

# Staatsverschuldung und Finanzkrise – Wechselwirkungen und Krisenpotenziale

*Gerhard Illing*\*

**Abstract:** Die Finanzkrise führte zu einer Substitution privater durch staatliche Verschuldung. Der Versuch, den starken Anstieg der staatlichen Schuldenquoten zu begrenzen, droht die Wachstumsdynamik durch Kürzung investiver Ausgaben nachhaltig zu beeinträchtigen. Die Vorstellung, eine Konsolidierung mitten in der Rezession könne expansiv wirken, erweist sich ebenso als Mythos wie die Behauptung, die Höhe der Schuldenquoten sei irrelevant. Um kurzfristige Stabilisierung mit langfristiger Konsolidierung zu kombinieren, ist die Stärkung anti-zyklischer Stabilisatoren nicht nur im öffentlichen, sondern auch im Finanzsektor unabdingbar.

**Keywords:** Finanzkrise, Schuldenquote, Expansive Konsolidierung, Tragbarkeit der Verschuldung, Risikoprämien

## 1. Einführung

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2007 ist die Staatsverschuldung, gemessen als Anteil am BIP, weltweit stark angestiegen. Mittlerweile hat sie in manchen Industriestaaten sehr hohe Werte erreicht, die zumindest

\* Prof. Dr. Gerhard Illing, Seminar für Makroökonomie, LMU München, Ludwigstraße 28 RG, D-80539 München • [Illing@lmu.de]

Carl-Ludwig Holtfrerich und zwei anonymen Referees danke ich für hilfreiche Kommentare.

in Friedenszeiten im historischen Vergleich bislang ohne Beispiel sind. Der rasante Anstieg hat in Politik und Fachkreisen heftige Kontroversen über die angemessene Reaktion ausgelöst. Ein intensiver Streit ist ausgebrochen einerseits über die Analyse der Ursachen, andererseits über die Frage, welche Konsequenzen daraus zu ziehen sind.

Manche Ökonomen sehen den Anstieg der Schuldenquote als Folge verantwortungslosen Handelns von Politikern, die die Finanzkrise als Vorwand nutzen, um exzessiv hohe Staatsausgaben durchzusetzen und deren Finanzierung zu Lasten zukünftiger Generationen in die Zukunft zu verschieben. Statt staatliche Ausgaben weiter zu erhöhen, bestehe die angemessene Reaktion vielmehr in einem drastischen und raschen Abbau des Staatsdefizits.

Tatsächlich aber war der Anstieg der staatlichen Verschuldung in den meisten Staaten unmittelbare Konsequenz aktiver Stabilisierungspolitik als Reaktion auf einen starken Nachfrageeinbruch, der im Deleveraging-Prozess eines überschuldeten privaten Sektors begründet ist und eine lang anhaltende Stagnation auszulösen drohte. Viele Ökonomen sehen in einem temporären Anstieg staatlicher Verschuldung den geeigneten Weg, um das Abgleiten in eine Deflation zu verhindern.

In dieser Debatte werden manch irreführenden Argumente aufgegriffen, die schon in früheren Diskussionen eine große Rolle spielten. So argumentieren einige Verfechter einer aggressiven Stimulierungspolitik, der Aufbau von Staatsverschuldung sei überhaupt kein Problem, da die Schulden ja letztlich nur an uns selbst zurückgezahlt werden müssten. Dieses Argument verkennt jedoch die enormen Verteilungskonflikte, die sich mit steigender Verschuldung aufbauen.

Manche Verfechter einer radikalen Sparpolitik wiederum vertreten die These, eine Konsolidierung müsse keineswegs mit Kosten etwa in Form einer Verschärfung des kurzfristigen Einbruchs erkaufte werden. Solche „Reinigungskrisen“ böten vielmehr die Chance für eine *expansive Konsolidierung*. Sinkende Zinsen als Folge vertrauensbildender Sparpolitik könnten einen raschen Boom auslösen. Eine solche Strategie sei umso dringlicher, sobald bestimmte kritische Schwellenwerte für die Schuldenquote überschritten werden. Diese Sicht blendet aber aus, dass in den wenigen historischen Beispielen, in denen fiskalpolitische Konsolidierungsmaßnahmen mitten in einer Rezession erfolgreich durchgeführt wurden, ohne den Wirtschaftseinbruch zu verschärfen, der Abbau von Staatsdefiziten durchwegs durch eine expansive Geldpolitik und eine

Wechselkursabwertung flankiert wurde. In der aktuellen Finanzkrise sind die Zinsen für Staatsanleihen dagegen in vielen Staaten als Folge einer Flucht in „sichere Anlagen“ bereits auf ein Rekordtief gesunken. Der Spielraum für konventionelle Geldpolitik ist damit ebenso eng begrenzt wie die Möglichkeit für kompetitive Abwertungen.

Die Debatte krankt daran, dass nicht hinreichend zwischen der Notwendigkeit einer kurzfristigen schuldenfinanzierten Stabilisierungspolitik und der Aufgabe einer langfristig nachhaltigen Fiskalpolitik differenziert wird. Die aktuelle Finanzkrise stellt die Wirtschaftspolitik deshalb vor besondere Herausforderungen, weil durch den Aufbau hoher privater Verschuldung im Vorfeld der Krise ein gefährlicher Rückkoppelungs-Mechanismus entstanden ist.

Finanzkrisen sind historisch keineswegs ein neues Phänomen. Im 19. Jahrhundert und in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts wurden viele Industriestaaten von zahlreichen Finanzkrisen erschüttert. Nach dem zweiten Weltkrieg herrschte in den Industriestaaten dann lange Zeit hohe Stabilität. Mit der Deregulierung und Ausweitung des Finanzsektors in den letzten beiden Jahrzehnten ist die „Verletzlichkeit“ aber wieder angestiegen, da die Liberalisierung der Finanzmärkte zu einer starken Verschärfung der Pro-Zyklizität im Finanzsektor beigetragen hat.

Dabei ist es zu einer teuflischen Spirale zwischen privater Verschuldung und Staatsverschuldung gekommen: Exzessives Kreditwachstum erzeugt eine hohe Krisenanfälligkeit. Als Folge der starken Ausweitung des Finanzsektors hat ein Rückbau der Verschuldung (Deleveraging Prozess) in der Krise besonders gravierende makroökonomische Auswirkungen. Der Versuch, den Einbruch der Wirtschaftsaktivität zu begrenzen, führt dann zu einer entsprechend hohen Budgetbelastung des Staats. Die angesichts zunehmender Verschuldung steigenden Risikoprämien für Staatsanleihen lösen wiederum Kapitalverluste im Finanzsektor aus. Kapitalflucht angesichts zunehmender Zweifel an der Solvenz des Bankensektors macht deshalb eine staatliche Rekapitalisierung des Bankensektors erforderlich. Damit verstärken sich aber wiederum die Zweifel an der Solvenz des Staates.

Der vorliegende Aufsatz analysiert diese Wechselwirkungen und beleuchtet Konsequenzen für die Gestaltung der Fiskalpolitik.

