dass Bernanke den direkten Bezug einer solchen Makropolitik zum Konsolidierungsziel herstellt und so eine wachstumsorientierte Konsolidierungsstrategie in Reinform für die krisenbehaftete japanische Wirtschaft entwickelt:

»Isn't it irresponsible to recommend a tax cut, given the poor state of Japanese public finances? To the contrary, from a fiscal perspective, the policy would almost certainly be stabilizing, in the sense of reducing the debt-to-GDP ratio. The BOJ's purchases would leave the nominal quantity of debt in the hands of the public unchanged,

11 Natürlich ist es aus geldtheoretischer Sicht grundsätzlich verfehlt, vom niedrigen absoluten Zinsniveau auf eine expansive japanische Geldpolitik zu schließen. Doch Werner zeigt auch, dass die BOJ ohnehin keine Zinspolitik im gewöhnlichen Sinne betrieben hat, sondern vielmehr durch ihre seit Jahrzehnten angewandte Technik des »window guidance« eine gezielte – wenngleich durch Zinspolitik »verschleierte« – Politik der Kreditrationierung für das gesamte Bankensystem erzwingen konnte.

while nominal GDP would rise owing to increased nominal spending. Indeed, nothing would help reduce Japan's fiscal woes more than healthy growth in nominal GDP and hence in tax revenues. Potential roles for monetary-fiscal cooperation are not limited to BOJ support of tax cuts. BOJ purchases of government debt could also support spending programs, to facilitate industrial restructuring, for example. The BOJ's purchases would mitigate the effect of the new spending on the burden of debt and future interest payments perceived by households, which should reduce the offset from decreased consumption. More generally, by replacing interest-bearing debt with money, BOJ purchases of government debt lower current deficits and interest burdens and thus the public's expectations of future tax obligations. Of course, one can never get something for nothing; from a public finance perspective, increased monetization of government debt simply amounts to replacing other forms of taxes with an inflation tax. But, in the context of deflation-ridden Japan, generating a little bit of positive inflation (and the associated increase in nominal spending) would help achieve the goals of promoting economic recovery and putting idle resources back to work, which in turn would boost tax revenue and improve the government's fiscal position.« (Bernanke 2003)

Die Betonung von nominalem BIP-Wachstum und Zinslast ist für die Nachhaltigkeitsfrage treffend. Hinzuzufügen bleibt allein, dass die in der anhaltenden Stagnation ertragenen Produktions- und Beschäftigungsverluste natürlich dauerhaft verloren bleiben. Für den Rest der Welt – und speziell für Anhänger von Vockes Ideologie – ist Japan ein warnendes Beispiel für die mit einem unkooperativen Verhalten der makropolitischen Behörden sowie mit Stagnation und Deflation verbundenen Haushaltsrisiken. Bei aller Sorge vor den Gefahren expansiver Fiskalpolitik für die Geldpolitik sollte man vielleicht die von restriktiver Geldpolitik ausgehende Bedrohung für Haushalt und Steuerzahler nicht übersehen.

### *5. Der US Boom der 1990er, Grundlagen und Folgen – als Vorbild geeignet?*

Bernanke ist nicht nur Zentralbanker und ein international höchst angesehener Ökonom. Er ist auch Amerikaner, und seine Überlegungen bringen *amerikanische* Wirtschaftspolitikphilosophie zum Ausdruck. Diese weiß klar zwischen Potentialwachstum und tatsächlichem BIP-Wachstum zu unterscheiden, und gezielte Nachfragepolitik mit geld- und fiskalpolitischen Mitteln ist eine Selbstverständlichkeit. Konsolidierungsbemühungen durch bedingungslose Sparpolitik ist dagegen darin nicht vorgesehen, wie auch die amerikanische Nachkriegserfahrung zeigt. In den 1990ern lieferten die USA vielmehr ein Musterbeispiel wachstumsorientierter Konsolidierungspolitik.

So ließ man dort in der Rezession der frühen 1990er das Budgetdefizit von drei auf sechs Prozent des BIP ansteigen, während die Fed ihren Leitzins (inflationbereinigt)

»zügig«<sup>12</sup> auf null senkte. Dies schuf, unterstützt durch eine mehrjährige Dollarschwäche, die Basis für den 1992 beginnenden langen Aufschwung der 1990er. Für den Konsolidierungserfolg entscheidend waren dann auch die folgenden Faktoren. Erstens setzte die finanzpolitische Kehrtwende erst 1993/94 ein, also lange nachdem das Wachstum Tritt gefasst hatte. Zweitens begann auch die Fed erst im Februar 1994 die Zinsen auf ein neutrales Niveau anzuheben und unterließ es bis zum Ende des Jahrzehnts, die Wirtschaft abzuwürgen, obgleich die Arbeitslosenrate deutlich unter jedes zuvor konventionell als »natürlich« erachtete Niveau sank (vgl. Horn/Scheremet 1999).

Im Ergebnis beeindruckt die Zusammenarbeit der makrowirtschaftspolitischen Behörden der USA nicht nur durch die Dauer des so ermöglichten Aufschwungs, sondern auch durch den Gleichlauf von nominaler BIP-Wachstumsrate und langfristigen Nominalzins. Die Betrachtung der folgenden Gleichung (2) zeigt, wie entscheidend dieser Verbund für die Schuldendynamik ist:

$$\frac{\partial d}{\partial t} = \alpha^p + i \cdot d - g \cdot d = \alpha^p + (i - g) \cdot d \quad (2)$$

Dabei steht  $\alpha^p$  für den Primärhaushaltssaldo, also ohne den Zinsendienst (jeweils als Anteil am nominalen BIP). Nochmals wird deutlich, wie entscheidend das Wachstum des nominalen BIP für die Begrenzung der Last der Schuld ist. Zusätzlich zeigt sich hierin auch, dass eine Differenz zwischen Nominalzins und nominalen BIP-Wachstum zur Stabilisierung der Schuldenstandsquote einen entsprechenden Primärüberschuss erfordert,

12 Die Wertung »zügig« ist hier im Vergleich zur bei der Bundesbank und der EZB im Abschwung gewohnten Trägheit zu verstehen. Tatsächlich wurde die amerikanische Zentralbank damals von führenden US Ökonomen für nach ihrem Urteil zu zögerliche Zinssenkungen scharf kritisiert (vgl. Blinder/Yellen 2001). U.a. Milton Friedman attackierte die Fed für ihre »excessively tight monetary policy« und befand, es sei »hard to escape the conclusion that the restrictive monetary policy of the Federal Reserve deserves much of the blame for the slow, and interrupted, recovery from the 1990 recession.« (Friedman 1992a) Dass der Ökonom Milton Friedman die (Nicht-)Bedeutung des Neutralitätspostulates für die Praxis der Geldpolitik in dieser Welt, von Zentralbankpolitikern gern als Deckmantel missbraucht, sehr wohl verstanden hat, zeigt insbesondere seine höchst aufschlussreiche Belehrung Otmar Issings zu diesem Thema: »I find th[e] proposition [that standard monetary neutrality propositions are among the few results a prudent central banker can get comfort from] baffling. Taken seriously, monetary neutrality means that central bankers are irrelevant: real magnitudes - which are what ultimately matter to people - go their own way, independently of what the central banker does. Central bankers are important insofar as money is not neutral and does have real effects. Neutrality propositions give little if any guide to effective central bank behaviour under such circumstances. Perhaps they offer comfort to central bankers by implying that all mistakes will average out in that mythical long run in which Keynes assured us »we are all dead«. Keynes [Tract on Monetary Reform, 1923] went on, »Economists [central bankers] set themselves too easy, too useless a task if in tempestuous seasons they can only tell us that when the storm is long past the ocean is flat again.« (Friedman 2002: 366)



der mit dieser »Zinslücke« anwächst. Sind Zinsniveau und Wachstumsrate gleich hoch, wird die Schuldendynamik allein vom Primärsaldo bestimmt, und im *steady state* würde dann die Neuverschuldung genau zur Bedienung des Zinsendienstes ausreichen. Ist das Zinsniveau dagegen höher (niedriger) als die BIP-Wachstumsrate, kommt ein »Zinslast- (Zinssubventions-) faktor« hinzu, der das Geschehen (und fiskalische »Zwänge«) ganz entscheidend prägen kann (vgl. Pasinetti 1997). Bei der Untersuchung der amerikanischen Schuldendynamik mittels Gleichung (2) ergibt sich für die Zeit von 1991 bis 2003 ein (kumulativer) Zinslastfaktor von *nur* fünf Prozentpunkten des BIP, d.h. die in dieser Zeit geltende Zins-Wachstums-Konstellation allein führte zu einem Anstieg der Schuldenstandsquote in dieser Höhe. Wie weiter unten zu sehen sein wird, liegt hierin ein sehr deutlicher Unterschied zur europäischen Situation.<sup>13</sup> (Abbildung 2)

