

Schettkat, Ronald

Article — Published Version

## Aggressive Geld- und Fiskalpolitik überwindet Rezession

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Schettkat, Ronald (2004) : Aggressive Geld- und Fiskalpolitik überwindet Rezession, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 84, Iss. 3, pp. 149-151

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/42341>

**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.*

# Renaissance der Globalsteuerung?

*Mit einer Kombination aus wiederholten Zinssenkungen und Haushaltsdefiziten bekämpften die Vereinigten Staaten ihre jüngste Rezession. Findet in den USA eine bemerkenswerte Renaissance aktiver keynesianischer Stabilisierungspolitik statt? Können die Wirtschaftsprobleme Deutschlands durch Globalsteuerung gelöst werden?*

Jürgen Kromphardt

## Renaissance der Makropolitik: Vorreiter USA

In der wirtschaftspolitischen Debatte und in der Wirtschaftspolitik ist zwischen den Vereinigten Staaten von Amerika und Japan, aber auch Großbritannien auf der einen Seite und dem Euro-Raum auf der anderen Seite eine deutliche Diskrepanz festzustellen: In den USA und in Japan versucht die Geld- und Fiskalpolitik, durch Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage dem konjunkturellen Einbruch (USA) bzw. der lang anhaltenden Stagnation (Japan) entgegenzusteuern. Im Euro-Raum ist von solchen Aktivitäten und Forderungen danach wenig zu spüren. Um diese Diskrepanz aufzuzeigen und zu erläutern, wird zunächst auf die Entwicklung in den USA und in Japan eingegangen.

### Aktive Nachfragesteuerung in den USA

In den USA hat sowohl die Geldpolitik als auch die Fiskalpolitik auf das bereits im Jahr 2000 einsetzende Ende des langen Booms der 90er Jahre und auf die durch die Ereignisse des 11. September 2001 verstärkte konjunkturelle Tal-

fahrt mit expansiven Maßnahmen reagiert. Die amerikanische Notenbank senkte in dreizehn Schritten ihren entscheidenden Zinssatz, den Zielsatz der Federal Funds Rate, auf 1%. Er war damit so niedrig wie zuletzt vor 45 Jahren. Die Zentralbank nahm dabei einen kräftigen Anstieg der Geldmenge M2 hin, die dort die größte Aufmerksamkeit findet. Diese nahm in den ersten neun Monaten des Jahres 2003 um 7,5% gegenüber dem Vorjahr zu<sup>1</sup>.

Die expansive Geldpolitik schlug sich auch in den Marktzinssätzen nieder; so sank der kurzfristige Zinssatz (für Drei-Monats-Wechsel) von einem Durchschnittsniveau im Jahr 2000 von 6,5% auf nur 1,2% im Jahresdurchschnitt 2003. Auch der langfristige Zinssatz wurde durch diese Politik nach unten gezogen, wenn auch, wie zu erwarten, weniger deutlich, nämlich für Staatsschuld-papiere mit einer Laufzeit von zehn Jahren und mehr

<sup>1</sup> Alle Zahlen zu den USA stammen aus dem Jahresgutachten 2003/04 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

von 6,1% im Jahr 2000 auf 4,6% im Jahr 2003.

Auch die Fiskalpolitik schwenkte auf einen expansiven Kurs. Im Jahr 2000 hatte der Staat (Gebietskörperschaften und Sozialversicherung) insgesamt einen Überschuss von 1,4% des Bruttoinlandsproduktes erzielt. Durch Steuersenkungen und Ausgabensteigerungen kehrte sich das Vorzeichen des Finanzierungssaldos jedoch um, und es ergab sich im Jahr 2003 das Rekorddefizit von 5,2%, wieder bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt. Unterstützt durch diese Maßnahmen blieben selbst im Jahr 2001, als die privaten Anlageninvestitionen um 3,8% schrumpften und gleichzeitig die Exporte von Waren und Dienstleistungen um 5,4% zurückgingen, die Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes (in Preisen von 1996) im positiven Bereich. Allerdings war der Zuwachs mit 0,3% im Jahr 2001 sehr gering. Anschließend schwenkte die amerikanische Wirtschaft jedoch wieder auf einen Wachstumspfad mit Zuwachsraten

von 2,4 bzw. 2,9% in den Jahren 2002 und 2003 ein.

Die Zinssenkungen trugen dazu bei, dass die privaten Anlageinvestitionen, die nach 2001 auch im Jahr 2002 noch einmal geschrumpft waren (um 3,1%), im Jahr 2003 wieder um 4,1% zunahmen, und dies, obwohl die Kapazitätsauslastung in der Industrie (ohne Baugewerbe) noch sehr niedrig blieb, so dass von dieser Seite aus im Durchschnitt der Industrie keine Notwendigkeit zur Ausweitung der Produktionskapazitäten bestand. Sollte sich der derzeitige Aufschwung fortsetzen und die Kapazitätsauslastung zunehmen, dürften die privaten Anlageinvestitionen stärker steigen: denn zwischen dem Auslastungsgrad der Industrie und den privaten Anlageinvestitionen besteht ein zeitlich verzögerter, signifikanter positiver Zusammenhang. Die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2003 war mit einem geringfügigen Anstieg der Beschäftigung verbunden (um 0,8%), während die Arbeitslosenquote mit 6,0% das Vorjahresniveau noch geringfügig übertraf.

#### Optimistische Verbraucher

Trotz des Einbruchs von privaten Anlageinvestitionen und Exporten stieg die reale Konsumgüternachfrage der Privaten kontinuierlich an; selbst im Jahr 2001 um immerhin 2,5%. Angesichts der Stärke des Einbruchs bei den Aktienkursen, die wegen des breit gestreuten Aktienbesitzes für die amerikanischen privaten Haushalte eine wesentlich größere Bedeutung haben als z.B. in Deutschland, ist diese kontinuierliche Aufwärtsentwicklung der privaten Konsumausgaben eine beachtliche Entwicklung, die ohne die expansive Geld- und Fiskalpolitik kaum denkbar gewesen wäre.

Offenbar haben die amerikanischen Verbraucher weitgehend darauf vertraut, die energische expansive Geld- und Fiskalpolitik werde die amerikanische Wirtschaft schnell aus dem konjunkturellen Einbruch herausführen, und haben trotz der überaus schwachen Entwicklung ihrer Bruttoeinkommen ihre Konsumausgaben ausgedehnt. Dieser positive Vertrauenseffekt hat offenbar mögliche Ängste überkompensiert, die sich aus dem Defizit des Staatshaushalts, das allerdings im Jahr 2001 mit 0,5% des Bruttoinlandsprodukt noch sehr geringfügig war, für die langfristige Entwicklung der

öffentlichen Finanzen und aus der kräftigen Zinssatzsenkung für die Entwicklung der Verbraucherpreise hätten ergeben können.

#### Nachfragesteuerung in Japan

Während die Entwicklungen in den USA für eine positive Einschätzung expansiver Geld- und Fiskalpolitik spricht, liefert Japan kein eindeutiges Bild bezüglich des Erfolgs solcher Politik<sup>2</sup>. In Japan sind schon seit Beginn der 90er Jahre die Zinssätze extrem niedrig und der Staat weist ein hohes Finanzierungsdefizit auf. So liegt der kurzfristige Zinssatz seit nunmehr drei Jahren bei 0,1%, der langfristige Zinssatz (für Staatsschuld-papiere mit einer Laufzeit von zehn Jahren und mehr) bei knapp über 1%. Allerdings sind die realen Zinssätze höher, da in Japan bereits seit 1998 und bis 2003 eine deflationäre Entwicklung zu beobachten ist: Die Verbraucherpreise sinken dabei seit dem Jahr 2000 um jährlich fast 1,5%, der BIP-Deflator noch etwas stärker. Aber dennoch sind diese Zinssätze sehr niedrig, insbesondere der langfristige Realzins liegt deutlich unter dem Realzins in den USA.

Was die Fiskalpolitik betrifft, so hat sich der Finanzierungssaldo des Staates bei einem Defizit von etwas über 7% des Bruttoinlandsprodukts eingependelt. Der Staat gibt also deutlich mehr Geld aus, als er einnimmt, obwohl er seine Ausgaben in den Jahren 2001 und 2002 nur geringfügig erhöht und im Jahr 2003 sogar um 1,5% verringert hat.

<sup>2</sup> Siehe zur wirtschaftlichen Entwicklung in Japan auch G. Kasten: Untersuchungen zu Verschuldung und Deflation, Berlin 2000; G. Weinert: What Went Wrong in Japan: A Decade-Long Slump, in: M. Schrooten (Hrsg.): Japan: How to Overcome the Difficult Decade, in: DIW-Vj.-Heft 4 (2001), S. 460-473; sowie OECD: OECD Economic Surveys: Japan, Paris (OECD) 1999 und 2004.