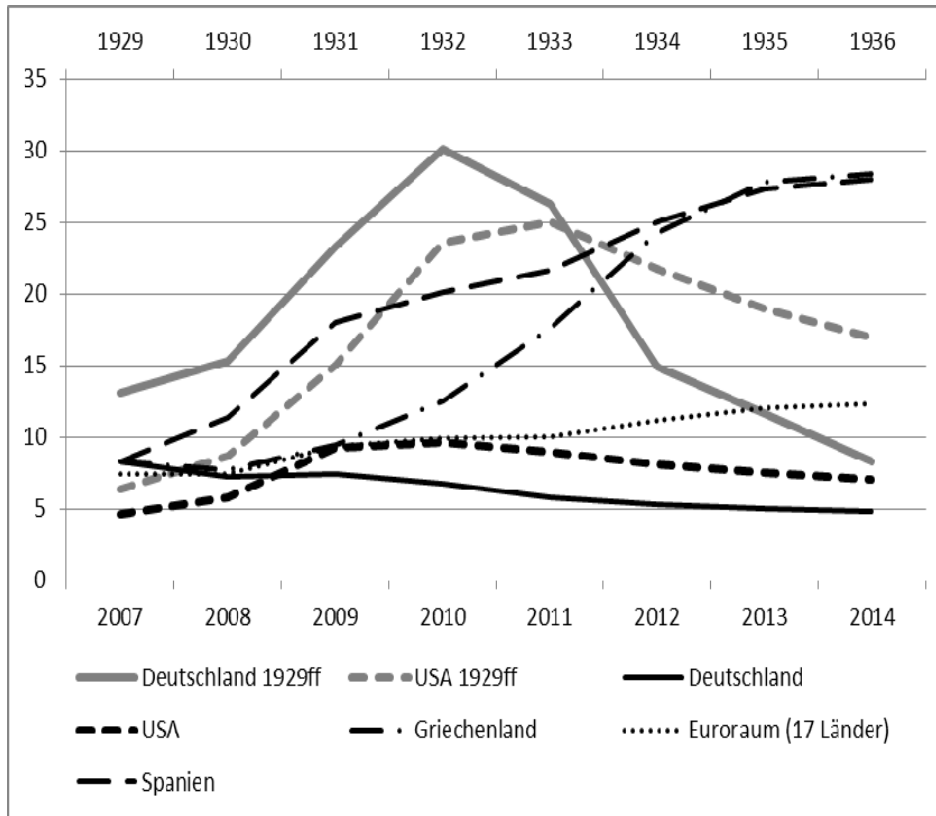
## 2. Verschuldung in der Finanzkrise

Der rasante Anstieg der Schuldenquoten ist eine unmittelbare Folge eines besonders gravierenden Einbruchs der Weltwirtschaft nach der Finanzkrise. Dieser war historisch vergleichbar mit der Weltwirtschaftskrise – der großen Depression Anfang der 1930er Jahre. Die jüngste Finanzkrise, ausgelöst durch eine Überschuldung des privaten Sektors, führte zu einem nachhaltigen Einbruch privater Nachfrage, deren Ausfall nur zum Teil durch zusätzliche staatliche Nachfrage substituiert werden konnte. Weil der Abbau des Schuldenüberhangs von Haushalten und Unternehmen eine persistente Schwächung des Wachstums bewirkt, ist im Verlauf der Finanzkrise dann auch die Schuldenquote des Staates angestiegen.

Während traditionelle Geldpolitik in der Finanzkrise als Stabilisierungsinstrument an ihre Grenzen gestoßen ist, muss verstärkt aktive Fiskalpolitik eingesetzt werden, um eine fatale Abwärtsspirale zu verhindern. Sie hat maßgeblich dazu beigetragen, in vielen Schwellenländern und auch in den meisten Industriestaaten einen massiven Einbruch wie in der Depression der 1930er Jahre zu verhindern (vgl. Abb. 1).

In den Ländern, in denen für eine solche Politik wegen hoher Zinsbelastung kein Handlungsspielraum bestand (wie Griechenland und Spanien), wirkte sich die Krise dagegen noch gravierender auf die Beschäftigung aus als in Deutschland und den USA während der Zeit der Depression.

Abb. 1: Arbeitslosenquoten im Vergleich: Depression und Finanzkrise



Quellen: Brian R. Mitchell (1975); US Department of Commerce; OECD Economic Outlook Juni 2013, Daten für 2013 und 2014: OECD Schätzungen

### 2.1. Die Kosten der Finanzkrise

Der weltweit stärkste Anstieg staatlicher Schuldenquoten seit dem zweiten Weltkrieg ist Spiegelbild der hohen Kosten der Finanzkrise. Der Beitrag der direkten Kosten der Stützung des Finanzsektors nach der Krise war dabei freilich vergleichsweise gering. Die wesentlichen Kosten sind vielmehr indirekter Art. Sie ergeben sich aus dem starken, lang anhaltenden Einbruch des Wirtschaftswachstums nach der Finanzkrise. Weil der Einbruch der Wirtschaftsaktivität wesentlich länger andauert als nach einem normalen Konjunkturreinbruch, ist es zu hohen Ausfällen an Steuereinnahmen gekommen.

Auf die Schuldenquote wirkt sich dies sowohl im Zähler als auch im Nenner aus: Zum einen führen Steuerausfälle unmittelbar zu einem Anstieg der Verschuldung im Zähler; zum anderen sinkt der Nenner (das BIP) als Folge des Wirtschaftseinbruchs. Schätzungen des IMF (2013) zufolge macht dieser doppelte Effekt den dominierenden Faktor für den Anstieg der Schuldenquote aus. Im Zeitraum von 2008 bis 2015 prognostiziert der IMF für die Industriestaaten einen Anstieg der Schuldenquote um insgesamt ca. 37,1 Prozentpunkte. Davon führt er 21,5 Prozentpunkte auf den Einnahmefall zurück. Im Vergleich dazu fällt der Beitrag aktiver fiskalpolitischer Stimulierungsmaßnahmen (6,4 Prozentpunkte) und der bislang angefallenen effektiven Ausgaben zur Stützung des Finanzsektors (1,9 Prozentpunkte) zum Anstieg der Schuldenquote vergleichsweise verhalten aus.

Allerdings herrscht zwischen den einzelnen Ländern eine große Heterogenität. Die Kosten der Rettung des Bankensektors machen sowohl in Irland als auch in Island jeweils mehr als 40 Prozentpunkte des Anstiegs der Schuldenquote aus. Eine exakte Bewertung der dabei tatsächlich angefallenen Verluste ist jedoch keineswegs einfach: Die zu dem Anstieg der Bruttoverschuldung korrespondierenden Vermögenswerte der geretteten Banken werden von der Brutto-Schuldenquote zu einem großen Teil nämlich nicht erfasst. So hat sich etwa in Deutschland in Folge der Übernahme von Verbindlichkeiten maroder Banken (wie etwa Hypo Real Estate und WestLB) durch Bund und Länder die Bruttoschuldenquote des Staates bis zum Jahr 2012 insgesamt um ca. 11 Prozentpunkte erhöht. Die bislang tatsächlich angefallenen Verluste, die sich direkt im staatlichen Defizit niederschlagen, belaufen sich dagegen bis 2012 auf nur 1,6 % des BIP (IMF 2013).

Den Prognosen des Bundesministeriums der Finanzen zufolge wird die staatliche Schuldenquote bis 2017 als Folge des Portfolioabbaus wieder stetig abnehmen. Dabei geht es davon aus, im Lauf der nächsten Jahre das Portfolio des im Zuge der Rettungsmaßnahmen verstaatlichten Finanzvermögens zu Marktwerten veräußern zu können. Sicher ist nicht auszuschließen, dass sich die aktuelle Marktbewertung als übertrieben erweist. Ebenso ist es aber durchaus möglich, dass die Marktwerte bei einer Erholung der weltwirtschaftlichen Entwicklung sogar wieder ansteigen werden. Zweifellos ist es angebracht, in einer umfassenden Analyse der Verschuldung Bewertungsrisiken der Vermögenswerte zu

berücksichtigen. Es erscheint aber wenig sinnvoll, aus diesem Grund die Bruttoverschuldung als einzig relevantes Kriterium heranzuziehen.

Der Anstieg staatlicher Verschuldung war anfangs Folge des Versuchs, schädliche makroökonomische Auswirkungen des Deleveraging Prozesses im privaten Sektor abzumildern. Je zaghafter die Stabilisierungsversuche, desto anhaltender der Anstieg der Arbeitslosigkeit mit gravierenden langfristigen Auswirkungen: Je stärker sich Langzeit- und Jugendarbeitslosigkeit verfestigen und damit Qualifikation und Motivation eines Teils der Gesamtbevölkerung beeinträchtigen, desto schneller kann sich ein konjunkturell bedingter Einbruch in ein strukturelles Problem umwandeln. Eine expansive Stimulierungspolitik könnte unter diesen Bedingungen die Abschwächung des Wirtschaftswachstums aufhalten und für neue Wirtschaftsdynamik sorgen, ohne die Nachhaltigkeit der Finanzierung zu gefährden.

Manche argumentieren gar, bei gesamtwirtschaftlicher Betrachtung sei hohe Staatsverschuldung – im Kontrast zur Verschuldung privater Haushalte – ohnehin unproblematisch. Wenn man alle privaten Wirtschaftssubjekte zu einem repräsentativen, langfristig optimierenden Haushalt aggregiert, so verfügt dieser einerseits als Halter der Staatspapiere über Vermögensansprüche; in gleicher Höhe stehen diesem Vermögen andererseits aber zukünftige Steuerverpflichtungen zur Bedienung dieser Staatsschulden gegenüber. Weil der repräsentative Haushalt sich die Schulden somit ja letztendlich an sich selbst zurückzahlen muss, sei ein weiterer Anstieg gänzlich irrelevant (Ricardianische Äquivalenz).