Ohne Frage ist die US-Wirtschaftspolitik mit ihrer Wachstumsorientierung im Hinblick auf die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen als erfolgreich zu werten, schließlich sank die staatliche Schuldenstandsquote im Verlauf der 1990er um rund zehn Prozentpunkte und ist auch heute noch unterhalb des Niveaus von 1988. Doch die Kehrseite dieses Erfolges sollte nicht übersehen werden. Die gängige Furcht vor öffentlichen Schulden lässt beständig außer Acht, dass sich in einer geschlossenen Volkswirtschaft die Salden der inländischen Sektoren zu null aufaddieren. Baut der Staat sein Defizit ab und erzielt sogar Haushaltsüberschüsse, müssen andere Sektoren zwingend mehr ausgeben, als sie einnehmen.

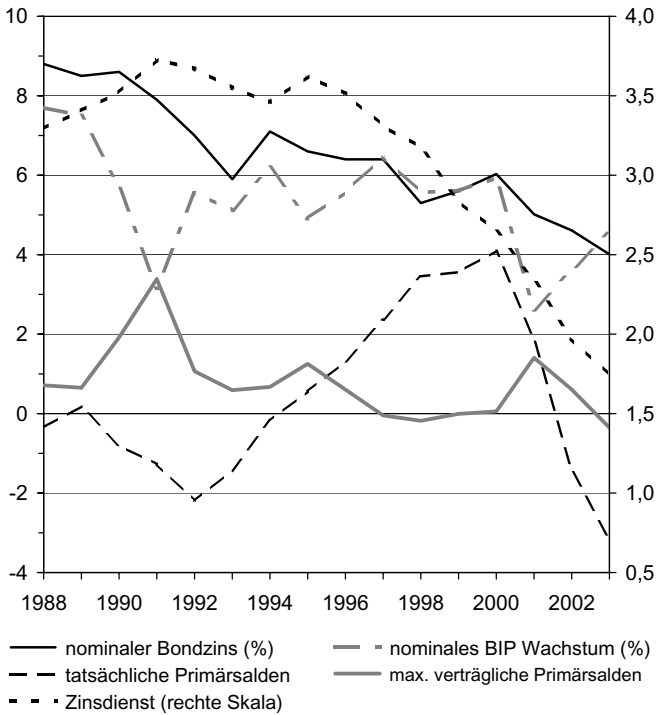
Der Verschuldungsanstieg des Unternehmenssektors im Boom der 1990er war im historischen Vergleich weniger außergewöhnlich als die im privaten Haushaltssektor beobachtete Entwicklung. Denn dort fiel die Sparquote als Spiegelbild zur öffentlichen Budgetkonsolidierung auf nahe null. Getragen von der Immobilienpreisentwicklung erreichte die Schuldenstandsquote der Privathaushalte in den letzten Jahren historische Höchststände. Werden die hohe Verschuldung und die ausgereizte Konsumquote heute als Rückschlagsrisiko für die Nachhaltigkeit des Aufschwungs angesehen, so sollten zwingende volkswirtschaftliche Saldenzusammenhänge bei aller Furcht vor öffentlichen Schulden in Zukunft besser im Auge behalten werden.<sup>14</sup>

Doch die USA sind keine geschlossene Volkswirtschaft, und die für die herrschende Fragilität der Weltwirtschaft vielleicht wichtigere Gefahr liegt darin begründet, dass die Ausgaben- und Verschuldungsbereitschaft der privaten amerikanischen Sektoren mit dem Entstehen eines Leistungsbilanzdefizits in Höhe von fünf Prozent des BIP einherging. Die fiskalische Wende seit 2001 hat in erster Linie den Schuldenabbau des Unternehmenssektors bei gleichzeitiger Rückkehr zur Profitabilität ermöglicht, während die private Konsumquote bei steigender Arbeitslosigkeit auf Rekordniveau blieb. Ein möglicher Rückschlag kann wahrlich nicht ausgeschlossen werden.

13 Aus analytischer Bequemlichkeit wird regelmäßig angenommen, der Zins müsse die Wachstumsrate übersteigen. Auch empirisch entschuldigt die Disinflation der 1980er diese Annahme nicht (vgl. Blanchard et al. 1990, Buiters 1985).

14 Siehe hierzu die Arbeiten von Wynne Godley (Godley 1999, Godley/Izurrieta 2001 und 2002).

Abbildung 2: USA: Enger Verbund zwischen Zins und BIP-Wachstum,  
Zinslast unter Kontrolle  
(linke Skala: in Prozent des nominalen BIP)



maximal verträgliche Primärsalden = bei jeweiliger Zins-Wachstums-Konstellation für Stabilität der Schuldenstandsquote notwendige Primärsalden

Quelle: OECD 2003

Die einseitige Betrachtung des US-Leistungsbilanzdefizits ist ein weiteres absurdes Kennzeichen gängiger Debatten. Als hätten sich die USA an der Weltwirtschaft versündigt, indem das Land als »spender (and borrower) of last resort« und lange Zeit einziger Wachstumsmotor der Weltwirtschaft Ressourcenverschwendung in Form von Unterauslastung verhinderte. Als hätten dagegen jene Länder, die regelmäßig nur im Schlepptau der USA vorankommen und entsprechende Exportüberschüsse anhäufen, nichts mit den zwangsläufig resultierenden Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft zu tun gehabt. Der Verweis auf China ist dabei verfehlt. China hat sich zunehmend zu einem zweiten Wachstumsmotor der Weltwirtschaft entwickelt. Auch seinen aufstrebenden Nachbarn ist nur schwer ein Vorwurf daraus zu machen, dass sie aus den Krisen 1997 bis 1999 gelernt haben, wie riskant Leistungsbilanzdefizite und internationale Verschuldung sein können.

Die eigentlichen Sünder in der Weltwirtschaft sind Japan und Deutschland, die zweit- bzw. drittgrößte Volkswirtschaft der Welt, deren Binnennachfrage seit 1995 stagniert, die

seitdem allein über Nettoexportbeiträge wuchsen und entsprechende Exportüberschüsse anhäuften. Deutschland hat über seine eingangs besprochene Modellrolle innerhalb der WWU für Europa und die Welt noch an Bedeutung gewonnen. Die Auswirkungen auf die Performance der Eurozone untersucht der folgende Abschnitt.