Die Autoren  
unseres Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Jürgen Kromphardt, 70, ist Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftstheorie an der Technischen Universität Berlin und war bis Ende Februar 2004 Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.*

*Prof. Dr. Gerhard Illing, 48, ist Leiter des Seminars für Makroökonomie am Institut für Volkswirtschaftslehre der Ludwig-Maximilians-Universität München und Forschungsdirektor am Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung in München.*

*Prof. Dr. Ronald Schettkat, 49, lehrt Wirtschaftswissenschaften an der Bergischen Universität Wuppertal. Er ist bis Mitte dieses Jahres Resident Scholar an der Russel Sage Foundation in New York.*

Damit waren von der Geld- und Fiskalpolitik die Voraussetzungen geschaffen, um dem privaten Sektor Schwung zu verleihen. Dieser blieb allerdings ein Jahrzehnt lang aus. Erst in den Jahren 2000 und 2003 expandierte das Bruttoinlandsprodukt nennenswert (um über 2,5% pro Jahr).

### **Gründe für die fehlende Wirksamkeit**

Worauf ist diese fehlende Wirksamkeit zurückzuführen? Auf diese Frage findet man keine einhellige Antwort, stattdessen viele Hinweise auf die Probleme des japanischen Bankensektors und der hoch verschuldeten japanischen Unternehmen und Unternehmensverbände sowie auf die Grenze, auf die eine expansive Geldpolitik bei Deflation trifft<sup>3</sup>. Hervorzuheben ist aber vor allem der Ersparnisüberschuss der japanischen Volkswirtschaft. Katz<sup>4</sup> betont zu Recht, dass dieser vor allem auf die hohe Ersparnisbildung bei den Unternehmen zurückzuführen ist, für die er die kartellierte Struktur der japanischen Volkswirtschaft verantwortlich macht.

Während sich die Sparquote der privaten Haushalte von Beginn der 90er Jahre bis heute halbierte (von über 14% auf unter 7%)<sup>5</sup>, sparte der Unternehmenssektor einen größer werdenden Teil seiner Gewinne und verwendete sie zur Schuldentilgung statt für Anlageinvestitionen. Daher verringerte

sich die gesamtwirtschaftliche Sparquote trotz der beträchtlichen staatlichen Finanzierungsdefizite von dem hohen Niveau von 33% der Jahre um 1990 nur auf knapp 27%, während die privaten Anlageinvestitionen nach dem Platzen der Aktienkursblase (1991) und dem Ende der Immobilienpreishausse im darauf folgenden Jahr drastisch zurückgingen.

Die Anlageinvestitionen außerhalb des Wohnungsbaus verringerten sich von 1991 bis 1994 um 23%. Rascher, aber schwächer reagierten zunächst die Wohnungsbauinvestitionen, die von 1990 bis 1992 um 11% sanken und erst später, nämlich von 1996 bis 1998, um 25% einbrachen<sup>6</sup>.

Aus diesen Entwicklungen ist zu erkennen, dass die Wirkung der expansiven Fiskalpolitik darin bestand, die kontraktiven Wirkungen auszugleichen, die vom Unternehmenssektor ausgingen. Die Fiskalpolitik war aber nicht in der Lage, darüber hinaus die Initialzündung für einen Aufschwung zu geben, zumal ihr durch den inzwischen erreichten hohen Stand der staatlichen Verschuldung (155% des Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2003) kein Spielraum für zusätzliche expansive Maßnahmen bleibt.

### **Geld- und fiskalpolitische Zurückhaltung im Euro-Raum**

Vor dem Hintergrund der deutlichen Reaktion der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA auf die dortige Geld- und Fiskalpolitik und der stabilisierenden Wirkung der expansiven Fiskalpolitik in Japan ist es zumindest auffällig, dass in Kontinentaleuropa eine abweisende Einstellung gegenüber aktiver Geld- und Fiskalpolitik vorherrscht.

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung z.B. begnügt sich in seinem Jahresgutachten 2003/04 damit, die Entwicklung in den Vereinigten Staaten unter der neutralen Kapitalüberschrift: „Vereinigte Staaten: Erholung bei expansiver Wirtschaftspolitik“ darzustellen. Jede Bewertung, ob die Erholung dank oder trotz expansiver Wirtschaftspolitik erreicht wurde, wird an dieser Stelle vermieden.

Im Rahmen der Fiskalpolitik bedurfte es sogar langer Diskussionen, bis sich die Europäische Kommission und die meisten Regierungen wenigstens mit der Auffassung anfreundeten, die Anwendung des Europäischen Stabilitätspakts solle zumindest das Wirken der automatischen Stabilisatoren nicht verhindern und die Regierungen nicht zu einer prozyklischen Fiskalpolitik zwingen. Dieses ist zwar eine wichtige ökonomische Einsicht, aber noch kein Schritt hin zu einer aktiven Nachfragesteuerung.

Stattdessen wird in der finanzpolitischen Diskussion in Kontinentaleuropa die Einhaltung der Defizitkriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts gefordert und man glaubt, sich auf die Wirkung angebotspolitischer Maßnahmen verlassen zu können. Diese Maßnahmen sollen insbesondere zu einer Flexibilisierung der Güter- und der Arbeitsmärkte beitragen und die Anreize zu wirtschaftlicher Leistung durch den Umbau oder den Abbau von Steuerbelastungen oder Belastungen mit Sozialabgaben verstärken.

In der Geldpolitik steht die im EG-Vertrag verankerte Priorität des Preisstabilitätsziels einer aktiven beschäftigungsorientierten Aus-

<sup>3</sup> J. Jerger, G. Zimmermann: Geldpolitik bei Stagnation: Die Irrtümer der japanischen Notenbank, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaft, Band 53 (2002), S. 346-363; H. Siebert: Some Lessons from the Japanese Bubble, Kieler Arbeitspapiere Nr. 919, Kiel (IfW) 1999.

<sup>4</sup> R. Katz: Economic Anorexia: Japan's Real Demand Problem, in: Challenge, Vol. 42 (1999), S. 77-101.

<sup>5</sup> OECD: Wirtschaftsausblick Nr. 74, Ausgabe 2003/2, S. 248.

<sup>6</sup> Quelle der Zahlen: OECD: Wirtschaftsausblick, a.a.O., Anhangtabellen.

richtung entgegen, obwohl die EZB unter Wahrung ihres Hauptziels auch die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Europäischen Gemeinschaft unterstützen soll.

Die Europäische Zentralbank stellt jedoch ihr primäres Ziel stark in den Vordergrund; dies geht so weit, dass sie wiederholt die strikte Einhaltung des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes gefordert hat. So schreibt sie im Monatsbericht vom Januar 2004: „Zusammen mit den Bestimmungen des EG-Vertrags bleibt der gesamte finanzpolitische Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts von zentraler Bedeutung und muss in allen Punkten respektiert werden. Dies sind die Grundlagen für das Vertrauen in die EWWU. Sie sind von entscheidender Bedeutung nicht nur für die Stabilität, sondern auch für das Wachstum und stellen eine Voraussetzung für weiterhin niedrige Risikoprämien an den Finanzmärkten dar. Der EZB-Rat fordert daher die Regierungen und den ECOFIN-Rat dringend auf, ihrer Verantwortung gerecht zu werden und ihren im vergangenen November eingegangenen Verpflichtungen nachzukommen.“

#### **Ungebrochene Dominanz angebotspolitischer Vorstellungen**

Die EZB verlangt damit implizit, dass auch die Finanzpolitik dem Ziel der Preisstabilität untergeordnet wird, und dies, obwohl ein Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der staatlichen Defizite und der Inflationsrate theoretisch nicht ableitbar ist, solange die Notenbank (hier die EZB) keine Kredite an die öffentliche Hand vergeben darf.

In dem Hinweis der EZB, das Vertrauen in die EWWU (und das

heißt: in die Stabilität des Euro) sei auch für das Wachstum von entscheidender Bedeutung, spiegelt sich die in Kontinentaleuropa bei den wirtschaftspolitisch Verantwortlichen noch kaum gebrochene Dominanz angebotspolitischer Vorstellungen wider. In Deutschland hat zuerst der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 1977/78 diese Konzeption vertreten, wobei er das Say'sche Theorem wiederbelebte, demgemäß sich „im Zusammenspiel der Vielen das Angebot seine Nachfrage schafft“<sup>7</sup>. Damit ist die Nachfragesteuerung für überflüssig erklärt.

#### **Renaissance der Makropolitik in Europa?**

In den USA wird die wirtschaftspolitische Diskussion inzwischen von den neukeynesianischen Ökonomen (New Keynesian Economists) dominiert, die auf die keynesianische Einsicht zurückgreifen, dass – vor allem bei rigiden Preisen und Löhnen – die Schwankungen von Produktion und Beschäftigung überwiegend auf Änderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zurückzuführen sind, so dass konsequenterweise der Beitrag der Wirtschaftspolitik zur Stabilisierung der Entwicklung in einer Beeinflussung der Nachfragegrößen liegt.