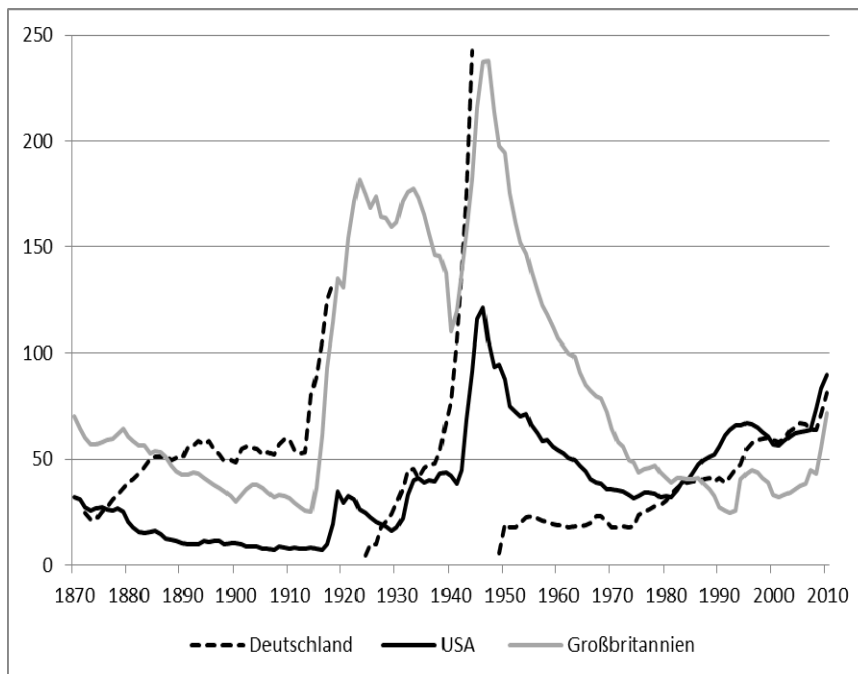
Dieses Gedankenexperiment ist jedoch nur deshalb hilfreich, weil es deutlich die Beschränkungen einer Modellanalyse mit repräsentativem Haushalt herausarbeitet: Eine solche Betrachtung ignoriert die Belastung durch Auslandsverschuldung, negative Anreizeffekte hoher Steuersätze sowie massive Verteilungskonflikte bei der Frage, von welchem Teil der Bevölkerung die Schuldenlast letztlich getragen werden sollte.

## *2.2. Die Entwicklung der Schuldenquoten im historischen Vergleich*

Auch in der Vergangenheit kam es immer wieder zu Perioden mit einem abrupten Anstieg der Schuldenquoten – im historischen Vergleich in der Regel jedoch meist als Auswirkung von Kriegen. In Deutschland kam es mehrfach zu einer Entschuldung über Hyperinflation oder Währungs-

reform.<sup>1</sup> Auch in den USA wie in Großbritannien erreichten die Schuldenquoten während der beiden Weltkriege Rekordwerte. In beiden Staaten war das nominale Wirtschaftswachstum nach dem zweiten Weltkrieg aber so hoch, dass sie ihre Schuldenquoten ohne Schuldenschnitt stetig abbauen konnten (vgl. Abb. 2). Neben dem starken Wirtschaftswachstum hat zu dem Rückgang der Schuldenquoten maßgeblich auch die Tatsache beigetragen, dass der Realzins in dieser Phase unter der Wachstumsrate der Wirtschaft lag.

*Abb. 2: Schuldenquoten im historischen Vergleich:  
Deutschland, Großbritannien und USA*



<sup>1</sup> Die Verpflichtungen Deutschlands aus Reparationszahlungen sind in der Darstellung von Abb. 2 nicht enthalten, weil deren exakte Höhe durch Neuverhandlungen auf verschiedenen internationalen Konferenzen mehrmals verändert wurde. Allerdings hat sich die in Goldwährung eingegangene deutsche Auslandsverschuldung als Anteil am nominalen BIP zwischen 1929 und 1932 aufgrund von Deflation und dem starken Einbruch des realen Wachstums drastisch erhöht, so dass die Schuldenquote in diesem Zeitraum auf das Doppelte angestiegen ist; vgl. Holtfrerich (1996).



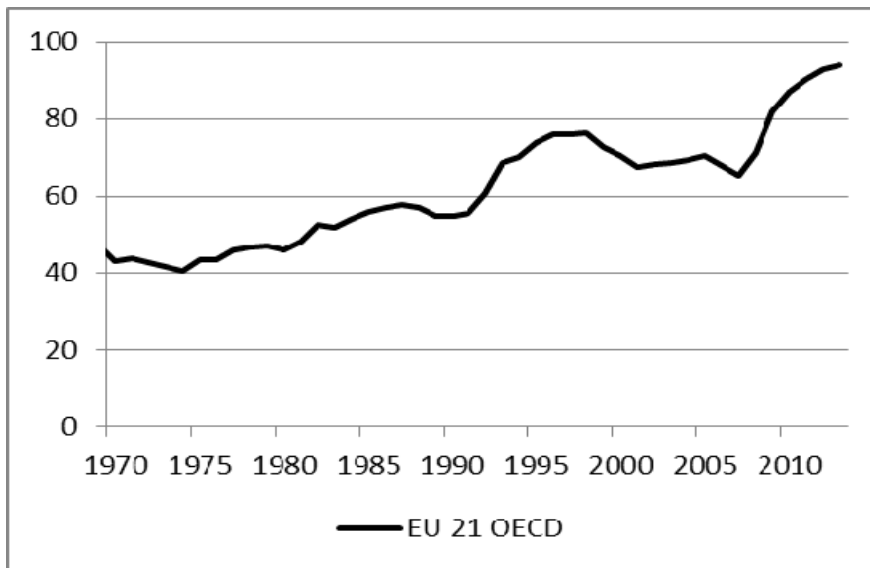
*Quelle:* Reinhart/Rogoff Database [<http://www.reinhartandrogoff.com/>]

Nicht nur Kriege und Finanzkrisen sind Ursachen von ansteigenden Schuldenquoten. In vielen Industriestaaten war schon seit Mitte der 1970er Jahre ein langsamer, aber stetiger Anstieg der Schuldenquoten zu beobachten. Abb. 3a zeigt diese Entwicklung für die OECD Staaten der Europäischen Union seit 1970. Sie verdeutlicht zudem auch den starken Effekt der Schuldenkrise nach 2007. Zwischen 1975 und 1995 sind die Schuldenquoten in den meisten Ländern der Europäischen Union stetig angestiegen. Bis 2007 haben sie sich dann nur langsam zurück entwickelt. Offensichtlich wurde lange Zeit der Einbruch der realen Wachstumsdynamik unterschätzt (vgl. den fallenden Trend des realen Wachstums – gestrichelte Linie in Abb. 3b), der – in Kombination mit rückläufigen Inflationsraten – das Wachstum des nominalen BIP abschwächte, bei gleichzeitig hohen Realzinsen. Das hohe Ausgangsniveau der Verschuldung zu Beginn der Krise engte den Handlungsspielraum für anti-zyklische Stabilisierungspolitik in vielen Staaten stark ein. Abbildung 3a) gibt nur Durchschnittswerte der 21 OECD Staaten der Europäischen Union wider.