### *6. Deutschland und Eurozone auf Abwegen: Die vergeudeteten 1990er Jahre*

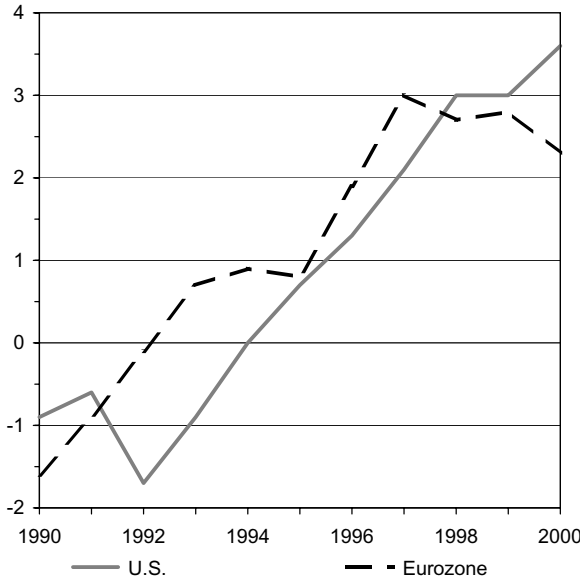
Im Vergleich zu den USA zeigen sich für die Eurozone sowohl in Strategie als auch Resultat große konsolidierungspolitische Unterschiede. Die Erfolgsdifferenz von 25 Prozentpunkten in der Entwicklung der Schuldenstandsquoten in den 1990er lässt sich dabei keineswegs mit der deutschen Vereinigung erklären. Der Anstieg der deutschen Schuldenstandsquote lag mit rund 20 Prozentpunkten kaum über dem Durchschnitt der Eurozone. Auch geht die populäre Ansicht, wonach die Konsolidierungsbemühungen in der Eurozone zu wenig ambitioniert gewesen seien, ins Leere.<sup>15</sup> Denn gemessen an der Veränderung des strukturellen Primärsaldos war der fiskalpolitische Umschwung in der Eurozone vergleichbar mit der Entwicklung in den USA. (Abbildung 3)

Die für die Entwicklung der Schuldenstandsquote entscheidende Kluft zeigt sich vielmehr in jener anderen Variable in Domars fundamentaler Gleichung: Die amerikanische Wachstumsperformance übertraf die der Eurozone erheblich. Untersucht man die Gründe hierfür, offenbart die Entwicklung der strukturellen Primärsalden einen markanten Kontrast im *timing*: Während die USA erst 1993/94, also zwei Jahre nach dem offiziellen Ende der Rezession, den Umschwung in der Fiskalpolitik vollzogen, geschah dies in der Eurozone im Maastrichter Schicksalsjahr 1991, als mit Ausnahme von Deutschland eine Wirtschaftsschwäche bereits die europäische Norm war. Selbst in der Rezession bleibt man hier stur auf Sparkurs – worin sich ein krasser Gegensatz zwischen prozyklischen und antizyklischen Konsolidierungsbemühungen zeigt. (Abbildung 4, S. 94)

Dennoch erreichte auch die Eurozone 1997 eine Situation, die zu einer sinkenden Schuldenstandsquote führte. Im Vergleich zu den USA war die Dauer des Aufschwungs diesseits des Atlantiks aber sehr viel kürzer; die vorherige Schwächephase hatte eben sehr viel länger angedauert. Ein weiterer entscheidender Unterschied zeigt sich in der Zusammensetzung des insgesamt vierprozentigen Umschwungs der Nachhaltigkeitslücke zwischen 1995 und 1997. Je zur Hälfte war dieser auf einen steigenden strukturellen Primärüberschuss sowie eine sinkende Zinslücke zurückzuführen. Der springende Punkt ist: Die Eurozone erreichte erst in den späten 1990ern und auch nur für kurze Zeit eine Situation etwa gleich hoher Nominalzinsen und nominaler BIP-Wachstumsraten. Fehlende geldpolitische Kooperation ist finanzpolitisch ausgesprochen teuer. Weiter unten werden

<sup>15</sup> EZB-Präsident Wim Duisenberg ist Anhänger dieser These. Im Juni 2003 verkündete er, dass »[certain] countries now have to pay the price for not having sufficiently consolidated their public finances when economic growth was strong.« (Duisenberg 2003)

*Abbildung 3: Eurozone mit Frühstart, aber vorzeitiger Erschöpfung?  
Mangelnde Ambition oder schlechtes timing?  
(linke Skala: in Prozent des nominalen BIP)*



Strukturelle (konjunkturbereinigte) Primärbudgetsalden nach OECD-Methodik

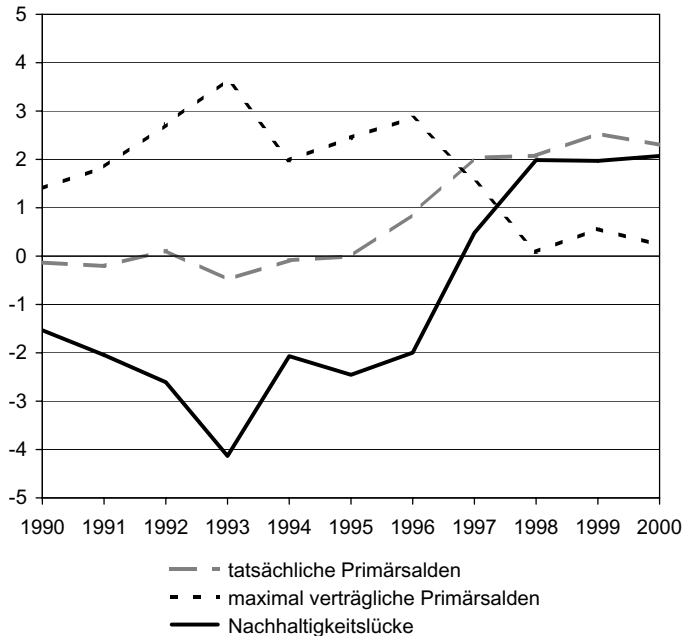
*Quelle: OECD 2003*

wir die aus der ungünstigeren Zins-Wachstums-Konstellation im Vergleich zu den USA resultierende »Zusatzlast« der europäischen Steuerzahler länderspezifisch beziffern. (Abbildung 5, S. 95)

An dieser Stelle wäre der Einwand zutreffend, dass die Eurozoneländer bis 1999 noch gar keine Währungsunion bildeten, die Geldpolitik bis einschließlich 1998 vielmehr von der Deutschen Bundesbank bestimmt wurde. Das in dieser Tatsache begründete »currency domain problem« (Kenen 1995) galt als wichtiges ökonomisches Argument für eine gemeinsame Währung, und während die Angemessenheit der Geldpolitik der Bundesbank für Deutschland im Zuge und seit der Wiedervereinigung kontrovers beurteilt wird, herrscht über ihre Unangemessenheit für die anderen EWS-Länder Einigkeit. Für die Währungsunion bleibt somit die Frage kritisch, ob die EZB durch höhere Kooperationsbereitschaft eine weniger widrige Zinslücke zulassen würde.

Die bisherigen Erfahrungen sind ernüchternd: Der Abbau der Zinslücke Ende der 1990er war nur ein kurzlebiges Phänomen, bedingt durch eine kurzfristige Wachstumsbeschleunigung, die einerseits auf einem externen Wachstumsschub beruhte, andererseits durch den Einmal-Effekt der Zinskonvergenz genährt wurde. Im Abschwung seit 2001 hätte der Kontrast zwischen Fed und EZB kaum augenfälliger sein können: Während

Abbildung 4: Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in Euroland.  
 Verbesserung der Nachhaltigkeitslücke um vier Prozentpunkte lässt  
 Schuldenstandsquote sinken  
 (linke Skala: in Prozent des nominalen BIP)