Daher trägt diese Theorierichtung zu einer Renaissance der Makropolitik bei, da sie deutlich macht, dass deren Maßnahmen an den Ursachen der konjunkturellen Schwankungen ansetzen. Damit wird keineswegs bestritten, dass in den einzelnen Volkswirtschaften auch strukturelle Probleme bestehen. Vor allem sind solche Rigiditäten auf der Angebotsseite bedenklich, die verhindern, dass

Produktion und Beschäftigung auf Änderungen der Nachfrage flexibel reagieren. Dagegen sind Rigiditäten bei den Preisen und Löhnen kein gravierendes Problem. So hat der deutsche Vereinigungsboom gezeigt, dass – unterstützt durch offene Grenzen für Importe und Exporte – die deutsche Wirtschaft auch eine kräftig zunehmende Güternachfrage durch mehr Produktion und mehr Beschäftigung befriedigen kann.

#### **Ein weiter Weg**

Die New Keynesian Economists nähren die Hoffnung, Kontinentaleuropa werde seinen wirtschaftspolitischen Rückstand aufholen, indem es – wie in anderen Bereichen auch – den US-amerikanischen und anderen internationalen Vorreitern mit Verzögerung nachfolgt. Einige Anzeichen sind zu erkennen. So wird in dem von vielen Ökonomen unterzeichneten „Aufruf deutscher Ökonomen an die politischen Entscheidungsträger“ vom Mai 2003 eine „Doppelstrategie aus strukturellen Reformen und makroökonomischen Impulsen gefordert, die die sozialpolitischen Modernisierungsanstrengungen erleichtern“. Damit wird ein Anschluss an das von Modigliani und anderen 1998 veröffentlichte „Economists' Manifesto on Unemployment in the European Union“<sup>8</sup> erreicht, das dazu aufrief, angebots- und nachfragepolitische Maßnahmen zu kombinieren.

Welch ein weiter Weg noch zurückzulegen ist, zeigt die Angebotsfixierung wichtiger internationaler Institutionen. So erwähnt die OECD in ihrem „Economy Survey“ aus diesem Jahr über Japan das Problem des Ersparnisüberschusses mit keinem Wort.

<sup>7</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1977, Zi. 241.

<sup>8</sup> Banca Nazionale di Lavoro: Quarterly Review, Nr. 206, Sept. 1998.

Gerhard Illing

## Nachfragestimulierung statt Strukturreform – mit gebührenfreiem Rezept aus der deutschen Krise?

Seit dem Einbruch der Aktienmärkte verfolgt die amerikanische Zentralbank Fed eine aggressive Politik wiederholter Zinssenkungen. Während die Federal Funds Rate (der Zinssatz, den die Fed steuert) Ende 2001 noch bei 6,5% lag, sind die Geldmarktzinsen mittlerweile auf im historischen Vergleich einmalig niedrige 1% gefallen. Die Nachfrage wird in den USA zudem auch durch massiven Einsatz der Fiskalpolitik unterstützt. Der dramatische Wechsel von einem Budgetüberschuss von 2,5% des BIP im Jahr 2000 zu einem Defizit von mehr als 4% in diesem Jahr bedeutet einen enormen fiskalischen Impuls. Dank der expansiven Stimulierung erwies sich die Rezession im Jahr 2001 in den USA als eine der kürzesten seit dem zweiten Weltkrieg. Mittlerweile liegt die amerikanische Wachstumsrate wieder bei robusten 4,3%. Findet in den USA eine bemerkenswerte Renaissance aktiver keynesianischer Stabilisierungspolitik statt, wie sie Keynes sich nicht besser hätte erträumen können?

### Die Lage in Deutschland

Im Vergleich dazu ist die Wirtschaft in Deutschland von Stagnation gekennzeichnet. Der Leitzins im Euroraum liegt doppelt so hoch wie in den USA. Deutschland kämpft darum, aus einer Rezession herauszukommen, doch der vielfach prognostizierte Aufschwung lässt immer länger auf sich warten. Unter dem Damoklesschwert des Stabilitäts- und Wachstumspaktes werden statt expansiver Politik drastische Konsolidierungsmaß-

nahmen als bittere Medizin verschrieben.

Obwohl der Staatshaushalt auch 2003 die im Maastricht Vertrag festgelegte 3%-Grenze wieder verletzt hat, ist nach den Berechnungen der OECD das konjunkturbereinigte Defizit zurückgegangen; die Fiskalpolitik ist also restriktiver geworden (vgl. Tabelle 1). Im Jahr 2004 wird sich diese Tendenz angesichts vielfacher Kürzungen noch weiter verstärken: Von der Praxisgebühr verschreckte Konsumenten nehmen kaum wahr, dass die Steuerbelastung geringfügig gesunken ist. Wenn aber die Stimmung immer depressiver wird, dann ist es kein Wunder, dass es nicht aufwärts gehen kann. Schon ertönt der Ruf nach einer Reformpause und die Forderung, es sei stattdessen vielmehr höchste Zeit für eine kräftige Nachfragestimulierung. Erweist sich die Fixierung auf Konsolidierung und Strukturreform als Fehler?

### Konsolidierung und Expansion

Ist es nicht eine Quadratur des Kreises, gleichzeitig einschneidende Strukturreformen zur Konsolidierung des Staatshaushaltes durchzuführen und trotzdem das Wirtschaftswachstum anzukurbeln? Ohne Unterstützung der Geldpolitik erscheint es fast unvermeidlich, dass eine solche Reformpolitik zunächst einmal mit einem konjunkturellen Einbruch erkauft werden muss. Einige historische Beispiele zeigen zwar, dass eine radikale Konsolidierung nicht unbedingt kontraktiv wirken muss; doch lag dies meist daran, dass die Konsolidierung anfänglich durch

expansive Faktoren (meist eine reale Abwertung) wirksam unterstützt wurde.

Eine Konsolidierungsstrategie verspricht also viel eher Erfolg, wenn sie zunächst durch stimulierende Maßnahmen begleitet wird. Einfache psychologische Effekte könnten dazu beitragen, eine Aufbruchstimmung zu erzeugen. Die Steuerreform in den USA liefert ein gutes Beispiel, wie man es machen könnte: Wenn das Finanzamt die Steuerrückzahlungen direkt per Scheck ins Haus schickt, wird die Konsumbereitschaft der Haushalte unmittelbar stimuliert. Dagegen zeigen die ständigen Verzögerungen und vielfachen Revisionen der verschiedenen Stufen der Steuerreform in Deutschland, wie man es nicht machen sollte: Statt den Konsum anzukurbeln, zerstören sie das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der Reformen.

### Die neue klassische Makroökonomie

Starke Schwankungen von Produktion, Beschäftigung und Preisen hemmen die Wirtschaftsaktivität; sie beeinträchtigen das Potentialwachstum. Stabilisierung kann signifikante Wohlfahrtsgewinne ermöglichen: Größere Stabilität reduziert die Unsicherheit von Haushalten und Unternehmen; sie erleichtert damit die Bereitschaft risikoaverser Wirtschaftssubjekte, produktive, aber riskante langfristige Investitionsentscheidungen zu treffen. Risikoabsicherung steigert die Motivation, etwas zu wagen, statt in Angst zu verharren. Eine weitere Überlegung verstärkt die Relevanz aktiver Stabilisierungs-

Tabelle 1

## Tatsächliches und konjunkturbereinigtes Haushaltsdefizit

	Defizit	2000	2001	2002	2003	2004*
Deutschland	Tatsächlich	-1,3	-2,8	-3,5	-4,1	-3,7
	Bereinigt	-1,6	-2,6	-2,6	-2,3	-1,9
Euroraum	Tatsächlich	0,1	-1,7	-2,3	-2,7	-2,6
	Bereinigt	-1,0	-1,3	-1,7	-1,7	-1,9

\* Prognosewerte.

Quelle: OECD Economic Outlook Dezember 2003, Tabellen A28, A 29.

politik: Wird einem Wirtschaftseinbruch nicht gegengesteuert, besteht die Gefahr, dass die Wirtschaft in der Talsohle verharrt und gar nicht mehr zum ursprünglichen Wachstumspfad zurückfindet. Das Abgleiten in eine Rezession kann dann auch langfristig noch nachhaltig negative Auswirkungen haben, selbst wenn der ursprüngliche Anstoß schon längst verklungen ist – ein Effekt, den man als Hysterese bezeichnet.

Diese Einsichten bilden die Grundlage für aktives Nachfragemanagement, wie es in den entwickelten Staaten seit dem zweiten Weltkrieg betrieben wird. Die Revolution der Theorie rationaler Erwartungen, Anfang der 70er Jahre in die makroökonomische Theorie eingeführt, löste jedoch ein radikales Umdenken aus. Aktive Stabilisierungspolitik war für eine gewisse Zeit nachhaltig diskreditiert. Die Vertreter der neuen klassischen Makroökonomie wie Thomas Sargent und Neil Wallace<sup>1</sup> argumentierten, Geldpolitik könne keinerlei reale Effekte haben, falls sie antizipiert wird. Jeder Versuch, eine bewusste systematische Stabilisierungspolitik zu betreiben, müsse bei rational handelnden Wirtschaftssubjekten deshalb zum Scheitern verurteilt sein.