Die Entwicklung ist in den einzelnen Staaten aber ganz unterschiedlich verlaufen. So ging etwa die Schuldenquote in Großbritannien im gesamten Zeitraum bis 1993 stetig zurück. Staaten wie Griechenland und Italien, die schon beim Ausbruch der Finanzkrise mit einer hohen Schuldenquote zu kämpfen hatten, verfügten über keinen fiskalischen Spielraum für Stabilisierungspolitik. Dagegen kämpften gerade Länder wie Irland und Spanien, deren staatliche Schuldenquoten aufgrund der hohen Wachstumsdynamik vor 2007 auf Rekordwerte gesunken waren, nach der Finanzkrise mit einem rasanten Anstieg. Das hohe Kreditwachstum im privaten Sektor vor 2007 (in Spanien und Irland stieg die Verschuldung privater Haushalte und Unternehmen besonders rasant an) erweckte den Eindruck eines robusten Wachstums mit sprudelnden Steuereinnahmen und verdeckte dabei die Anfälligkeit der Wirtschaft. Sinkende Wachstumsdynamik im Lauf der Finanzkrise war dann die treibende Kraft für steigende staatliche Schuldenquoten. Dies hatte zwei wesentliche Ursachen: Zum einen kam es nach dem massiven Einbruch der Wirtschaftsaktivität zu einer besonders lange anhaltenden Schwächung der Wachstumsdynamik. Zum anderen wurde im Zuge der Rettungsmaß-

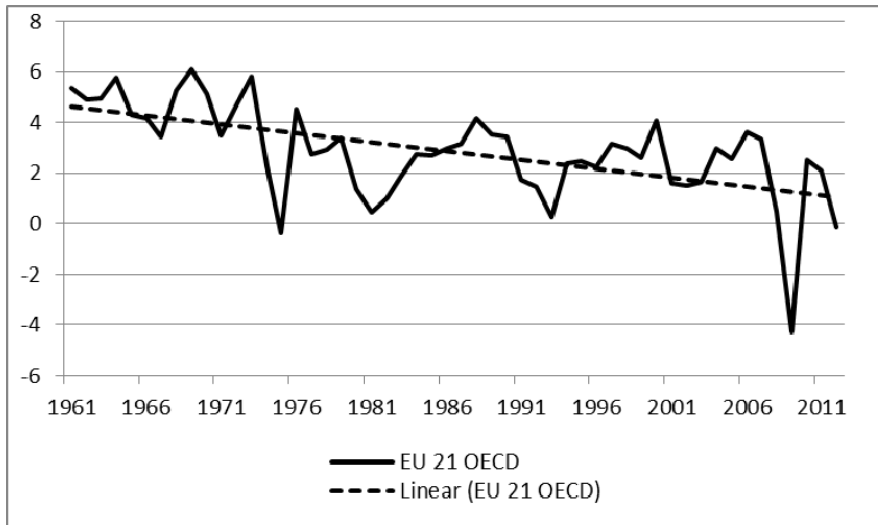
nahmen mit der Übernahme maroder Banken hohe private durch staatliche Verschuldung substituiert.

*Abb. 3a: Entwicklung der Schuldenquote der 21 OECD Staaten der Europäischen Union (EU 21), 1970-2012*



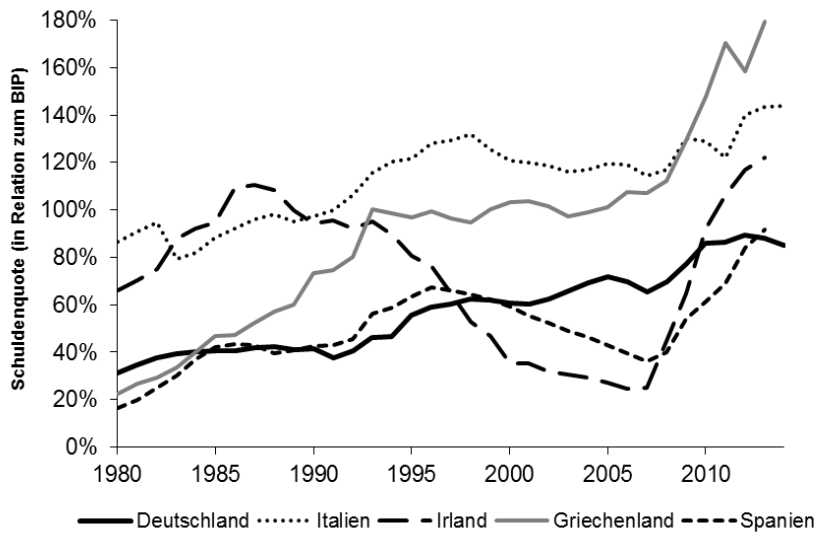
*Quelle:* OECD Economic Outlook

*Abb. 3b: Abschwächung des realen BIP-Wachstums in den 21 OECD Staaten der Europäischen Union (EU 21) seit 1960*



Quelle: OECD Economic Outlook

Abb. 4: Schuldenquoten im Euroraum vor der Finanzkrise



Quelle: OECD Economic Outlook, Juni 2013

### 3. Der Mythos expansiver Konsolidierung

Nicht wenige Ökonomen sehen den Anstieg der Schuldenquote keineswegs als zwangsläufige Konsequenz vernünftiger Stabilisierungspolitik, sondern vielmehr als Folge verantwortungslosen Handelns von Politikern, die die Finanzkrise als Vorwand nutzen, um exzessiv hohe Staatsausgaben durchzusetzen. Dieses Verhalten werde dadurch erleichtert, dass Kreditfinanzierung es erlaubt, die Lasten auf Kosten zukünftiger Generationen in die Zukunft zu verschieben. Statt staatliche Ausgaben weiter zu erhöhen, sei die angemessene Reaktion vielmehr ein drastischer und rascher Abbau des Staatsdefizits (insbesondere über Kürzung der Ausgaben). Gerade Krisen böten den idealen Zeitpunkt, sofortige Sparprogramme wirksam zu implementieren. Nur in solchen Zeiten der „Reinigungskrisen“ seien dringend notwendige Reformmaßnahmen überhaupt durchsetzbar: Allein durch die Forcierung staatlicher Konsolidierung sei eine nachhaltige Wachstumsdynamik zu erreichen.

Einige dieser Ökonomen vertreten sogar die These, eine solche Strategie müsse keineswegs mit Kosten etwa in Form einer Verschärfung des kurzfristigen Einbruchs erkauft werden. Solche „Reinigungskrisen“ böten vielmehr sogar die Chance für eine expansive Konsolidierung. So argumentieren etwa Alesina und Ardagna (2012), dass drastische Kürzungen der Staatsausgaben selbst mitten in einer Krise als glaubwürdiges Commitment die Zinsbelastung wirksam reduzieren können. Die von ihnen präsentierte historische Evidenz ist jedoch stark umstritten. So identifizierten Alesina und Ardagna (2012) als Konsolidierungsperioden solche Episoden, in denen das um konjunkturelle Effekte bereinigte Budgetdefizit zurückging. Per Konstruktion werden damit aber von vorneherein solche Fälle ausgeschlossen, in denen bewusste Sparbemühungen mit einem Anstieg des strukturellen Defizits einhergingen.

Detailliertere Studien identifizieren anhand historischer Indikatoren spezifische Phasen aktiver Konsolidierungsmaßnahmen und zeigen, dass solche Maßnahmen nur dann erfolgreich waren, wenn sie erst mit einsetzender Erholung beginnen (vgl. etwa Guajardo et al. 2011; Jordà/Taylor 2013). Für die Wachstumsimpulse waren andere Faktoren verantwortlich. Konsolidierungsmaßnahmen mitten in einer Rezession hatten nur dann Erfolg, wenn sie von einer expansiven Geldpolitik und der Stimulierung der Exporte, induziert über eine Wechselkursabwertung, abgedeckt wurden (vgl. Guajardo et al. 2011; Perotti 2011).

Weil jedoch in der aktuellen Finanzkrise die Zinsen für Staatsanleihen in vielen Staaten als Folge einer Flucht in „sichere Anlagen“ bereits auf ein Rekordtief gesunken sind, ist der Spielraum für konventionelle Geldpolitik eng begrenzt. Es besteht keine Gefahr der Verdrängung privater durch staatliche Investitionen mit steigender Zinsbelastung. Zudem wäre eine Stimulierung über die Abwertung der eigenen Währung nur zu Lasten der Nachbarstaaten durchführbar, solange alle gleichermaßen von einer globalen Finanzkrise betroffen sind. Unter solchen Bedingungen wäre es fahrlässig, auf eine expansive Konsolidierung als Lösung der Krise zu vertrauen.