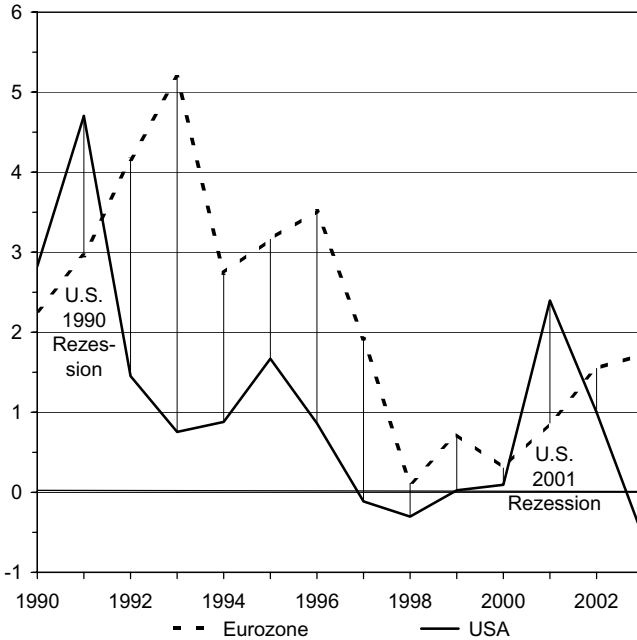
Eine positive (negative) Nachhaltigkeitslücke impliziert eine fallende (steigende) Schuldenstandsquote; 2000 ohne UMTS-Einnahmen

Quelle: OECD 2003

ersterer trotz des größten fiskalpolitischen Umschwungs der US-Nachkriegsgeschichte und Dollarschwäche die langfristigen Nominalzinsen sogar unter das nominale BIP-Wachstum drückte, sorgte die EZB trotz Eurostärke und anhaltender Stagnation lange Zeit für eine Verfestigung der Euro-Zinsen oberhalb der Dollar-Zinsen. Etwaige Beschwörungen »historisch niedriger Zinsen« sind dabei nicht nur geldtheoretisch sinnlos. Sie hindern die Finanzmarktakteure sogar, sich niedrigere Zinsen vorstellen zu können. So wurde nicht nur die sich aus der Euro-Aufwertung ergebende Chance verpasst, sondern selbst ein zinspolitischer Ausgleich hierfür versäumt; was die bislang auf ganzer Front enttäuschenden Erfahrungen mit der EZB unterstreicht.

Aufschlussreich ist auch der Blick auf die Erfahrungen einzelner Länder der Eurozone, zumal Ratschläge für die Wirtschaftspolitik der Eurozone häufig aufgrund länderspezifischer Erfahrungen geäußert werden. Deutschland war aufgrund verschiedener Faktoren der wohl insgesamt abträglichsten Wirtschaftspolitik ausgesetzt. Das Land sah nicht nur seine früheren monetären komparativen Vorteile auf den Kopf gestellt. Erst brach-

Abbildung 5: Money matters!  
Zinslücken der Eurozone und USA im Vergleich  
(linke Skala: in Prozent)



»Zinslücke« = Differenz zwischen nominalen Bondzins und nominaler BIP-Wachstumsrate

Quelle: OECD 2003

ten die EWS-Krisen einen negativen Wettbewerbsschock, welcher die früher typische reale Unterbewertung der DM in Europa abrupt beendete. Dann brachte die Konvergenz der Nominalzinsen Deutschland – dank seiner kontraproduktiven und fahrlässigen Lohndeflationspolitik – mittlerweile die höchsten Realzinsen der Eurozone ein. Zusätzlich wurde dem Land mit der von der Bundesbank geforderten und von Theo Waigel vollzogenen fiskalpolitischen Wende dann auch noch eine prozyklische Sparpolitik verordnet. Anhaltende Stagnation der Binnennachfrage ist bei solcher Makropolitik wenig überraschend, der übliche Verweis auf Strukturprobleme und den »Vereinigungsschock« ist nichts als bequeme Ausrede.<sup>16</sup> Für Deutschland selbst haben sich die aus den Erfahrungen der 1980er gezogenen Trugschlüsse somit als besonders verheerend erwiesen. Da man nicht erkannt hatte, wie sehr die vermeintlichen Erfolge der 1980er eben auch auf einer andersartigen Wirtschaftspolitik wichtiger Handelspartner beruht hatte, war man völlig unvorbereitet mit den Fakten konfrontiert, die mit dem Export des deutschen Leitbilds entstehen mussten. Denn sein Export hat die Erfolgsgrundlage des Modells untergraben.

<sup>16</sup> Bibow (2001b und 2003a) untersucht die Rolle des Vereinigungsschocks im Detail.

Zumindest kurzfristig ergaben sich für andere europäischer Länder dagegen im Vergleich zu Deutschland zum Teil deutlich günstigere monetäre Bedingungen. Die Spalten 2 und 3 der Tabelle 2 meiner Vergleichsuntersuchung der EU Länder fasst die relative Entwicklung der monetären Bedingungen während der 1990er Jahre zusammen. Erst werteten viele europäische Währungen in den Jahren 1991 bis 1995 kräftig gegenüber der DM ab; wobei abgesehen vom britischen Pfund anschließende Aufwertungen seit 1996 vom Umfang her geringer blieben und nur einige Länder betrafen (z.B. Italien). Dann brachte ihnen der Zinskonvergenzprozess ab 1996 neben fiskalischer Entlastung (ein Hauptfaktor hinter der in Spalte 5 angezeigten Veränderung des Zinsdienstes) teilweise auch eine beträchtliche Stimulierung der Binnennachfrage.

Doch die stark unterschiedlichen Entwicklungen im *policy mix* innerhalb der EU waren auch fiskalpolitisch bedingt. Große länderspezifische Disparitäten hinsichtlich *timing*, Schärfe und Zusammensetzung konsolidierungspolitischer Bemühungen traten auf – und entsprechende Unterschiede in den Resultaten, der Veränderung der Schuldenstandsquote, überraschen kaum.

In Bezug auf das *timing* gab es einerseits eine Gruppe von Ländern, zu der Italien, Belgien, Niederlande, Finnland, Griechenland und Portugal zählen, die wie Deutschland eine prozyklische Fiskalpolitik betrieben und entsprechende Belastungen der Binnennachfrage in Kauf nahmen. Besonders Italien und Griechenland verfolgten seit 1989 eine sehr scharfe Sparpolitik, erfuhren aber – ähnlich wie Finnland und Portugal – seit Anfang der 1990er eine monetäre Entlastung über Zins und Wechselkurs. Die finnische Markka etwa wertete 1991 bis 1993 um 30 Prozent gegenüber dem ECU ab, der Umschwung in der finnischen Leistungsbilanz über das Jahrzehnt betrug zwölf Prozentpunkte!

Innerhalb dieser Gruppe stellten die Niederlande einen Spezialfall dar. Aufgrund der festen Gulden-Bindung an die DM verliefen die monetären Bedingungen im Gleichlauf mit Deutschland. Wettbewerbsvorteile erzielte das kleine Land statt dessen über eine nachhaltige systematische Lohndisinflationspolitik seit dem Wasenaar Abkommen von 1982, welche einer realen Gulden-Abwertung gleich kam; ein Nachfragepolitikmodell, welches für dieses kleine Land lange erfolgreich war, gegen Ende der 1990er jedoch zusammenbrach (vgl. Bibow 2001a).

Interessanterweise gab es aber auch eine andere Gruppe von Ländern, zu der Frankreich, Spanien und Österreich sowie Schweden, Dänemark und das Vereinigte Königreich zählen, die antizyklische Fiskalpolitik betrieben und das Schwergewicht ihrer Konsolidierungsbemühungen auf die Zeit nach der Überwindung der Rezession von 1992/93 vorschoben. (Abbildung 6, S. 98)

Beispielhaft zeigt Abbildung 6 den Verlauf des französischen *policy mix* im Vergleich zu Deutschland. In den Jahren 1991 bis 1993 stieg das strukturelle Primärdefizit zunächst deutlich an. Erst 1996 begann Frankreich dann zu konsolidieren, als die Zinskonvergenz Unterstützung für die Binnennachfrage brachte. Frankreich erzielte eine deutlich bessere Wachstums- und Beschäftigungsperformance als Deutschland. Allerdings stieg die Schuldenstandsquote des Landes, ausgehend von einer mit den USA vergleichbaren Haushaltslage Anfang der 1990er, um rund 30 Prozentpunkte an. Der entscheidende Unterschied zur

Tabelle 2: Divergenzen im policy mix und Konsolidierungsergebnis innerhalb der EU