Ausgehend von diesen Überlegungen, vertraten viele US-amerikanische Ökonomen die Meinung,

Regierungen seien machtlos oder gar selbst die Auslöser von Schwankungen. Statt aktive Stabilisierungspolitik zu betreiben, sollten sie vielmehr eine angebotsorientierte Politik zur Verbesserung der strukturellen Rahmenbedingungen verfolgen; Zentralbanken sollten sich darauf beschränken, für Preisstabilität zu sorgen. Schon frühzeitig verwiesen Vertreter der Neuen Keynesianischen Makroökonomie aber darauf, dass sich die radikalen Thesen keineswegs zwingend aus der Theorie rationaler Erwartungen ableiten lassen. Sobald aufgrund von Anpassungskosten nominale Rigiditäten vorliegen, kann geschickte Geldpolitik als wirksames Koordinationsinstrument dienen, um kostspielige Preis- und Lohnanpassungen zu vermeiden.

### Die moderne Makroökonomie

In jüngster Zeit hat sich in der Makroökonomie ein einheitliches Paradigma<sup>2</sup> herausgebildet, das solche Rigiditäten in stochastische dynamische allgemeine Gleichgewichtsmodelle einbezieht. Es verwendet ein integriertes Modell zur Behandlung kurz- und langfristiger Fragen und ermöglicht es so, sowohl Konjunkturzyklen wie Wachstumsaspekte zu erfassen. Reale und nominale Rigiditäten rufen kurzfristig keynesianische Phänomene hervor: Marktunvollkom-

menheiten erzeugen Nachfrageexternalitäten, die Multiplikator- und Akzeleratorprozesse in Gang setzen. Schocks werden so verstärkt, nicht durch Preisanpassungen gedämpft. Aktive Stabilisierungspolitik kann diese unerwünschten Effekte dämpfen.

Die intertemporalen Modelle der modernen Makroökonomie zeigen auch, welche Bedeutung klaren Regeln sowie einem verlässlichen institutionellen Rahmen zukommt. Weil die Wirkung von Geldpolitik wesentlich über den Erwartungskanal erfolgt, kommt es auf eine systematische, transparente Politik an. Ein zentraler Aspekt ist dabei, dass mitunter starke Anreize bestehen, von der ursprünglich angekündigten Politik abzuweichen. Die Theorie der Geldpolitik hat gezeigt, wie wichtig es ist, adäquate institutionelle Rahmenbedingungen zu schaffen, um dieses Problem dynamischer Konsistenz zu lösen. Die Verpflichtung auf ein explizites Inflationsziel und die Delegation der Geldpolitik an eine unabhängige Institution, die nicht direkt demokratischer Kontrolle unterworfen ist, kann für die erforderliche Regelbindung sorgen.

### Die Politik der Zentralbank

Eine explizite Verpflichtung der Zentralbank, bindenden Regeln zu folgen, ist gerade dann besonders effektiv, wenn deren Auswirkungen von vorausschauend agierenden Wirtschaftssubjekten antizipiert werden. Wichtig ist dabei nicht nur die öffentliche Verpflichtung auf bestimmte Ziele und Regeln, sondern auch eine explizite Kommunikation der geldpolitischen Entscheidungen mit der Öffentlichkeit. Die Zentralbank sollte klare Signale über ihre zukünftigen Intentionen geben.

Viele Zentralbanken haben dieses Erkenntnis mittlerweile umgesetzt, indem sie regelmäßig ausführliche Inflation Reports oder detaillierte

<sup>1</sup> Vgl. T.J. Sargent, N. Wallace: Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule, in: Journal of Political Economy, 83. Jg. (1975), H. 2, S. 241-54.

<sup>2</sup> Vgl. dazu ausführlicher Michael Woodford: Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton University 2003; sowie für die Grundlagen O. Blanchard, G. Illing: Makroökonomie, München 2003.

Monatsberichte mit präzisen Darstellungen ihrer Analysen veröffentlichten. Eine glaubwürdige Verpflichtung zu einer transparenten, vorhersehbaren Politik steigert die Effektivität, weil vorausschauende Wirtschaftssubjekte ihre eigenen Entscheidungen dann im Einklang mit dem angekündigten Politikpfad treffen. Gelingt es der Zentralbank beispielsweise, glaubwürdig zu vermitteln, dass sie mittelfristig für Preisstabilität sorgen wird, dann richten sich die privaten Akteure von vorne herein auf niedrige Inflationserwartungen ein; dementsprechend lässt sich auch Stabilisierungspolitik leichter realisieren.

### Die Taylor-Regel

Diese Erkenntnis ist die Basis für die moderne Praxis der Geldpolitik. Sie lässt sich erstaunlich gut durch die so genannte Taylor-Regel beschreiben.

$$i_t = i^* + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y_n)$$

Der Taylor-Regel zufolge soll die Zentralbank den Zinssatz immer dann über das normale Niveau steigen lassen, wenn die tatsächliche Inflationsrate über dem Inflationsziel liegt bzw. wenn die reale Wachstumsrate der Wirtschaft über der Trendwachstumsrate liegt – also im Fall einer positiven Output-Lücke.

Der Koeffizient<sup>3</sup> a spiegelt dabei wider, wie stark die Zentralbank auf die Entwicklung der Inflation reagiert. Je größer a ist, desto stärker lässt die Zentralbank den Zinssatz als Reaktion auf die Inflation ansteigen. Umso stärker wird damit das Wachstum der Volkswirtschaft abgebremst, umso schneller kehrt die Inflation zum Inflationsziel zurück. Liegt die reale Wachstumsrate der Wirtschaft unter der Trendwachstumsrate, sollte die Zentralbank den Nominalzins senken.

<sup>3</sup> In seiner ursprünglichen Analyse unterstellte John Taylor für den Inflationskoeffizienten einen Wert a = 1,5 und für den Koeffizienten der Output-Lücke einen Wert b = 0,5.

Der niedrigere Nominalzins lässt Nachfrage und Produktion ansteigen (weil bei gegebener Inflationsrate auch der Realzins sinkt) und stimuliert so das reale Wachstum. Der Koeffizient b spiegelt wider, wie stark die Zentralbank auf Entwicklungen der realen Wirtschaft reagiert. Je größer b, desto eher ist die Zentralbank bereit, vom Inflationsziel abzuweichen, um die reale Wachstumsrate möglichst nahe am Trendwachstum zu halten.

### Verhält sich die EZB restriktiv?

Der Europäischen Zentralbank wird häufig vorgeworfen, sie schenke realwirtschaftlichen Entwicklungen zu wenig Beachtung. Sie reagiere – ganz in der Tradition der Bundesbank – auf einen Konjunkturabschwung im Euroraum zu zögerlich und senke die Zinsen nicht deutlich genug, um konjunkturelle Schwankungen zu glätten. Die EZB selbst verweist darauf, ihr „vorrangiges Ziel“ liege darin, „Preisstabilität zu gewährleisten.“

Verhält sich die EZB in Europa aber wirklich viel restriktiver als die Fed in den USA? Einen guten Indikator für einen solchen Vergleich liefern ökonometrische Schätzungen für das Gewicht, das die beiden Zentralbanken gemäß der Taylor-Regel der Inflationsrate bzw. der Outputlücke zumessen. Schon seit langem ist bekannt<sup>4</sup>, dass die Bundesbank bei ihrer Politik – ähnlich wie die Fed für die USA – immer auch vorausschauend die gesamtwirtschaftliche Situation in Deutschland einbezog. Sie verfolgte keineswegs ein starres Inflationsziel, geschweige denn ein strenges Geldmengenziel. Eine aktuelle empirische Studie von Sauer und Sturm<sup>5</sup> belegt, dass auch die EZB seit ihrem Start bei ihrer Zinspolitik sowohl auf die erwartete

<sup>4</sup> Vgl. z.B. R. Clarida, J. Galí, M. Gertler: Monetary policy rules in practise: some international evidence, in: European Economic Review, Jg. 42 (1998), S. 1033-1067.

**Tabelle 2**  
**Inflationsratenabweichung und Outputlücke**

	Abweichung der Inflationsrate von 2%	Outputlücke*
Deutschland	-1,1	-3,5
Euroraum	0	-2,4

\* Prognosewerte 2004.

Quelle: OECD: Economic Outlook, Dezember 2003, Tabelle A11.

Inflationsrate als auch auf die erwartete Outputlücke im Euroraum flexibel reagiert.

Die EZB orientiert sich bei ihrer Politik allerdings an der Entwicklung im gesamten Euroraum. Vieles spricht aber dafür, dass aus deutscher Sicht derzeit eine stärkere Zinssenkung angebracht wäre. So legt eine einfache Kalkulation nahe, dass der Zinssatz, der sich aus der Taylorregel ableitet, für Deutschland allein im Vergleich zum gesamten Euroraum um gut einen Prozentpunkt niedriger ausfällt – einfach deshalb, weil die Inflationsrate hier derzeit signifikant niedriger liegt als im Durchschnitt des Euroraums, gleichzeitig aber die Outputlücke viel größer ist (vgl. Tabelle 2). Dies gilt ganz unabhängig davon, welches Gewicht den beiden Faktoren zugemessen wird.