Ebenso fragwürdig ist die These, die Belastung aus hohen Schuldenquoten müsse sich zwangsläufig negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken. Zwar weisen empirische Studien in der Tat eine negative Korrelation zwischen der Schuldenquote und dem BIP Wachstum nach. Diese Korrelation sagt jedoch wenig über die Kausalität aus: Ist niedriges Wachstum die Folge hoher Schuldenquoten oder vielmehr umgekehrt eine hohe Schuldenquote die Folge niedrigen Wachstums? Wesentlich plausibler scheint es, dass eine hohe Schuldenquote gemeinsam mit niedrigem Wachstum durch andere, dritte Faktoren (wie etwa massive Ausgaben für Kriege oder als Folge von Finanzkrisen) verursacht werden. Verschiedene ökonometrische Studien (wie Reinhart/Rogoff 2010) erwecken zwar den Eindruck, es gebe dabei einen deutlich nicht-linearen Zusammenhang: Ab einem Schwellenwert von 90% werde eine kritische Grenze erreicht, jenseits derer die Wachstumsdynamik rapide abnimmt. Eine genauere Prüfung ergibt allerdings, dass dieses Resultat keineswegs robust ist, sondern stark von nur wenigen Daten dominiert wird, deren Qualität zudem zweifelhaft ist.

Umfangreiche Studien lassen keine klare negative Beziehung im Sinne eines kritischen Schwellenwertes zwischen Schuldenquote und Wachstumsrate erkennen. Historische Analysen deuten vielmehr darauf hin, dass der Zusammenhang jeweils stark von den konkreten Bedingungen geprägt wird (vgl. Jordà et al. 2013). Einer Fallstudie des IMF (2012) zufolge, die 22 Industriestaaten über den Zeitraum von 1875 und 1997 einbezieht, ergeben sich ganz unterschiedliche Dynamiken über die betrachteten Länder hinweg. Interessanterweise gehen dieser Studie zufolge die Schuldenquoten im Median in den Fällen zurück, in denen der Wert 100% überschritten wurde. Bei niedrigeren Schuldenquoten ist eine solche Tendenz dagegen nicht erkennbar.

Die Thesen, es gebe feste kritische Obergrenzen für die Schuldenquote und eine Konsolidierung mitten in der Rezession könne expansiv wirken, erweisen sich bei näherer Betrachtung ebenso als Mythos wie die Behauptung, die Höhe der Schuldenquoten sei gänzlich irrelevant. Entscheidend für die Tragbarkeit der Verschuldung ist vielmehr das Vertrauen in die Fähigkeit des Staates, zukünftig vereinbarte Zahlungen einzuhalten. Sie hängt – neben der Schuldenquote – wesentlich von der effektiven Zinsbelastung ab. Sie ist durch die Differenz zwischen Realzins und realer Wachstumsrate bestimmt. Liegt der Realzins in Krisenzeiten unterhalb der Wachstumsrate der Wirtschaft, geht die Schuldenquote mit steigendem Wachstum automatisch zurück. Wird dagegen in einer Rezession durch Kürzung der Staatsausgaben die gesamtwirtschaftliche Nachfrage noch weiter gedämpft, kann sich der Wirtschaftseinbruch noch verschärfen. In diesem Fall würde sich eine Austeritätspolitik nicht nur auf das Wirtschaftswachstum, sondern sogar auch auf die Konsolidierung der Staatsfinanzen kontraproduktiv auswirken: Übersteigt der über Multiplikatoreffekte induzierte Steuerausfall den Rückgang der Staatsausgaben, dann nimmt die Verschuldung als Konsequenz der Konsolidierungsbemühungen sogar zu.

Eine einfache Überlegung zeigt die Bedingungen, unter denen diese kontraproduktive Wirkung auftreten kann: Ein Rückgang der Staatsausgaben ( $\Delta$  Staatsausgaben  $< 0$ ) reduziert in der ersten Runde das Staatsdefizit. Weil aber die Kürzung der Ausgaben entsprechend dem Multiplikator  $m$  einen Einbruch der Produktion induziert, sinken dann die Steuereinnahmen entsprechend dem marginalen Steuersatz  $t$ . Der so induzierte Einnahmerückgang wirkt dem Erstrundeneffekt entgegen. Der Gesamteffekt entspricht  $\Delta$  Defizit =  $(1 - t \cdot m) \Delta$  Staatsausgaben. Während eine Konsolidierung im Normalfall das Defizit sinken lässt, wirkt sie sich auf die Staatsfinanzen sogar kontraproduktiv aus ( $\Delta$  Defizit  $\uparrow$ ), sofern  $t \cdot m > 1$ .

Der relevante Steuersatz  $t$  liegt empirisch im Bereich von 30% bis 50%. Der Multiplikator muss also hinreichend stark sein, damit der Fall einer kontraproduktiven Konsolidierung eintritt. Zwar ist der Multiplikator unter normalen Bedingungen in der Regel kleiner als eins. In einer Finanzkrise, in der traditionelle Geldpolitik an enge Grenzen stößt, kann er aber durchaus sehr hohe Werte annehmen (Auerbach/Gorodnichenko 2012; Illing/Watzka 2014). Die Gefahr selbst-zerstörerischer Austerität – eine steigende Schuldenquote als Folge harter Sparmaßnahmen – ist also durchaus realistisch.

Wie Corsetti et al. (2012) zeigen, besteht der optimale dynamische Anpassungspfad darin, Stimulierungsmaßnahmen während der Finanzkrise zu kombinieren mit der gleichzeitigen Ankündigung eines strengen Konsolidierungspfads, der unmittelbar nach der Erholung einsetzt. Die Kombination von kurzfristigen Stimulierungsmaßnahmen mit langfristig wirkenden Strukturreformen ist ein vielversprechender Ansatz, dem Risiko kontraproduktiver Austerität zu begegnen. Beispiele dafür sind etwa die Ankündigung einer Erhöhung der Mehrwertsteuer, sobald die Wirtschaft wieder an Fahrt gewinnt, positive Multiplikatoreffekte durch Finanzierung investiver Ausgaben oder die Bindung auf eine graduelle Umstellung des Renteneintrittsalters.

#### 4. Die Tragbarkeit der Verschuldung

Die Kunst angemessener Verschuldungspolitik liegt darin, kurzfristige Stabilisierung mit langfristiger Konsolidierung zu kombinieren. Konjunkturelle Schwankungen der Schuldenquote wirken stabilisierend; ein anhaltender Trend der Schuldenquote nach oben dagegen destabilisierend. Die Herausforderung besteht darin, zwischen langfristigen Trends und konjunkturellen Schwankungen zu differenzieren. Um diese Zusammenhänge besser zu verstehen, ist eine Analyse der Tragbarkeit von Staatsschulden hilfreich. Ausgangspunkt ist die staatliche Vermögensrestriktion: Die Anfangsverschuldung muss durch den Gegenwartswert aller zukünftigen Einnahmen aus Steuern und Geldschöpfung abzüglich des Gegenwartswertes aller Staatsausgaben gedeckt sein. Die Schuldenquote darf den Gegenwartswert des dauerhaft aufrecht erhaltbaren Primärüberschusses nicht übersteigen. Der relevante effektive Zins ist dabei die Differenz zwischen Realzins und der realen Wachstumsrate (vgl. Bedingung 4b unten).

Nachhaltigkeitsanalysen untersuchen, wie sich die Schuldenquote bei einem konstanten Staatsdefizit  $d$  entwickelt. Eine formale Analyse kann die Zusammenhänge am besten verdeutlichen.