	Geldpolitik: Entwicklung der monetären Bedingungen (1991–1998)		Fiskalpolitik: Timing der Konsolidierungsbemühungen der Neunziger und Bedeutung des Zinsfaktors (1991–2003)			
	(1) $\Delta$ Wechselkurs (1991–95) Aufwertung (A) Abwertung (D)	(2) Zinskonvergenz- prozess <sup>3</sup> Ja/Nein (1996–1998)	(3) Timing <sup>4</sup> : Pro- vs. Anti-zyklisch	(4) »Zusatzlast/-subvention« (in Prozentpunkten +/-) <sup>5</sup>	(5) $\Delta$ Zinsdienst <sup>6</sup> (in Prozentpunkten)	(6) $\Delta$ Schuldenstands- quote (in Prozentpunkten)
Deutschland	A	–	P	13,9	0,4	26,5
Italien <sup>1</sup>	D	J	P	33,3	-6,4	1,6
Belgien	–	J	P	22,2	-5,5	-28,5
Niederlande <sup>2</sup>	–	N	P	2,0	-2,6	-22,8
Finnland	D	J	P	5,7	2,1	27,5
Griechenl. <sup>7</sup>	D	J	P	3,5	-4,4	20,7
Portugal	D	J	P	-0,6	-5,7	-1,0
Frankreich	–	J	A	12,4	0,2	29,2
Österreich	–	N	A	10,4	-0,7	9,4
UK <sup>1</sup>	D	J	A	2,6	-0,7	10,0
Schweden	D	J	A	19,8	0,1	7,4
Dänemark	–	J	A	12,8	-2,6	-21,1
Spanien	D	J	A	-2,2	-1,5	13,4
Irland	D	J	A	-34,8	-5,5	-63,1

1 Die durch die EWS-Krisen bedingten Verschiebungen der nominalen Wechselkurse wurden in Italien (1995/96) teilweise, in Großbritannien (UK) (ab 1996) dagegen vollständig kompensiert.

2 Verfolgte Alternativstrategie zur realen Abwertung über Politik der Lohndisinflation.

3 Bezieht sich auf das Sinken der nominalen Zinssätze am kurzen und langen Ende auf das deutsche Niveau (insbesondere in der Zeit nach 1995), wobei allein Schweden und Großbritannien 1992 zu autonomer nationaler Geldpolitik zurückkehrten.

4 Trennt Länder, die ihre Konsolidierungsbemühungen verstärkt während der langen Stagnation in der ersten Hälfte der 1990er verfolgten (prozyklisch), von jenen, die dies im Kern bis zur zweiten Hälfte des Jahrzehnts aufschoben (antizyklisch).

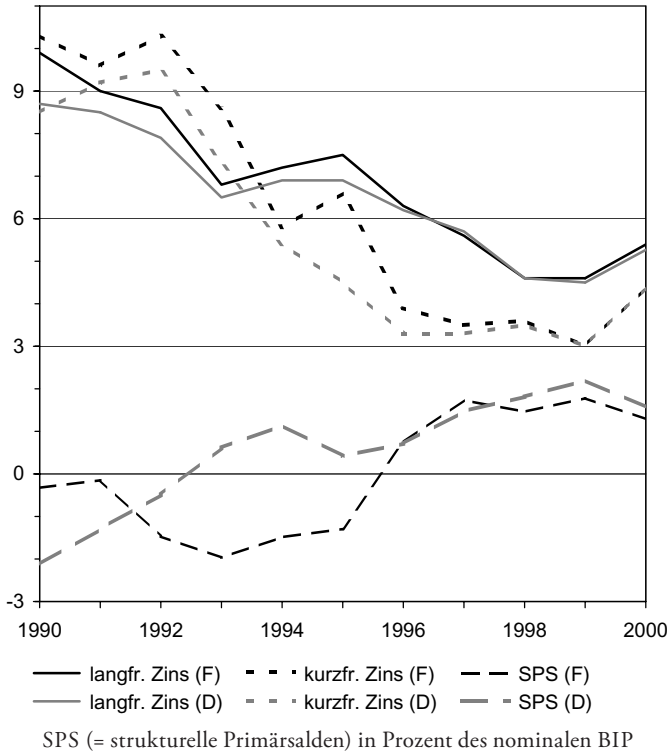
5 Bemisst den Beitrag zur Schuldendynamik, der sich aus der nationalen »Zinslücke« (Differenz zwischen nominalen Bondzins und nominaler BIP-Wachstumsrate) relativ zur US-Zinslücke ergab.

6 Zinsen auf öffentliche Schulden in Prozent des BIP.

7 Wegen fehlender Daten zu Bondzinsen vor 1997 wurde auf Bankzinsen zurückgegriffen.



Abbildung 6: Frankreichs im Vergleich zu Deutschland antizyklischer policy mix.  
Aufschub der Konsolidierung bis zum Einsetzen der Zinskonvergenz  
(linke Skala: in Prozent)

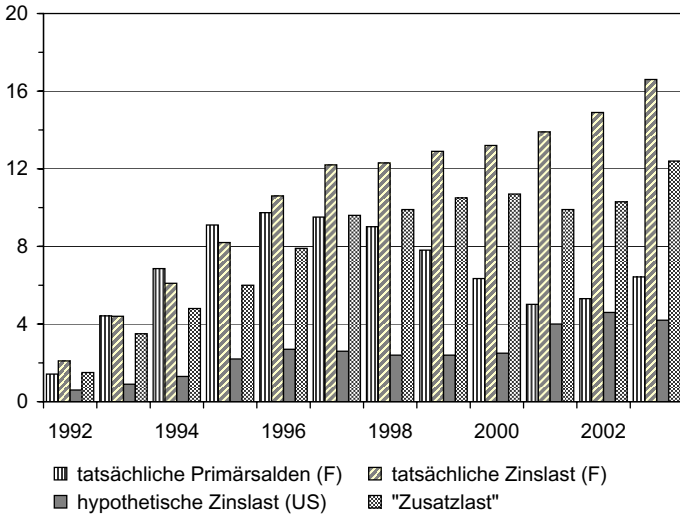


Quelle: OECD 2003

USA lag in der Geldpolitik: frühe, aggressive Zinssenkungen und Dollarschwäche im Gegensatz zu den EWS-Ausstrahlungen der Hochzinspolitik der Bundesbank. In Frankreich war das Nominalzinsniveau beständig deutlich höher als das nominale BIP-Wachstum. Spalte 4 zeigt an, dass sich aus dieser im Vergleich zu den USA sehr ungünstigen Zinslücke für den französischen Steuerzahler eine »Zusatzlast« von über zwölf Prozentpunkten des BIP ergab. (Abbildung 7)

Betrachtet man als weiteres anschauliches Beispiel Spanien, so ergab sich dort eine erste Konsolidierungsstufe 1991/92, die durch die Peseta-Abwertungen abgefedert wurde, während die Konsolidierung im Kern erst einsetzte, als Spanien durch die Zinskonvergenz besonders stark begünstigt wurde, ab 1996. Der einsetzende Binnennachfrageboom bescherte dem Land dann ab 1998 sogar eine Konstellation zwischen nominalen BIP-Wachstum und Nominalzins, die im Vergleich zu den USA für Spanien eine »Zinssubvention« von 2,3 Prozentpunkten einbrachte; wogegen etwa Italien eine Zusatzlast von 33 Prozentpunkten zu schultern hatte. (Abbildung 8, S. 100)

Abbildung 7: Frankreichs Zinslastfaktor am Werk.  
 Kumulative Beiträge der Primärsalden und der Zinslast seit 1991  
 (linke Skala: Veränderung der Schuldenstandsquote in Prozentpunkten)



Zinslast bemisst Beitrag der Zinslücke zur Schuldendynamik, berechnet für tatsächliche Zins-Wachstums-Konstellation und hypothetisch auf Basis der US-Konstellation;  
 »Zusatzlast« zeigt Differenz