Zum zweiten wirkt sich die Aufwertung des Euro gerade auf die deutsche Volkswirtschaft besonders stark aus. Nach Berechnungen der Bundesbank (Monatsbericht Februar 2004) fällt das Wachstum des realen BIP in Deutschland um 1 bis 1,5 Prozentpunkte niedriger aus, wenn der Euro sich um 10% aufwertet. Die mittelfristige Inflationsrate sinkt um rund ½ Prozentpunkt. Weil die deutsche Wirtschaft im Vergleich zum gesamten Euroraum besonders exportorientiert ist, dürfte

<sup>5</sup> Stephan Sauer, Jan-Egbert Sturm: Using Taylor Rules to Understand ECB Monetary Policy, CESifo Working Paper, Nr. 1110, 2003.

aber die bei einer weiter anhaltenden Euro-Aufwertung erfolgende Zinsanpassung niedriger ausfallen als aus rein deutscher Perspektive wünschenswert wäre.

Zum dritten ließen sich kurzfristige negative Nachfrageeffekte, die mit einer nachhaltigen Konsolidierungspolitik in Deutschland verbunden sein könnten, durch eine begleitende Zinssenkung zumindest teilweise auffangen.

Aus europäischer Perspektive erscheint eine solche Entlastung durch die Geldpolitik zur Bewältigung der Anpassungslasten in Deutschland jedoch aus mehreren Gründen nicht unbedingt angebracht. Erstens sollte sich Europäische Geldpolitik an den Bedingungen im gesamten Euro-Raum orientieren. Die Europäische Zentralbank sollte euroweite gemeinsame Schocks in gleicher Weise stabilisieren wie eine nationale Zentralbank. Sie kann aber keineswegs hausgemachte deutsche Probleme kurieren. Zweitens treten Zentralbanken ungern mit expansiver Politik in Vorlage, wenn sie befürchten müssen, die von ihnen ausgelösten Impulse könnten die Reformanreize der Fiskal- und Strukturpolitik abschwächen. Die Koordinierung zwischen Fiskal- und Geldpolitik ist schon auf nationaler Ebene ein delikates Spiel, das glaubwürdige Commitments voraussetzt. Schließlich ist Geldpolitik überfordert, wenn sie allein die Last konjunktureller Stabilisierung zu tragen hat. Aus all diesen Gründen wird Fiskalpolitik zukünftig als Substitut zur Stabilisierung stark an Bedeutung gewinnen.

#### **Stabilisierungsbeitrag der Fiskalpolitik**

Die Forderung, Fiskalpolitik sei angesichts der monetären Integration als ergänzendes Instrument zur Stabilisierung unverzichtbar, muss sich mit wichtigen, grundsätzlichen Einwänden auseinan-

dersetzen. Während Geldpolitik inzwischen fast durchwegs als wirkungsvolles und wünschenswertes Stabilisierungsinstrument akzeptiert ist, wird Fiskalpolitik wesentlich differenzierter beurteilt. Aktives Nachfragemanagement erfolgt bislang denn auch meist über Zinsanpassungen. Die Rolle der Fiskalpolitik beschränkt sich in der Regel nur darauf, über die Wirkung automatischer Stabilisatoren zur Glättung beizutragen.

Das Konzept rationaler Erwartungen hat die Fiskalpolitik als Stabilisierungsinstrument noch weit stärker diskreditiert als die Geldpolitik: Letztere zeitigt im Fall von Preisrigiditäten durchaus reale Effekte, Fiskalpolitik dagegen ist selbst in diesem Fall völlig neutral – so zumindest das Argument der Ricardo-Äquivalenz, das Robert Barro zu unverhoffter Renaissance erweckte. Der Grund liegt einfach darin, dass jede kreditfinanzierte Steuersenkung automatisch eine gleich hohe Steuerbelastung in der Zukunft mit sich bringt. Vorausschauende Wirtschaftssubjekte antizipieren diese zukünftige Belastung aber bereits heute; sie bilden private Ersparnisse exakt in Höhe der staatlichen Kreditaufnahme. Die zusätzlichen Mittel aus der Steuersenkung fließen somit voll in zusätzliche private Ersparnis; es kommt zu keinerlei realen Nachfrageeffekten.

Ähnlich wie bei der Irrelevanzthese von Sargent und Wallace erweist sich freilich bei genauerer Betrachtung, dass die obige radikale Aussage nur unter sehr speziellen Bedingungen gilt. Sie setzt Individuen mit unendlich langem Zeithorizont<sup>6</sup> voraus, die zudem über perfekte Kapitalmärkte zukünftige Einkommen problemlos in Gegenwartskonsum umsetzen können. Sobald eine dieser Bedingungen verletzt ist (etwa weil die Haushalte Liquiditätsbeschränkun-

gen unterliegen), ist die betrachtete Steuerpolitik nachfragewirksam.

Das Argument von Barro ist aber gerade deshalb so zentral, weil es zeigt, welche essentielle Bedeutung den intertemporalen Implikationen fiskalpolitischer Maßnahmen zukommt. In seiner strengen Form trifft es nur auf kreditfinanzierte Steueränderungen zu. Selbst wenn alle genannten Bedingungen erfüllt sind, muss ein temporärer Anstieg der Staatsausgaben keineswegs neutral sein. Ob eine solche Maßnahme die Nachfrage in einer Rezessionsphase stimulieren kann, hängt in diesem Fall vielmehr ganz wesentlich davon ab, welche kompensierende Politik in Zukunft erwartet wird. Können die privaten Wirtschaftssubjekte darauf vertrauen, dass als Kompensation die Staatsausgaben in einer späteren Boomphase entsprechend stark eingeschränkt werden, so besteht keinerlei Grund, zukünftig mit einer höheren Steuerbelastung zu rechnen. Der Multiplikatoreffekt zusätzlicher Staatsausgaben kann dann voll zum Tragen kommen. Ganz anders sieht es dagegen aus, wenn starke Zweifel über zukünftige Ausgaben disziplin vorherrschen. Die Erwartungen über den künftigen Einnahmen- und Ausgabenpfad spielen eine entscheidende Rolle.

#### **Wirkungsverzögerung diskretionärer Fiskalpolitik**

Fiskalpolitik kann als Stabilisierungsinstrument also durchaus effektiv sein<sup>7</sup>. Dabei kommt es aber nicht allein auf die aktuellen Impulse an; der Erfolg der Politik hängt vielmehr wesentlich von den Erwartungen über den gesamten

<sup>6</sup> Sei es, weil sie unendlich lang leben oder weil sie die Wohlfahrt aller zukünftigen Nachkommen bereits heute völlig internalisieren.

<sup>7</sup> Bei Gültigkeit der Ricardo-Äquivalenz gäbe es ja gar keinen Grund, bei hoher Staatsverschuldung auf Konsolidierungsmaßnahmen zu drängen: Die Höhe der Staatsverschuldung wäre dann irrelevant, weil sie immer durch Gegenreaktionen des privaten Sektors kompensiert wird.

zukünftigen Pfad ab. Viele empirische Studien zeigen in der Tat, dass Fiskalpolitik zyklische Effekte hat, auch wenn die Multiplikatoreffekte kleiner ausfallen als traditionell unterstellt<sup>8</sup>. Dass Fiskalpolitik wirksam sein kann, muss jedoch keineswegs bedeuten, dass ihr Einsatz auch wünschenswert ist. So besteht die Gefahr, dass diskretionäre Maßnahmen erst mit starken Zeitverzögerungen zum Tragen kommen. Wie die Erfahrungen der 50er und 60er Jahre lehren, lösen Verzögerungen im Entscheidungs- und Implementierungsprozess häufig prozyklische Effekte aus.

Eine Politik, die allein die automatischen Stabilisatoren wirken lässt, könnte dieses Problem zwar umgehen (die angesprochenen Lags treten dann gar nicht erst auf). Hier besteht aber ein direkter Konflikt mit dem Ziel, Effizienzverluste abzubauen: die Effekte, die die Konjunktur automatisch dämpfen, sind ja gerade dann besonders ausgeprägt, wenn der Anteil der Staatsaktivität (in Form hoher Transferzahlungen) und die Steuerprogression besonders hoch ist. Viele Reformmaßnahmen, die auf den Abbau von Rigiditäten und ein Zurückdrängen des staatlichen Sektors gerichtet sind, werden zwangsläufig gerade diese Faktoren schwächen. Umso dringlicher erscheint es daher, wirksame Mechanismen zu konzipieren, um die Wirkungsverzögerungen diskretionärer Fiskalpolitik zu minimieren.