Das gesamte Budgetdefizit  $D$  – die Veränderung des Schuldenstands  $\dot{B}(t) = \frac{\partial B(t)}{\partial t}$  – setzt sich aus dem Primärdefizit  $G-T$  (der Differenz zwischen den Staatsausgaben  $G$ , die nicht der Finanzierung von Zins-

zahlungen dienen und den Steuereinnahmen  $T$ ) sowie den Aufwendungen für die nominale Zinsbelastung  $(r + \pi) \cdot B$  zusammen:

$$(1) \quad \dot{D}(t) = \dot{B}(t) = G(t) - T(t) + (r + \pi) \cdot B(t)$$

Für eine langfristige Analyse ist es sinnvoll, die Entwicklung dieser Größen als Anteil am nominalen BIP zu betrachten. Für die Defizitquote gilt:

$$(2) \quad d(t) = g(t) - \tau(t) + (r + \pi) b(t) \text{ mit}$$

$$d(t) = \frac{D(t)}{P(t)Y(t)}; \quad b(t) = \frac{B(t)}{P(t) \cdot Y(t)}; \quad g(t) = \frac{G(t)}{P(t)Y(t)} \text{ und } \tau(t) = \frac{T(t)}{P(t)Y(t)}$$

Die Schuldenquote wächst im Zeitablauf entsprechend der Differenz zwischen der Wachstumsrate des Schuldenstands und der Wachstumsrate des nominalen BIP:

$$(3) \quad \frac{\dot{b}(t)}{b(t)} = \frac{\dot{B}(t)}{B(t)} - \frac{\dot{P}(t)}{P(t)} - \frac{\dot{Y}(t)}{Y(t)}$$

Folglich gilt für die Veränderung der Schuldenquote:

$$(3a) \quad \dot{b}(t) = d(t) - (\pi + y) b(t)$$

Ausgehend von einem beliebigen Anfangswert  $b(0)$  entwickelt sich die Schuldenquote im Zeitablauf entsprechend

$$(3b) \quad b(T) = b(0) \cdot e^{-(\pi+y)T} + \int_0^T [d(t)] e^{-(\pi+y)t} dt$$

In einer langfristigen Betrachtung ist es sinnvoll, von kurzfristigen Schwankungen zu abstrahieren, um zu untersuchen, wie sich die Schuldenquote bei einer konstanten realen Wachstumsrate  $y$ , einer konstanten Inflationsrate  $\pi$  und einem konstanten realen Zinssatz  $r$  entwickelt. Bei einer konstanten Rate der Netto-Neuverschuldung (Defizitquote)  $d$  konvergiert die Schuldenquote  $b$  (das Verhältnis zwischen der gesamten Staatsschuld  $B$  und dem nominalen Sozialprodukt  $PY$ ) dann unabhängig vom Ausgangswert  $b(0)$  langfristig zu folgendem Wert:

$$(3c) \quad \lim_{T \rightarrow \infty} b(T) = b^* = \frac{d}{\pi + y},$$



weil der Grenzwert  $\lim_{T \rightarrow \infty} b(0)e^{-(\pi+y)T} = 0$  und  $d \cdot \int_0^{\infty} e^{-(\pi+y)t} dt = \frac{d}{\pi+y}$

Die Schuldenquote konvergiert im Lauf der Zeit zum Verhältnis zwischen Defizitquote (dem Anteil des öffentlichen Defizits am Sozialprodukt) und der Wachstumsrate des nominalen Sozialprodukts. Die langfristige Schuldenquote  $b^*$  fällt umso höher aus, je höher die langfristige Defizitquote ist und umso niedriger, je höher das nominale Wachstum des BIP ist (die Summe von Inflationsrate und realer Wachstumsrate). Im Steady State nehmen Defizit und Staatsschuld proportional mit dem BIP zu.

Die langfristig realisierte Schuldenquote  $b^*$  bestimmt, zusammen mit der Differenz zwischen dem Realzins  $r$  und der realen Wachstumsrate  $y$ , den auf Dauer verfügbaren finanziellen Handlungsspielraum des Staates. Dabei sind  $r$  und  $y$  wiederum die bei langfristiger Betrachtung relevanten, im Durchschnitt erwarteten Werte – bereinigt um die kurzfristigen Schwankungen. Diese Größen bestimmen, welchen Primärüberschuss  $p\ddot{u}(t) = \tau(t) - g(t)$  als Differenz zwischen Steuereinnahmen und den Staatsausgaben, die nicht der Finanzierung von Zinszahlungen dienen) der Staat auf Dauer erwirtschaften muss, um solvent zu bleiben. Der langfristig zu realisierende Primärüberschuss als Anteil am BIP muss folgende Bedingung erfüllen:<sup>2</sup>

$$(4) \quad p\ddot{u} = \tau - g = (r - y) \cdot b^*$$

Solange der reale Zinssatz die Rate des Wirtschaftswachstums übersteigt, muss zur Finanzierung der Zinsbelastung langfristig dauerhaft ein Primärschuss erwirtschaftet werden. Die Zinsbelastung ist umso höher, je höher die im Steady State realisierte Schuldenquote  $b^*$  und je größer die Differenz zwischen Realzins und dauerhafter Wachstumsrate.

Aus dieser Gleichung lassen sich einfache Grenzen für eine dauerhaft tragbare Schuldenquote ableiten: Um einen Staatsbankrott auszuschließen, muss die Zinsbelastung letztlich durch zukünftig erwirtschaftete Primärüberschüsse des Staates gedeckt werden. Ein Anstieg der langfristig realisierten Schuldenquote  $b^*$  erfordert (ebenso wie ein Anstieg des

<sup>2</sup> Aus der Defizitquote  $d = g - \tau + (r + \pi) \cdot b$  ergibt sich die Beziehung  $\tau - g = (r + \pi) \cdot b - d$ . Unter Nutzung der Steady State Bedingung  $d = (\pi + y) b^*$  folgt daraus:  $\tau - g = (r - y) \cdot b^*$ .

effektiven Realzinses  $r-y$ ) Anpassungen entweder in Form zukünftig höherer Steuereinnahmen oder in Form von Ausgabenkürzungen. Langfristig wäre nur dann ein Primärdefizit im öffentlichen Haushalt möglich, wenn die Wachstumsrate des realen Sozialprodukts den Realzins übersteigt.

Die Einschätzung der Solvenz ist ein zukunftsbezogenes Konzept, das Prognosen über Einnahmen- und Ausgabenentwicklung des Staates sowie über den Wachstumspfad der Wirtschaft erfordert. Die Fiskalpolitik eines Staates ist dann dauerhaft tragbar, wenn der prognostizierte Pfad von Einnahmen und Ausgaben  $\tau(t);g(t)$  ausreicht, um die Zinsbelastung zu bedienen. Der langfristig zu realisierende Primärüberschuss des Staates kann aber nicht beliebig groß werden. Schließlich gibt es Obergrenzen für die dauerhaft durchsetzbare Steuerquote ebenso wie Untergrenzen für die dauerhaft durchsetzbare Ausgabenquote. Aus dieser Überlegung lässt sich eine maximal zulässige Schuldenquote bestimmen:

$$b_{\max} = \frac{\tau_{\max} - g_{\min}}{r - y} = \frac{p\ddot{u}_{\max}}{r - y} \quad (4)$$

Der in Bedingung (4a) formulierte Zusammenhang könnte allenfalls durch vermehrte Seigniorage-Einnahmen aus zukünftig höherer Geldschöpfung gelockert werden. Zusätzlich zu den Steuereinnahmen ergeben sich dann auch Seigniorage-Einnahmen, die dem Staat aus der Bereitstellung unverzinsten Geldbasis (der Menge an Zentralbankgeld, die vom privaten Sektor in Form von Bargeld und nicht verzinsten Reserven der Geschäftsbanken gehalten wird) durch die Zentralbank zukommen. Gleichung (4) muss dementsprechend um die dauerhaft erzielbaren Seigniorage-Einnahmen erweitert werden:  $p\ddot{u} + sg = (r - y) \cdot b^*$ . Tatsächlich machen Seigniorage-Einnahmen allerdings nur einen verschwindend kleinen Anteil am Sozialprodukt aus. Sie fallen umso niedriger aus, je höher der Anteil der Geldbasis ist, der von der Zentralbank verzinst wird. Ein dauerhafter Anstieg der Seigniorage-Einnahmen (höhere Geldschöpfung) muss zudem mit einem Anstieg der Inflationsrate erkaufte werden.

Die angestellten Solvenz-Betrachtungen beziehen sich auf langfristige Entwicklungen. Kurzfristige Abweichungen bei konjunkturellen Schwankungen sind möglich und sinnvoll: In Rezessionen fallen die Ausgaben höher, die Steuereinnahmen dagegen niedriger aus. Die Tragbarkeit der Verschuldung wird davon nicht tangiert, sofern die entstehende Lücke in

Boomzeiten umgekehrt durch entsprechende Überschüsse kompensiert wird. Dies gilt umso mehr in Phasen, in denen der Realzins unter der Wachstumsrate der Wirtschaft liegt. Unter solchen Bedingungen ist Solvenz gesichert, weil die Schuldenquote im Zeitablauf sinkt. Temporär wäre dann auch eine Schuldenquote größer als  $b_{\max}$  möglich, ohne die Nachhaltigkeit zu gefährden. Abgesehen von diesem Sonderfall aber sind immer dann Anpassungsmaßnahmen notwendig, wenn hohe Ausgaben-shocks oder auch ein unerwartet starker Anstieg des effektiven Realzinses  $r-y$  die Schuldenquote nach oben treibt. Dabei bestehen folgende Anpassungsoptionen:

(a) Eine Konsolidierung in Form von Ausgabenkürzungen und/oder höhere Steuern, die den Primärüberschuss  $\tau - g$  steigert.