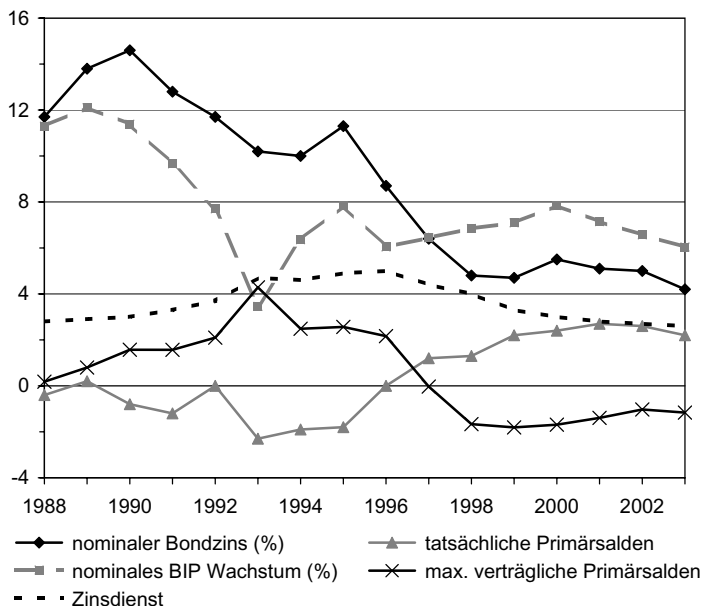
Quelle: OECD 2003

Zusammenfassend scheint es wenig überraschend, dass Länder, die Währungsabwertungen erfuhren und/oder dank des Zinskonvergenzprozesses starke Zinssenkungen erlebten und/oder antizyklische statt prozyklische Fiskalpolitik betrieben, eine insgesamt bessere Wachstumsperformance und in der Regel bessere Resultate bei der Konsolidierung erzielten. Während die 1990er für die Eurozone insgesamt als vergeudetetes Jahrzehnt anzusehen sind, vergleicht man die Entwicklung mit dem langen Aufschwung der USA, wo mittels flexibler Nachfragepolitik die Chancen niedriger Inflation genutzt wurden, waren die Erfahrungen innerhalb der EU doch höchst unterschiedlich.<sup>17</sup>

Für die Zukunft gilt jedoch: Die teilweise günstigen Erfahrungen einzelner kleiner Länder sind als Quelle gut gemeinter Politikratschläge für die Eurozone insgesamt völlig ungeeignet. Die von den Niederlanden lange erfolgreich betriebenen Lohnunterbietungsstrategie kann für die Eurozone nicht funktionieren. Ebenso wenig ist die dreißigprozentige Währungsabwertung Finnlands gefolgt von einem Leistungsbilanzumschwung von zwölf Prozentpunkten als Blaupause für die Eurozone geeignet. Auch das Wirtschafts- und Konsolidierungswunder Irland hält für die Eurozone keine frohe Kunde bereit, sobald man sich über die entsprechenden Größenordnungen ausländischer Direktinvestitionen

17 Für weitere länderspezifische Details siehe Bibow (2004b).

Abbildung 8: Spaniens Zinslastfaktor wird mit der WWU zur Subvention  
(linke Skala: in Prozent des nominalen BIP)



Primärsaldo für 2000 ohne UMTS-Einnahmen

Quelle: OECD 2003

und EU-Transfers (die sich die Eurozone dann selbst gewähren müsste) bewusst wird. Die Eurozone ist ein sehr großes Wirtschaftsgebiet. Nachhaltiges Wachstum kann nur auf der Binnennachfrage basieren. In den vergeudeteten 1990ern hat sich die Eurozone, speziell Deutschland, in einem ungewöhnlich hohen Maß auf Exportwachstum verlassen – als Trittbrettfahrer der Nachfragepolitik der USA! Das kann nicht auf Dauer funktionieren, zumal nicht in Zeiten tendenzieller Euro-Aufwertung. Auch wird es für die jetzigen Mitglieder keinen zweiten Zinskonvergenzschub geben.

Weder Deutschland noch Holland, sondern die USA stellen das für die Eurozone einzig relevante Vorbild dar. Denn es gilt: Für nachhaltiges Wachstum kann die zweitgrößte Wirtschaftsregion der Welt auf gezielte Steuerung der Nachfrage durch adäquate Geld- und Fiskalpolitik nicht verzichten. Mittels geeignetem *policy mix* aus Geld- und Fiskalpolitik sind zum einen das Auftreten anhaltend negativer Produktionslücken und zum anderen jene unnötige Zinslast zu verhindern, die sich aus im Vergleich zum nominalen BIP-Wachstum zu hohen Nominalzinsen ergibt. Wirtschaftliche Verschwendung durch anhaltende Unterauslastung und dadurch bedingte Langzeitarbeitslosigkeit sowie im Vergleich zum (fehlenden) Wachstum beständig zu hohe Zinsen stellen die Hauptursachen für die Finanzprobleme in der Eurozone dar. Sie sind nicht durch Sparpolitik, sondern allein durch wachstumsorientierte Makrowirtschaftspolitik zu beheben.

Dabei zeigt die in der Eurozone seit Mitte der 1990er etablierte extrem niedrige Lohn-inflationsrate von gut zwei Prozent einmal mehr, welche Chancen hier bislang sinnlos vergeudet wurden.<sup>18</sup> Inflationsauftriebskräfte kamen weder vom Arbeitsmarkt, noch basierten sie auf Übernachfrage auf dem Gütermarkt, sondern waren Folge wirtschaftlicher Schwäche.

Erst verschreckte die EZB mit ihrer verwirrenden Kommunikationspolitik und wachstumsfeindlichen Zinspolitik (in weniger als einem Jahr hat sie ihren Zins fast verdoppelt!) die Finanzmärkte derart, dass der Euroabsturz 1999/2000 die Inflation über steigende Importpreise in die Höhe trieb. Dann ließ sie die unnötig abgewürgte Binnennachfrage 2001 in anhaltende Stagnation ableiten, was krampfhaftige Versuche zur Einhaltung des SWP bedingte und wiederum die Inflation über Erhöhungen indirekter Steuern und administrierter Preise oberhalb der Zwei-Prozentmarke hielt.<sup>19</sup>

War es dies, was Otmar Issing im Dezember 2002 mit seiner Warnung vor »Stagflation« meinte, als weltweit Ökonomen Sorge vor Deflationsrisiken hegten – und auch entsprechend handelten? Dabei hatte der Chef-Volkswirt der EZB im Juni 2003 selbst erklärt, dass »die jetzigen Überschreitungen der Haushaltspläne [...] vor allem mit der schwachen Wirtschaftslage zu tun [hätten].« (Der Spiegel 2003) Dennoch fordert die EZB immer neue Sparversuche der Regierungen ein, die sie anscheinend weiterhin zur Überwindung der schwachen Wirtschaftslage für geeignet hält, lehnt ihre eigene Verantwortung für Wachstum, was eine gezielte Nachfragesteuerung erforderte, aber stur ab. Will die Eurozone diesen im Maastricht-Regime angelegten Bias zur Stagnation überwinden, ist eine grundlegende Reform des Regimes dringend erforderlich.

### *7. Abschließende Reformvorschläge für Deutschland und die Eurozone*

Das Maastricht-Regime schreibt der Fiskalpolitik eine blinde Defizitorientierung vor, die jeder theoretischen Grundlage entbehrt. Der unabhängig über die Geldpolitik entscheidenden EZB gewährt das Regime ein in der Welt wohl einzigartiges Maß an Diskretion, welches die Bank bislang zu wachstumsunverträglicher Inflationsbesessenheit verleitete. Bei solchem *policy mix* ist anhaltende Stagnation wenig überraschend. Reagiert die Finanzpolitik – in die Zwangsjacke des SWG gezwängt – auf stagnationsbedingte Budgetprobleme durch immer neue Sparversuche, wirkt die Makropolitik gänzlich als Wachstumsbremse. Dabei kann es selbst bei im Ganzen deflationären wirtschaftlichen Tendenzen aufgrund von Erhöhungen indirekter Steuern zu inflationären Begleiterscheinungen kommen, welche den kontraproduktiven Charakter dieser Makropolitik besonders zum Ausdruck bringen. So verfehlte die EZB ihr selbst gestecktes Ziel einer Inflation von »unter zwei Prozent« in vier von fünf Jahren nicht etwa aufgrund zu laxer Geldpolitik, hoher Lohnsteigerungen

<sup>18</sup> Zu den Gefahren dieser Situation siehe Kromphardt (2003).