Der entscheidende Einwand gegen den Einsatz diskretionärer Maßnahmen ist freilich politökonomischer Natur. Diskretionäre Fiskalpolitik kann leicht dazu missbraucht werden, opportunistische Ziele der Regierungen (wie die Erhöhung der Wiederwahlchancen)

zu verfolgen – mit langfristig fatalen Nebenwirkungen<sup>9</sup>. Das Kernproblem besteht dabei in folgender Asymmetrie: Während expansive Maßnahmen in einer Rezession immer populär sind, stößt jeder Versuch, in Boomzeiten Anstrengungen zur Konsolidierung einzuleiten, auf erbitterte Widerstände unterschiedlichster Interessengruppen. Die Erfahrung lehrt, dass das Versprechen, konjunkturell bedingte Verschuldung in guten Zeiten abzubauen, vielfach nicht eingehalten wird.

### Regelgebundene Fiskalpolitik

Wieder sehen wir uns also mit einem typischen Problem dynamischer Konsistenz konfrontiert: Ebenso wie in der Geldpolitik bestehen auch bei der Fiskalpolitik starke Anreize, vom ursprünglich angekündigten Pfad abzuweichen. Es wäre aber verfehlt, aus dieser Einsicht den Schluss zu ziehen, Fiskalpolitik sei als Stabilisierungsinstrument ungeeignet. Das asymmetrische Verhalten ist keineswegs naturgegeben. Die Erfahrung mit regelgebundener Geldpolitik lehrt uns, dass geeignete institutionelle Regelungen sehr wohl wirksam dazu beitragen können, diese Anreize zu korrigieren. In vielen Staaten haben geldpolitische Institutionen im Lauf des vergangenen Jahrzehnts mit großem Erfolg einen dramatischen Wandel durchgemacht und dabei wichtige Erkenntnisse der ökonomischen Theorie in die Praxis umgesetzt. Es wird höchste Zeit, dass diese Einsichten auch Eingang in die Gestaltung der Fiskalpolitik finden.

Die moderne dynamische Makrotheorie zeigt klar, worauf es dabei ankommt: Erwartungen über

die zukünftige Politik spielen eine zentrale Rolle dafür, welche Entscheidungen zukunftsorientierte Wirtschaftssubjekte heute treffen. Solange Vertrauen in die Glaubwürdigkeit und Verlässlichkeit der Institutionen fehlt, kann weder ein kurzfristiges konjunkturelles Strohfeuer noch das vage Versprechen langfristiger Dividenden einer harten Konsolidierungspolitik viel Positives bewegen. Dieses Vertrauen könnte dadurch geschaffen werden, dass Fiskalpolitik – analog zur Geldpolitik – einer transparenten Regelbindung unterworfen wird, die hinreichende Flexibilität für erfolgreiche Stabilisierung garantiert.

Manche Ökonomen<sup>10</sup> haben in jüngster Zeit den radikalen Vorschlag gemacht, die Stabilisierungsfunktion der Fiskalpolitik einem unabhängigen Gremium zu übertragen. Während das Parlament über die langfristigen Ziele der Fiskalpolitik (also über Verteilungs- und Effizienzziele, aber auch das mittelfristige Verschuldungsniveau) entscheidet, wird die Stabilisierungsaufgabe an ein Komitee delegiert, das keinen politischen Pressionen unterworfen ist. Auf den ersten Blick scheint ein solches Arrangement unvereinbar mit einem grundlegenden demokratischen Prinzip – dem souveränen Recht des Parlaments, über das Budget zu entscheiden. Doch gibt es gute Gründe, die Stabilisierungsfunktion einer Regelbindung zu unterwerfen. Noch vor zehn Jahren etwa hätte es kaum einer für möglich gehalten, dass die Zinsentscheidungen in Großbritannien nicht vom Schatzkanzler, sondern von der mit Autonomie ausgestatteten Bank of England getroffen werden. Seit der im Mai 1997 initiierten radikalen institutionellen

<sup>8</sup> Vgl. etwa R. Hemming, M. Kell, S. Mahfouz: The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature, IMF Working Paper, 02 (2002), S. 208.

<sup>9</sup> Das aktuelle Beispiel der USA unterstreicht dies eindrucksvoll: Die Abschaffung der Capital Gains Tax mag sich kurzfristig stimulierend auf die Investitionstätigkeit auswirken und so die Wiederwahlchancen steigern, sie führt aber langfristig zu einem dramatischen Anstieg der Staatsverschuldung.

<sup>10</sup> So etwa Lars Calmfors: Fiscal policy to stabilise the domestic economy in the EMU: What can we learn from monetary policy?, in: CESifo Economic Studies, Vol. 49/3 (2003), S. 319-353.

Reform hat sich die Geldpolitik bestens bewährt.

Eine autonome Stabilisierungsbehörde ist vielleicht noch ferne Zukunftsmusik. Doch gibt es mittlerweile eine ganze Reihe realistischer Vorschläge für einen institutionellen Rahmen, der eine effektive Stabilisierungspolitik ermöglichen kann<sup>11</sup>. Entscheidende Kriterien sind klare und transparente Regeln, die eine Verpflichtung zu vorausschauender, im Konjunkturzyklus symmetrischer Stabilisierungspolitik garantieren – losgelöst von anderen fiskalpolitischen Zielen. Analog zu den Inflation Reports der Zentralbanken könnte ein regelmäßiger Stabilisierungsreport mit präzisen Analysen die Basis für eine glaubwürdige Verpflichtung zu einer transparenten, vorhersehbaren Stabilisierungspolitik bilden.

Die Implementierung solcher Regeln könnte die Stabilisierungspolitik aus der politischen Pattsituation herauslösen, die angesichts der föderalen Struktur gerade in Deutschland besonders hemmend wirkt. Ein Kernproblem der aktuellen wirtschaftspolitischen Lage in Deutschland besteht darin, dass aufgrund einer permanenten Stop and Go Politik (ständige Änderungen der Konzeptionen) trotz mancher Reformansätze keine langfristige Perspektive erkennbar ist und sich so vielfach Attentismus breit macht. Eine geeignete verlässliche Regelbindung könnte kurzfristige Stimulierung und langfristige Reformpolitik miteinander kombinieren, um so die dringend erforderliche Dynamik anzufachen.

#### **Expansiv wirkende Konsolidierungspolitik**

Es wäre naiv, darauf zu vertrauen, dass eine solche Dynamik

<sup>11</sup> Vergleiche etwa die Studie der britischen HM Treasury. HM Treasury: Fiscal stabilisation and EMU, Discussion Paper HM Treasury Public Enquiry Unit, London 2003, www.hm-treasury.gov.uk

durch eine radikale Konsolidierungs- und Reformpolitik allein entstehen könnte. Sicher gibt es einige historische Episoden, in denen Konsolidierungspolitik expansiv gewirkt hat. Giavazzi/Pagano<sup>12</sup> identifizierten zwei solcher Beispiele: Dänemark 1983 bis 1986 sowie Irland 1987 bis 1989. Ein weiteres aktuelles Beispiel ist Kanada seit 1995. Alle betrachteten Länder befanden sich in einer prekären fiskalischen Situation; sie haben drastische Maßnahmen durchgeführt, um unproduktive Ausgaben zu kürzen. Diese wurden begleitet von weiteren Strukturreformen, gleichzeitig aber auch von einer starken realen Abwertung unterstützt.

Ein gutes Beispiel bietet die erfolgreiche Haushaltssanierung in Kanada seit 1995: Damals wurde angekündigt, die jährliche Netto-neuverschuldung in fünf Jahren schrittweise jeweils um einen Prozentpunkt auf Null zurückzufahren. Ausgaben und Transfers an die Provinzen wurden gekürzt; die Zahl der Staatsbediensteten sank um 25%. Der drastische Rückgang der staatlichen Nachfrage wurde aber kompensiert durch den New Economy Boom in den USA. Die Ausfuhren Kanadas in die USA stiegen von 19 auf 28% des BIP, unterstützt durch eine dramatische Abwertung des kanadischen Dollars um gut 20%.

Natürlich kann man auch in Deutschland darauf hoffen, dass außergewöhnliche Glücksumstände trotz Konsolidierung für eine Nachfragebelebung sorgen. Auf pures Glück zu vertrauen, ist aber eine fahrlässige Strategie. Der aus dem hohen amerikanischen Leistungsbilanzdefizit folgende Anpassungsdruck lässt nicht

<sup>12</sup> Vgl. F. Giavazzi, M. Pagano: Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries, in: O.J. Blanchard, S. Fischer (Hrsg.): NBER Macroeconomics Annual 1990.

erkennen, wie der Nachfrageausfall über eine reale Abwertung kompensiert werden sollte; viel eher ist mit einer weiteren Euro-Aufwertung zu rechnen. Es wäre naiv, darauf zu vertrauen, dass ein weltweiter Aufschwung die Nachfragewirkung einer solchen realen Aufwertung konterkarieren wird. Wenn überhaupt, dann kann zusätzliche Nachfrage nur durch Investitions- und Konsumdynamik entfacht werden.