(b) Maßnahmen, die versuchen, den effektiven Realzins am Kapitalmarkt zu senken. Dazu zählen zum einen aktive Wachstumspolitik, die durch Investitionen in produktive Infrastruktur versucht, die Wachstumsrate  $y$  zu steigern und zum anderen Maßnahmen, die versuchen den Realzins zu senken – etwa durch Ankündigung glaubwürdiger Konsolidierungsmaßnahmen oder durch Financial Repression.

(c) Ein Anstieg der Geldschöpfung, der mit einer höheren Inflationsrate einhergeht. Eine solche Möglichkeit der Finanzierung von Staatsausgaben über die vermehrte Geldschöpfung ist im Euroraum durch institutionelle Regelungen explizit ausgeschlossen. Die Europäische Zentralbank ist als unabhängige Instanz mit der Sicherung der Preisstabilität betraut. Man bezeichnet dies als Regime monetärer Dominanz. In einem solchen Regime ist der Staat als Fiskalbehörde gezwungen durch Anpassung von Steuereinnahmen und/oder Staatsausgaben für hinreichend hohe Primärüberschüsse zu sorgen. Bei einer zu hohen Schuldenbelastung kann die Anpassung im Regime monetärer Dominanz nur über einen Staatsbankrott (einen Schuldenschnitt) erfolgen. Unter solchen Bedingungen erhöht sich allerdings der Druck, zu einem Regime fiskalischer Dominanz zu wechseln, in dem die Zentralbank zum passiven Akteur wird (vgl. Leeper 2013).

(d) Ein Schuldenschnitt entweder in Form eines Moratoriums (ein expliziter Staatsbankrott) oder in Form einer Währungsreform. Die reale Belastung aus nicht indexierter Nominalverschuldung würde in diesem Fall durch einen starken, einmaligen Anstieg des Preisniveaus gesenkt. Der Fiskaltheorie des Preisniveaus von Michael Woodford (1995) und Christopher Sims (2013) zufolge könnte eine solche Anpassung im Fall

gravierender Schocks durchaus angemessen sein. Wie Sims (2013) argumentiert, kann Nominalverschuldung – ähnlich wie Eigenkapital – als stabilisierender Puffer wirken: Weil damit nicht der Bruch expliziter vertraglicher Zahlungsverpflichtungen verbunden ist, bringt eine nominale Entwertung in der Regel wesentlich geringere Verwerfungen mit sich als ein direkter Schuldenschnitt.

### **5. Multiple Gleichgewichte: Die Gefahr eines Teufelskreislaufs**

Angesichts ganz unterschiedlicher Anpassungsoptionen werden die verfügbaren Handlungsmöglichkeiten entscheidend von den Erwartungen darüber bestimmt, in welcher Weise sich die Anpassung letztlich vollziehen wird, sobald ein Schock die Schuldenquote nach oben getrieben hat. Dabei besteht die Gefahr einer teuflischen, sich selbst erfüllenden negativen Spirale: Weckt eine aktuell hohe Schuldenquote Befürchtungen, dass ein Schuldenschnitt letztlich unvermeidbar sein wird, steigt die Risikoprämie für Staatsschulden am Kapitalmarkt. Damit erhöht sich die Schuldenlast zur Bedienung der Zinsen weiter. Die Befürchtungen werden von selbst bestätigt; die Risikoprämie weiter nach oben getrieben. Es kann eine gefährliche Dynamik entstehen, die die Staatssolvvenz bedroht.

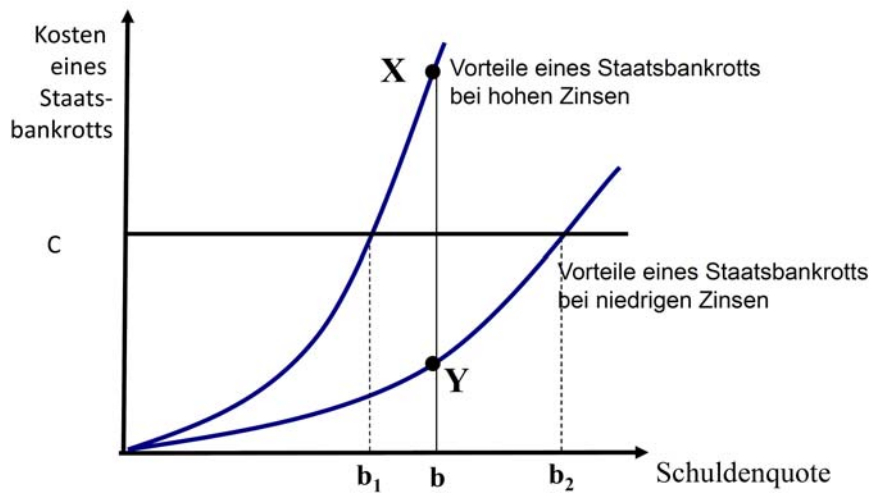
Wenn die Zinslast mit steigender Schuldenquote ansteigt, wird eine nachhaltige Bedienung der Schulden immer zweifelhafter. Je höher die Schuldenquote, desto wahrscheinlicher wird es deshalb, dass die Akteure am Kapitalmarkt mit einem Regimewechsel rechnen und deshalb höhere Risikoaufschläge verlangen. So besteht die Gefahr, mit steigender Schuldenquote in einen gefährlichen Teufelskreislauf zu geraten, der das Wirtschaftswachstum hemmt und letztlich nahezu zwangsläufig in einem Staatsbankrott enden muss: Die Bedienung der Schulden wird mit steigenden Risikoprämien immer schwieriger; die erhöhten Zinsaufwendungen verschärfen die Schuldenlast immer weiter.

Ein solcher Mechanismus muss aber keineswegs automatisch einsetzen. Rechnen die Kapitalmärkte umgekehrt damit, dass es gelingen wird, durch Stimulierung des Wachstums die Schuldenquote nachhaltig zu senken, so verlangen sie nur geringe Risikoaufschläge. Die niedrigen Zinslasten ermöglichen Spielraum für eine aktive Wachstumspolitik, die eine rasche Erholung ermöglicht. Wieder bestätigen sich die Erwartungen

von selbst. Wie die Erfahrungen sowohl in Japan als auch in den USA verdeutlichen, können selbst hohe Schuldenquoten mit niedrigen Zinssätzen für langfristige Staatsanleihen einhergehen, sofern die Verschuldung in eigener Währung mit unabhängiger Zentralbank erfolgt.

Offensichtlich sind multiple Gleichgewichte denkbar, von denen eines im Sinne von Pareto eindeutig schlechter ist als das andere. Bei gleichen Fundamentaldaten realisiert sich so je nach den Erwartungen der Finanzmärkte entweder das gute oder das schlechte Gleichgewicht. In letzterem Fall kann der Zinssatz als markträumender Preis aufgrund negativer Externalitäten nicht die Aufgabe erfüllen, eine effiziente Allokation sicher zu stellen. Die Möglichkeit multipler Gleichgewichte ist in der Wirtschaftstheorie schon seit langem bekannt. Angeregt von Erfahrungen der Schuldenkrise in Lateinamerika, hat Calvo (1988) bereits 1988 gezeigt, dass multiple Gleichgewichte gerade dann ein Problem darstellen, wenn – im Zusammenspiel zwischen Zentralbank und Fiskalbehörde – Unsicherheit über den zukünftigen Pfad der Wirtschaftspolitik besteht. Interessanterweise lag ein Motiv für die Einführung des Euro gerade darin, die Risikoprämien für Staatsschulden dadurch zu senken, dass jede Möglichkeit zu monetärer Alimentierung ausgeschlossen wird. De Grauwe (2012) hat die Überlegungen Calvos auf die Schuldenproblematik im Euroraum übertragen und gezeigt, dass in einer Finanzkrise gerade dann multiple Gleichgewichte auftreten können, wenn die Zentralbank die Möglichkeit nicht nutzen will oder nutzen kann, die Kapitalmärkte als Kreditgeber in letzter Instanz zu beruhigen.