<sup>19</sup> Milton Friedman ist ein ausgesprochener Gegner von Zentralbankunabhängigkeit (vgl. Bibow 2004a), da »money is far too important to be left to the central bankers.« (Friedman 1992b)

oder Gütermarktüberschussnachfrage, sondern aufgrund ihrer eigenen, für die anhaltende Wirtschaftsschwäche verantwortlichen Politikfehler. Die daraus entstehenden Belastungen für Beschäftigung und öffentliche Haushalte sind immens.

Die hier vorgeschlagene Regimereform enthält im Kern die Strategie des nominalen BIP-Ziels als Grundlage der Makrowirtschaftspolitik. Die Fiskalpolitik bedarf dazu einer Kehrtwende: Weg von der Defizitorientierung, hin zur Wachstumsorientierung. Die entscheidende Variable in Domars fundamentaler Gleichung ist das Wirtschaftswachstum. Eine direkte Fokussierung auf die Defizitquote ist aus theoretischer Sicht völlig verfehlt. Gilt es zwecks Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen die öffentliche Schuldenstandsquote innerhalb einer bestimmten Bandbreite zu stabilisieren, ist dies speziell in einer großen Volkswirtschaft nur mittelbar durch eine auf Wachstum der Binnennachfrage ausgerichtete Makrowirtschaftspolitik erreichbar, quasi als Nebenbedingung einer mittelfristigen Finanzplanung. Diskretionäre Ausgaben, speziell öffentliche Investitionen, bedürfen dazu einer Verstetigung entlang eines angemessenen Wachstumspfad für das nominale BIP – welches damit, länderspezifisch gestaltet, anstelle sinnloser Defizitkriterien zum zentralen Koordinierungsinstrument der WWU wird. Nicht nur sollten die eingebauten Stabilisatoren frei wirken. Bei fehlendem Zentralbudget ist den Ländern der WWU zur Bekämpfung asymmetrischer Schocks ein darüber hinaus gehendes Maß an Flexibilität zuzugestehen. Nachhaltige Staatsfinanzen können sich nur als Folge angemessenen Wachstums einstellen, das durch gezielte Stabilisierungspolitik sicher zu stellen ist.

Dabei trägt die Geldpolitik eine ganz entscheidende Mitverantwortung. Die Unabhängigkeit der EZB ist derart zu beschränken, dass eine dem Wirtschaftswachstum so abträgliche Geldpolitik, wie sie von der Bank bislang verfolgt wurde, für die Zukunft verhindert wird. Dem Vorbild der US Federal Reserve entsprechend, sollte die EZB dazu explizit auf Wirtschaftswachstum und Beschäftigung verpflichtet werden. Denn das duale Mandat der amerikanischen Zentralbank gibt ihr im Grunde die Strategie des nominalen BIP-Ziels vor.

Auch für die Lohnpolitik enthält diese Konzeption eine wichtige Disziplinierung. Denn bei gegebenem nominalen BIP-Ziel bedingt eine inflationstreibende Lohnpolitik ein entsprechend geringeres reales BIP-Wachstum. Anders herum erzwingt eine Politik der Lohnzurückhaltung aber auch eine expansivere Geldpolitik – jener entscheidende Mechanismus, welcher im Maastricht Regime fehlt und zum vergeudeteten Jahrzehnt der 1990er sowie in die heutige Stagnationskrise führte.

So würden die entscheidenden Lehren nicht nur aus den europäischen Erfahrungen, sondern auch aus der amerikanischen Wirtschaftspolitikpraxis gezogen. In einer großen Volkswirtschaft kann blinde Sparpolitik nicht funktionieren, schon gar nicht, wenn auch die Geldpolitik im Kern Anti-Nachfragepolitik betreibt. Eine gezielte Steuerung der Binnennachfrage ist vielmehr zwingend erforderlich, um angemessenes Wachstum zu erreichen und nachhaltige Staatsfinanzen zu ermöglichen. Ein angemessener Vorbehalt zur Vorbildfunktion amerikanischer Wirtschaftspolitik beträfe das wohl übertriebene Maß der dortigen Konsolidierungspolitik in den 1990ern. Dies hat die Geldpolitik überfordert, und der beobachtete Anstieg privater Verschuldung und Entwicklungen auf den Vermögensmärkten waren die Kehrseite dieser Politik-Übertreibung.

Japan ist dagegen als warnendes Beispiel Ernst zu nehmen: Anhaltende Stagnation bedingt Zerrüttung der Staatsfinanzen. Dabei ist hier zu betonen, dass Japan in eine Deflation abglitt, obgleich dem Land von vielen Beobachtern Peinigung durch vielfältigste Strukturprobleme bescheinigt worden war (wogegen laut EZB-Chefökonom Otmar Issing in der Eurozone auf Strukturprobleme ja zumindest als Absicherung gegen Deflationsrisiken Verlass sei). Einmütig wird der BOJ heute krasses Versagen vorgeworfen. Vorsatz, die alternative Erklärungshypothese Richard Werners, wäre nicht schmeichelhafter, dafür politisch noch brisanter.

So ließe sich vielleicht auch für die Eurozone – entgegen der dieser Arbeit zugrunde liegenden Inkompetenzhypothese – eine Vorsatzhypothese glaubhaft formulieren. In einem Interview weist Manfred J. M. Neumann – als »leading German monetarist«<sup>20</sup> – auf eine strukturell kritische Rolle der unabhängigen EZB hin. Dazu befragt, dass zwar »all economists« in puncto nötiger Strukturreformen übereinstimmen würden, aber dennoch meinten, dass »you need also to have lower interest rates and more stimulative monetary policy to encourage demand at the same time as you go ahead with the structural reforms«, antwortete Neumann:

»Well, they forget the incentives of the politicians. That if they see signs of improvement in the economy they think »well, now we don't have to do the hard job of structural reform««. (2003: 20)

Geht es um das Erpressen struktureller Reformen, wie sie bei bestimmten Interessengruppen höchste Popularität genießen, darf die »neutrale« Geldpolitik einer »politisch unabhängigen« Zentralbank demnach Stagnation verordnen. Mag man auch das hierin offenbarte Demokratieverständnis nicht weiter kommentieren, unter dieser Hypothese wäre eine Reform des Maastricht-Regimes sicher kaum weniger dringlich.