Dies könnte mit Hilfe einer durchdachten Konsolidierungsstrategie durchaus gelingen. So wäre denkbar, dass signifikante Steuererleichterungen als Initialzündung nachhaltig stimulierende Effekte auslösen, während schrittweise die Staatsausgaben zurückgefahren werden. Ein Wechsel zu einer regelgebundenen Fiskalpolitik mit transparenten Regeln, die für die Stabilisierungspolitik im Konjunkturverlauf symmetrische Reaktionen bindend festlegt, könnte ein glaubwürdiges Commitment darstellen. Auch andere Staaten im Euroraum stehen vor ähnlichen Herausforderungen. Eine konzentrierte Aktion dieser Staaten, die glaubwürdig eine symmetrische Stabilisierungspolitik garantiert, wäre ein verlässliches Signal für eine dauerhafte Strukturreform. Eine solche Vorleistung könnte es zudem der EZB erleichtern, den Konsolidierungsprozess durch eine flexible Geldpolitik zu unterstützen.

#### **Zusammenfassung**

Die moderne makroökonomische Theorie zeigt, dass eine aktive Geldpolitik zur Stabilisierung von Schocks beitragen kann und sollte. Auch Fiskalpolitik lässt sich unter bestimmten Bedingungen als Feinsteuerungsinstrument wirksam einsetzen. Beide Instrumente wurden in den USA in jüngster Zeit aggressiv genutzt, um einem Konjunkturreinbruch gegenzusteuern.

Im Gegensatz dazu scheinen der Nachfragepolitik in Deutschland beide Hände gelähmt zu sein: Weil die EZB sich an der Entwicklung im Euroraum orientiert, reagiert die europäische Geldpolitik nicht auf deutschlandspezifische Schocks. Umso dringlicher wäre deshalb der Einsatz einer stimulierenden Fiskalpolitik. Der durch den Stabilitäts-

und Wachstumspakt auferlegte Druck zur Haushaltskonsolidierung scheint diesen Weg momentan zu versperren.

Eine geschickte Politik könnte aber eine aktive Stimulierung mit einer glaubwürdigen langfristigen Konsolidierung kombinieren, um langfristige Strukturreformen abzusichern. Dies setzt freilich

voraus, dass die Fiskalpolitik einer mit der Geldpolitik vergleichbaren Regelbindung unterworfen wird. Klare und transparente Regeln, die die Stabilisierungspolitik auf im Konjunkturverlauf symmetrische Reaktionen festlegt, könnten einen Ausweg aus dem ständigen Patt der deutschen Wirtschaftspolitik weisen.

Ronald Schettkat

## Aggressive Geld- und Fiskalpolitik überwindet Rezession

Eine aggressive Geldpolitik kann eine Rezession mildern. Steuererleichterungen können ökonomische Aktivität stimulieren.<sup>1</sup> Dieses Zitat stammt nicht etwa aus der „General Theory“ oder dem kürzlich in Deutschland verlegten Buch „Der Letzte Keynesianer“, sondern aus dem „Economic Report of the President 2004“ des amerikanischen Council of Economic Advisers der erzkonservativen Bush-Administration. Was ist geschehen? Sind Amerikas Politiker und ihre wirtschaftspolitischen Berater auf Irrwegen, hat es einen Umschwung in der dominanten Wirtschaftstheorie hin zum Keynesianismus gegeben, der in Deutschland bislang unbemerkt blieb, oder sind in den USA die Voraussetzungen für keynesianische Wirtschaftspolitik erfüllt, in Deutschland und Europa aber nicht? Sind der Fiskal- und Geldpolitik in Europa die Hände gebunden oder sind es möglicherweise selbstauferlegte Denkschranken und Fehldiagnosen, die eine expansive Wirtschaftspolitik nach amerikanischem Vorbild verhindern?

Im dritten Quartal 2003 boomte die US-Ökonomie mit einer auf das Jahr hochgerechneten Wachstumsrate von rund 8%, und im Jahresdurchschnitt 2003 wuchs

die amerikanische Wirtschaft nach OECD-Schätzungen mit deutlich über 2%. Zum Vergleich: die OECD-Schätzung für das Wachstum des Bruttosozialprodukts in Deutschland bewegen sich in der Nähe von 0%. Kein Zweifel, gemessen an den Zuwachsraten des Bruttosozialproduktes hat die US-Ökonomie die Rezession überwunden. Die amerikanische Antwort auf den zu Beginn des Jahres 2001 einsetzenden und durch die Terroranschläge vom 11. September verstärkten Abwärtstrend in der Wirtschaftsentwicklung waren massive Zins- und Steuersenkungen. Allein 2001 hat die FED ihren Leitzins, die so genannte Fundrate, elf Mal um insgesamt 4,5% reduziert, wohingegen die EZB sich kaum zu Zinssenkungen durchringen konnte, obwohl die Preissteigerungen im gesamten Euro-Raum praktisch immer unter den amerikanischen Raten lagen und auch die Lohnentwicklung sehr zurückhaltend war (vgl. OECD Daten).

Einer expansiven Wirtschaftspolitik und einer keynesianischen Globalsteuerung wurde aus unterschiedlichen Gründen die Eignung zum wirtschaftspolitischen Einsatz abgesprochen:

(1) Märkte sind effizient und stets im Gleichgewicht.

(2) Diskretionäre Wirtschaftspolitik wirkt zur falschen Zeit und verstärkt Konjunkturzyklen (oder verursacht sie gar).

(3) Die Globalisierung lässt expansive wirtschaftliche Impulse verpuffen.

(4) Keynesianische Wirtschaftspolitik führt in die Schuldenfalle.

(5) Arbeitsmarktrigiditäten verhindern, dass nominale Impulse in reales Wirtschaftswachstum umgesetzt werden. Sie verursachen lediglich Preissteigerungen.

Diese Punkte sind mit der neoklassischen Revolution zu festen Glaubenssätzen geworden, aber sie werden durch die amerikanische Entwicklung in den Wirtschaftswissenschaften wie auch in der realen Politik unplausibel und finden zusehends weniger Anhänger.

### Geänderte Auffassung der Ökonomen

Amerikanische Ökonomen wenden sich offenbar von den Paradigmen der neoklassischen Wirtschaftstheorie wie der Super-Rationalität der Wirtschaftssubjekte,

<sup>1</sup> Council of Economic Advisers: Report of the President 2003, Washington 2004 (Übersetzung des Autors), S. 29.

**Zentrale Thesen neoklassischer Makroökonomie  
in der Meinung amerikanischer Ökonomen**

Frage, Statement	Zustimmung in 2000 (in %)	Veränderung seit 1990 (%-Punkte)
Gleichgewichtsargumente		
1. Das Modell perfekter Märkte ist generell besser geeignet, um die US-Ökonomie zu verstehen, als Modelle imperfekten Wettbewerbs.	22	-7
2. Rationale Erwartungen tragen wesentlich zur Verhinderung von Schwankungen im realen aggregierten Output bei.	21	-1
3. Eine Volkswirtschaft im kurzfristigen Gleichgewicht unterhalb des potentiellen BSP hat einen Selbstkorrekturmechanismus, der sie zum potentiellen BSP hinführt.	26	+1
4. Es existiert eine natürliche Arbeitslosenquote, zu der die Ökonomie strebt.	27	-14
Staatstätigkeit		
5. Wenn das Staatsdefizit reduziert werden muss, sollte dieses über den Konjunkturzyklus hinweg und nicht jährlich erfolgen.	60	3
6. Die Staatsausgaben relativ zum BSP sollten reduziert werden.	29	-13
Geldpolitik		
7. Die Zentralbank sollte sich auf geringe Inflation statt auf andere ökonomische Ziele wie Beschäftigung oder Wirtschaftswachstum konzentrieren.	41	Nicht gefragt
Steuern und Mindestlöhne		
8. Geringere Grenzsteuersätze reduzieren Freizeit und erhöhen die Arbeitsanstrengungen.	25	0
9. Gesetzliche Mindestlöhne erhöhen die Arbeitslosigkeit unter jüngeren und ungelerten Arbeitnehmern.	46	-17

stets geräumter perfekter Märkte ab und gewinnen mehr Sympathie für keynesianische Konzepte imperfekter Märkte, wie eine 1990 und 2000 mit den gleichen Fragen durchgeführte Erhebung unter amerikanischen Wirtschaftswissenschaftlern zeigt<sup>2</sup>. Nur rund 20% der befragten amerikanischen Ökonomen halten das Modell perfekter Märkte am besten für die Analyse der US-Ökonomie geeignet (vgl. Tabelle, Zeile 1).

**FED weniger restriktiv**

Überraschend wenig häufig wird zudem die Auffassung vertreten, dass rationale Erwartungen Schwankungen der realen Produktion verhindern (vgl. Tabelle, Zeile 2). Zwei Thesen – die der effizienten Märkte und der superrationalen Erwartungen –, die auf ihrem Höhepunkt zu Modellen

<sup>2</sup> D. Fuller, D. Geide-Stevenson: Consensus Among Economists: Revisited, in: Journal of Economic Education, Herbst 2003, S. 369-387.

realer Konjunkturzyklen führten, die Schwankungen der ökonomischen Aktivität durch reale und nicht als monetäre Phänomene darstellen, sind nach dem Platzen der New-Economy-Blase Ende der 90er Jahren nun wohl endgültig in der Mottenkiste verschwunden.