#### *Literatur*

- Bernanke, Ben (2003): Some Thoughts on Monetary Policy in Japan, Rede, Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, 31. Mai 2003, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531/default.htm>
- Bibow, Jörg (1998): Geldpolitik als Inflationsursache?, in: Birger P. Priddat/Arnis Vilks (Hg.), *Wirtschaftswissenschaft und Wirtschaftswirklichkeit*, Marburg, S. 15–78
- Bibow, Jörg (2001a): Making EMU Work: Some Lessons From the 1990s, in: *International Review of Applied Economics*, Jg. 15, H. 3, S. 233–259
- Bibow, Jörg (2001b): The Economic Consequences of German Unification: The Impact of Misguided Macroeconomic Policies, Levy Economics Institute, Public Policy Brief Nr. 67
- Bibow, Jörg (2001c): Easy Money Through the Back Door: The Markets Versus the ECB, Working Paper no. 323, Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute

<sup>20</sup> Milton Friedman ist ein ausgesprochener Gegner von Zentralbankunabhängigkeit (vgl. Bibow 2004a), da »money is far too important to be left to the central bankers.« (Friedman 1992b)

- Bibow, Jörg (2002a): The Markets Versus the ECB, and the Euro's Plunge, in: *Eastern Economic Journal*, Jg. 28(1), S. 45–57
- Bibow, Jörg (2002b): The Monetary Policies of the European Central Bank and the Euro's (mal-) Performance: A Stability-Oriented Assessment, in: *International Review of Applied Economics*, Jg. 16(1), S. 31–50
- Bibow, Jörg (2003a): On the ›Burden‹ of German Unification, in: *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Jg. 61, H. 225, S. 137–169
- Bibow, Jörg (2003b): Zur (Re-) Etablierung zentralbankpolitischer Institutionen und Traditionen in Westdeutschland: Theoretische Grundlagen und politisches Kalkül (1946–67), ISTÖ Arbeitspapier Nr. 68, erscheint in: Scheer, Christian (Hg.) *Studien zur Entwicklung der Ökonomischen Theorie XXII – Die deutschsprachige Wirtschaftswissenschaft nach 1945*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Berlin
- Bibow, Jörg (2003c): Is Europe Doomed to Stagnation?, Working Paper no. 379, Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute
- Bibow, Jörg (2004a): Reflections on the Current Fashion for Central Bank Independence, in: *Cambridge Journal of Economics* (forthcoming)
- Bibow, Jörg (2004b): Fiscal Consolidation: Contrasting Strategies & Lessons From International Experiences, Levy Economics Institute, Working Paper Nr. 400
- Bibow, Jörg (2004c): Assessing the ECB's Performance Since the Global Slowdown: A structural policy bias coming home to roost?, Working Paper no. 409, Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute
- Blanchard, Olivier (1987): A US View, in: *Economic Policy*, Jg. 2, H. 1, S. 195–200
- Blanchard, Olivier et al. (1990): The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question, *OECD Economic Studies*, Nr. 15, Paris: OECD
- Blinder, Alan S./Janet L. Yellen (2001): The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s. A Century Foundation Report, New York: Century Foundation Press
- Buiter, Willem H. (1985): A Guide to Public Sector Debt and Deficits, in: *Economic Policy*, Jg. 1, H. 1, S. 4–69
- Domar, Evsey D. (1944): The ›Burden of the Debt‹ and the National Income, in: *American Economic Review*, Jg. 34, H. 4, S. 798–827
- Domar, Evsey D. (1993): On Deficits and Debt, in: *American Journal of Economics and Sociology*, Jg. 52, H. 4, S. 475–8
- Duisenberg, Wim (2003): Monetary and Fiscal Policy in the Euro Area, Berlin, Vortrag am 3. Juni 2003
- ECB (2003): Box 5: Direct impact of changes in administered prices and indirect taxes on euro area HICP developments, in: *Monthly Bulletin*, März, S. 35f.
- ECB (2004): Box 3: The impact of developments in indirect taxes and administered prices on inflation, in: *Monthly Bulletin*, Januar, S. 27–8
- Fels, Gerhard/Hans-Peter Fröhlich (1987): Germany and the World Economy: A German View, in: *Economic Policy*, Jg. 2, H. 1, S. 178–95
- Friedman, Milton (1992a): Too Tight for a Strong Economy, in: *Wall Street Journal*, 23. Oktober

- Friedman, Milton (1992b): *Money Mischief – Episodes in Monetary History*, San Diego, New York, London: Harcourt Brace & Co
- Friedman, Milton (2002): Comment on Gaspar and Issing, in: *Australian Economic Papers*, Jg. 41, H. 4, S. 366–8
- Giavazzi, Francesco/Marco Pagano (1990): Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries, in: *NBER Macroeconomics Annual*, S. 75–122
- Godley, Wynne (1999): *Seven Unsustainable Processes*, Levy Economics Institute, Special Report
- Godley, Wynne/Alex Izurieta (2001): *As the Implosion begins ... ? Prospects and Policies for the US Economy: A Strategic View*, Levy Economics Institute
- Godley, Wynne/Alex Izurieta (2002): *Strategic Prospects and Policies for the U.S. Economy, Strategic Analysis*, Levy Economics Institute
- Hall, Robert E. (1984): *Monetary Policy for Noninflationary Growth*, in: Moore, John M. (Hg.), *To Promote Prosperity: U.S. Domestic Policy in the Mid-1980s*, Stanford: Hoover Institution Press, S. 61–71
- Hellwig, Martin/Manfred J. M. Neumann (1987): *Economic Policy in Germany: Was there a Turnaround?*, in: *Economic Policy*, Jg. 2, H. 2, S. 105–45
- Horn, Gustav A./Wolfgang Scheremet (1999): *Erfolgreiche Konsolidierung des amerikanischen Staatshaushalts – ein Beispiel für Europa?*, in: *DIW Wochenbericht*, Jg. 66, H. 12
- IMF (2001): *Fiscal Improvement in Advance Economics: How Long will it Last?*, *World Economic Outlook*, Washington: IMF
- Issing, Otmar (2002): *The Euro After Four Years: Is There a Risk of Deflation?*, 16th European Finance Convention, London, 2. Dezember 2002; <http://www.ecb.int/key/02/sp021202.pdf>
- Kenen, Peter (1995): *Economic and Monetary Union in Europe – Moving beyond Maastricht*, Cambridge: CUP
- Keynes, John M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan
- Kromphardt, Jürgen (2003): *Lohnpolitik bei möglicher Deflation*, in: *Wirtschaftsdienst*, Jg. 83, H. 8, S. 501–508
- McCallum, Benet T. (1987): *The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example*, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Jg. 123, H. 3, S. 415–429
- Meade, James E. (1978): *The Meaning of Internal Balance*, in: *Economic Journal*, Jg. 88, H. 127, S. 423–35
- Miller, Marcus (1987): *A European View*, in: *Economic Policy*, Jg. 2, H. 1, S. 200–204
- Neumann, Manfred J. M. (2003): *Interview*, in: *Quarterly Journal of Central Banking*, Jg. 13, H. 4, S. 15–24
- OECD (2003): *Economic Outlook*, Nr. 74, Paris: OECD
- Pasinetti, Luigi L. (1997): *The Social Burden of High Interest Rates*, in: Arestis, Philip et al. (Hg.), *Capital Controversy, Post-Keynesian Economics and the History of Economic Thought*, London, New York: Routledge, S. 160–168



- Pasinetti, Luigi L. (1998): The Myth (or Folly) of the 3% Deficit/GDP Maastricht Parameter, in: Cambridge Journal of Economics, Jg. 22, H. 1, S. 103–16
- Posen, Adam (1998): Restoring Japan's Economic Growth, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten, Wiesbaden, diverse Jahrgänge
- Scherf, Harald (1986): Enttäuschte Hoffnungen – vergebene Chancen, Göttingen
- Scherf, Harald (1988): Bemerkungen zur politischen Ökonomie des Beschäftigungsproblems, in: Vogt, Winfried (Hg.), Politische Ökonomie heute – Beiträge zur Tagung des Arbeitskreises Politische Ökonomie im Herbst 1987, Regensburg, S. 55–62
- Der Spiegel (2003): »Wir nehmen Risiken ernst«, Interview mit Otmar Issing, 16. Juni 2003
- Tietmeyer, Hans (1991): The Role of an Independent Central Bank in Europe, in: Downes, Patrick/Vaez-Zadeh, Reza (Hg.), The Evolving Role of Central Banks, Central Banking Department, IMF, Washington D. C., S. 176–189
- Tobin, James (1980): Stabilization Policy Ten Years After, in: Brookings Papers on Economic Activity, H. 1, S. 19–72
- Vocke, Wilhelm (1973): Memoiren, Stuttgart
- Werner, Richard (2003): Princes of the Yen, Armonk, N. Y.: M. E. Sharpe