Die neoklassische Makroökonomie mit ihren extremen Annahmen stets geräumter Märkte spielte in der praktischen Politik der FED nie eine besondere Rolle (Blinder), aber in Europa wurden mit deutscher Gründlichkeit die extremen Positionen der neoklassischen Makroökonomie im Stabilitäts- und Wachstumspakt wie auch in der EZB-Politik umgesetzt. Anders als die EZB ist die FED nicht eindimensional auf das Ziel hoher Geldwertstabilität verpflichtet, sondern muss Wirtschaftswachstum und Beschäftigung in ihren Entscheidungen berücksichtigen.

Im festen Glauben an eine hohe natürliche Arbeitslosenquote und

effiziente Märkte, weist die EZB, wie zuvor die Bundesbank, jegliche Kritik an ihrer restriktiven Geldpolitik zurück, weil geringe Inflation die beste Wachstums- und Beschäftigungspolitik sei. Zweifellos, hohe Inflationsraten werden von keinem Ökonomen befürwortet, aber seit langem wird von amerikanischen Wirtschaftswissenschaftlern bezweifelt, dass möglichst geringe Inflationsraten das Beste für die wirtschaftliche Entwicklung seien. Zu geringe Inflationsraten können den Strukturwandel verlangsamen (Akerlof), und sie erhöhen die Gefahr, in der Liquiditätsfalle zu enden.

Bei zu geringer Preissteigerung kann die Geldpolitik im Falle adverser Schocks nicht mit Senkungen der Nominalzinsen – die ja nicht negativ sein können – gegensteuern. Deshalb muss eine positive Inflationsrate angestrebt werden, die Spielraum für niedrige oder negative Realzinsen lässt. Eine Position, die in der akademischen Welt mit den Arbeiten von Ben Bernanke von der Princeton University verbunden ist, der inzwischen zum FED-Governor berufen wurde.

Schon in der Vergangenheit hat die FED tolerable Preissteigerung weiter gefasst als die vom EZB-Direktorium selbst definierte 2%-Marke. Lediglich im Jahr 2002, dem Tiefpunkt der US-Rezession, stiegen die Konsumentenpreise mit einer Rate von unter 2% (1,6% nach OECD-Angaben). In allen anderen Jahren lag die Steigerungsrate der amerikanischen Konsumentenpreise zum Teil deutlich über 2%.

**Sklerotische Arbeitsmärkte in Europa?**

Zahlreiche theoretische wie pragmatische Argumente werden gegen den Einsatz von Globalsteuerung zur Überwindung der Wachstumsschwäche in Deutschland und Europa ins Feld geführt, aber allen voran steht die tausendfach wiederholte Behauptung, in

Deutschland und Europa seien die Arbeitsmärkte verkrustet und sklerotisch, weshalb eine expansive Geld- und Fiskalpolitik zu Inflation aber nicht zu realem Wirtschaftswachstum führen würde. Unter den europäischen Bedingungen – so die landläufige Auffassung – können expansive wirtschaftspolitische Impulse bestenfalls Strohfeuer entfachen, aber letztlich wird die Ökonomie zu ihrer natürlichen Arbeitslosenquote (oder zur NAIRU) zurückkehren.

Amerika hat eben „flexible“ Arbeitsmärkte ohne Kündigungsschutz, ohne wesentlichen Gewerkschaftseinfluss, ohne soziale Hängematte, weshalb Wachstumsimpulse sich direkt in einer höheren Beschäftigung niederschlagen und die Wirtschaft rasch auf einen selbsttragenden Wachstumspfad einschwenkt. In Europa dagegen – so die empirisch nicht belegte Standardformel – lassen überregulierte Arbeitsmärkte die Unternehmen bei Neueinstellungen zögern und überhöhte Sozialtransfers reduzieren die Lust auf neue Jobs bei den Arbeitslosen. Die Arbeitslosigkeit in Deutschland und Europa ist nach Auffassung der neoklassischen Makroökonomie Gleichgewichtsarbeitslosigkeit, die sich aufgrund individueller Nutzenmaximierung unter gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen ergibt.

Will man die Arbeitslosigkeit in Europa abbauen, müssen nach diesem Modell die Rahmenbedingungen verändert werden. Arbeitslosengeld, Sozialhilfe, Steuern und Sozialversicherung müssen reduziert werden, damit sich Arbeit wieder lohnt. Ohne diese Veränderungen, so die EZB, die der neoklassischen Marktoökonomie folgt, kann die europäische Wirtschaft nicht expandieren. Dies ist richtig, wenn man annimmt, alles sei optimal, alles sei im Gleichgewicht; dann können Impulse nur

Wirtschaftsdienst 2004 • 3

Störungen des Gleichgewichtes sein. Eine Schlussfolgerung, die allein von der Annahme eines stets geräumten Markt abhängt, die aber unplausibel ist und empirisch nicht gestützt werden kann. So vertritt denn auch in den USA nur noch eine Minderheit der Ökonomen die These einer natürlichen Arbeitslosenquote (vgl. Tabelle, Zeile 4).

#### Jobless Growth

Nicht nur die Entwicklungen der amerikanischen Wirtschaftstheorie, sondern auch die neuere amerikanische Arbeitsmarktentwicklung lassen alte, liebgewonnene Erklärungsmuster der europäischen Beschäftigungsschwäche im neuen Licht erscheinen. Expansive Geld- und Fiskalpolitik nach keynesianischem Muster hat in den USA zwar die Wirtschaftsaktivität belebt, aber die Beschäftigung stagniert. Der wirtschaftliche Aufschwung in den USA geht am Arbeitsmarkt vorbei. Die Beschäftigung verharrt auf Rezessionsniveau, Unternehmen sind bei Neueinstellungen zurückhaltend und weichen wenn nötig auf Zeitarbeitsunternehmen aus.

In Deutschland wäre die Diagnose klar: sklerotischer Arbeitsmarkt, zuviel Gewerkschaftsmacht, zu hohe Arbeitslosengelder, die zum Verweilen in der sozialen Hängematte einladen. Aber in den USA? US-Sklerosis<sup>3</sup>? Die Arbeitsmarktinstitutionen in den USA sind dieselben wie zu Zeiten der enormen Beschäftigungszuwächse, verändert haben sich lediglich die Produktivitätsgewinne, die heute bei jahresdurchschnittlich rund 2,3% liegen. Hohe autonome Produktivitätsgewinne erfordern ein höheres Wirtschaftswachstum zur Stabilisierung der Beschäftigung in den USA. Genau wie zuvor in Europa.

#### Staat hat wieder eine Rolle

Aber gibt es nicht lautstarke Kritik an der Steuerpolitik von

Präsident Bush? Zahlreiche amerikanische Ökonomen kritisieren die Ausgestaltung der Steuersenkungen der Regierung Bush, weil diese vor allem hohe und höchste Einkommensgruppen entlasten und zu einem permanenten Haushaltsdefizit führen. Einmütig scheinen die US-Wirtschaftswissenschaftler aber die Globalsteuerungskomponente der Steuerentlastungen zu begrüßen.

Warnungen vor einem dauerhaften Budgetdefizit als Folge der Steuerreform werden vor allem von Keynesianern wie George Akerlof, Alan Blinder oder Joseph Stiglitz vorgebracht, die damit auch in ihren praktischen Politikempfehlungen die These widerlegen, dass keynesianische Wirtschaftspolitik dauerhaft zu hoher Staatsverschuldung führt. Sie treten für einen über den Konjunkturzyklus ausgeglichenen öffentlichen Haushalt ein, eine Auffassung, die mittlerweile von der Mehrzahl der amerikanischen Ökonomen geteilt wird (vgl. Tabelle, Zeile 6). Präsident Bush strebt mit seinen dauerhaften Steuersenkungen denn wohl auch eine langfristige Verminderung der Staatsquote an, was aber als sinnvolles wirtschaftspolitisches Ziel nur noch von etwa einem Viertel der amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler getragen wird (vgl. Tabelle, Zeile 5).

Radikale Veränderungen sind in der Sichtweise der US-Ökonomen zu verzeichnen: eine möglichst geringe Staatsquote wird nicht mehr als Voraussetzung für eine prosperierende Wirtschaft angesehen und ein stets ausgeglichener Staatshaushalt wird nur noch von einer Minderheit als sinnvoll erachtet. Der Staat hat kurz- und langfristig wieder eine Rolle in der amerikanischen Wirtschaftswissenschaft und Wirtschaftspolitik.

<sup>3</sup> Vgl. Ronald Schettkat: US-Sklerosis?, in: INTERECONOMICS, Vol. 39 (2004), Nr. 1, S. 46-50.