*Abb. 5: Multiple Gleichgewichte*



Quelle: De Grauwe (2012)

Die Grundidee lässt sich anhand einer einfachen Grafik illustrieren. In Abb. 5 repräsentiert  $C$  die (als fix unterstellten) Kosten eines Staatsbankrotts. Mit steigender Schuldenquote steigen die potenziellen Vorteile eines Schuldenschnitts (die Ersparnis aus einer Entschuldung). Diese Vorteile sind umso größer, je höher die Zinsbelastung. Ein Schuldenschnitt erfolgt immer dann, wenn die Vorteile die Kosten übersteigen. Bei hohen Kapitalmarktzinsen steigen die Vorteile der Entschuldung mit steigender Schuldenquote rasch an (vgl. die durch Punkt  $X$  verlaufende Kurve). Sind die Zinsen am Kapitalmarkt dagegen niedrig, steigt die Kurve nur langsam an (die durch Punkt  $Y$  verlaufende Kurve).

Im Fall niedriger Schuldenquoten ( $b > b_2$ ) würde sich ein Schuldenschnitt auf keinen Fall lohnen. Bei sehr hohen Quoten ( $b < b_1$ ) kommt es dagegen immer zum Schuldenschnitt. In einem mittleren Bereich ( $b_1 \leq b \leq b_2$ ) ist das Ergebnis dagegen indeterminiert: Ist die Zinsbelastung am Kapitalmarkt hoch (Punkt  $X$ ), erfolgt ein Schuldenschnitt; ist sie dagegen niedrig (Punkt  $Y$ ), werden die Schulden bedient. Im Fall multipler Gleichgewichte versagt die disziplinierende Funktion der Kapitalmärkte: Statt Anreize zum raschen Abbau der Verschuldung zu setzen, führt die Forderung nach hohen Zinsen zu einem sich selbst erfüllenden Schuldenschnitt.

Das Problem multipler Gleichgewichte ergibt sich deshalb, weil Fundamentaldaten das Ergebnis nicht allein determinieren. Welches Gleich-

gewicht erreicht wird, hängt vielmehr wesentlich auch von der tatsächlich in Zukunft betriebenen Politik ab. Diese wiederum wird im Wechselspiel mit den Kapitalmärkten bestimmt. Die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer über den zukünftigen Politikpfad determinieren wesentlich, welcher Pfad letztlich tatsächlich realisiert werden kann.

Die gleiche Logik ist auch auf Umschuldungspläne bzw. externe Stützungsmaßnahmen anwendbar: Lähmt hohe Zinsbelastung angesichts des Schuldenüberhangs die Investitionsbereitschaft, verharrt die Wirtschaft in einem Gleichgewicht mit niedrigen Wachstumsraten, so dass die Kapitalgeber wenig Aussicht sehen, ihre Ansprüche einlösen zu können. Sofern dagegen aktive Stützungsmaßnahmen maßgeblich die Wirtschaftstätigkeit stimulieren, würden sie sich als investive Ausgaben quasi selbst finanzieren: Dank einer raschen Erholung könnte ein großer Anteil der Ansprüche der Kapitalgeber bedient werden; langfristig käme es so zu einem nachhaltigen Abbau der Verschuldung. Verteilungskonflikte darüber, welchen Beitrag einzelne Kapitalgeber jeweils an solchen Stützungsmaßnahmen leisten, können aber zu einer lähmenden Blockade führen, die in einem für alle Beteiligten inferioren Gleichgewicht endet.

Die ökonomische Theorie kann keine endgültige Antwort auf die Frage liefern, durch welche institutionellen Regelungen sichergestellt werden kann, dass sich das „gute“ von mehreren möglichen Gleichgewichten einstellt. Es besteht die Gefahr eines plötzlichen Stimmungsumschwungs. Die Überlegungen liefern starke Argumente, durch den Aufbau hinreichender Puffer (das Bemühen, langfristig niedrige Schuldenquoten ( $b^* < b_1$ ) anzustreben) möglichst dafür zu sorgen, dass ein Abgleiten in das Regime multipler Gleichgewichte erst gar nicht erreicht wird.

Diese Einsicht liefert jedoch keine Handlungsanweisung, wie Politik gestaltet werden sollte, wenn die Gefahr eines plötzlichen Stimmungsumschwungs droht. Wie oben dargelegt, wäre es in der Finanzkrise optimal, Stabilisierungsmaßnahmen mit der Ankündigung eines strengen zukünftigen Konsolidierungspfads zu kombinieren. Voraussetzung dafür ist allerdings die glaubwürdige Verpflichtung zur zukünftigen Konsolidierung. Wiederum ist es wichtig, angesichts der heterogenen Bedingungen in den betroffenen Staaten genau zu differenzieren. Für Staaten, die sich am Kapitalmarkt bereits mit hohen Risikoprämien konfrontiert sehen, bestehen kaum Alternativen zu Konsolidierungsbemühungen.

Die Hoffnung, dass eine rasche Umsetzung von Sparmaßnahmen an den Kapitalmärkten als vertrauensbildende Maßnahme interpretiert und

mit niedrigen Zinsen (fallenden Risikoaufschlägen) honoriert wird, erscheint allerdings naiv. Dabei besteht nämlich folgendes Paradoxon: In dem Maße, in dem die staatlichen Sparmaßnahmen den Wirtschaftseinbruch weiter verstärken, kann die Erwartung sich verschlechternder Staatsbudgets einen weiteren Anstieg der Risikoprämien für Staatsanleihen auslösen. Ist der Anstieg der Risikoprämien umso größer, je stärker die Sparmaßnahmen das Wachstum hemmen, dann erweist sich der Versuch einer raschen Konsolidierung selbst als vertrauensbildende Maßnahme kontraproduktiv.

Generell liegt die entscheidende Herausforderung darin, Mechanismen zu entwickeln, die eine stärkere Verbindlichkeit von Konsolidierungsphasen in Zeiten hohen Wachstums sicherstellen. Die Einführung von verlässlichen Fiskalregeln könnte einen wichtigen Beitrag leisten. Die Wirksamkeit der Stabilisierung mit Hilfe von Fiskalpolitik kann zudem dadurch verstärkt werden, dass die Überwachung der Einhaltung solcher Regeln unabhängigen Institutionen (wie Fiskalräten) übertragen wird.

Ein weiterer, ebenso wichtiger Schritt besteht darin, den Finanzsektor robuster zu gestalten. Wie Jordà et al. (2013) anhand der historischen Analyse einer Vielzahl von Finanzkrisen nachweisen, besteht eine enge Beziehung zwischen dem Aufbau hoher privater Verschuldung in Boomzeiten und dem Ausmaß der dann einsetzenden Rezession. Je stärker das Kreditwachstum (inkl. Schattenbankensektor) vor Ausbruch der Krise, desto gravierender der darauf folgende Einbruch. Je größer der Finanzsektor, umso stärker dann die Budgetbelastung des Staats in der Krise. Exzessives Kreditwachstum erweist sich also als ein guter Indikator für den Aufbau von Krisenanfälligkeit (vgl. dazu auch Borio 2012). Die Tendenz zur pro-zyklischen Kreditvergabe im Finanzsektor ist dabei ein wesentlicher Faktor. Offensichtlich beschränkt sich die Tendenz, in Boom-Zeiten zu wenig zu bremsen, keineswegs auf anti-zyklische Finanzpolitik. Vielmehr liegt hier ein allgemeines Marktversagen vor: Weil aufgrund begrenzter Haftung die makroökonomischen Kosten eines Anstiegs der Fragilität zu einem erheblichen Teil nicht von denjenigen selbst getragen werden, die sich stärker verschulden, besteht für jeden einzelnen ein starker Anreiz zu exzessiver Kreditaufnahme. Maßnahmen der makroprudenziellen Regulierung wie höhere Eigenkapitalanforderungen im Finanzsektor, die zudem in Boomzeiten verschärft werden, könnten hier als wirksame Bremse dienen (für Details Illing 2012).



## 6. Fazit

Der starke Anstieg staatlicher Schuldenquoten in Folge der Finanzkrise ist die Folge sinkender Wachstumsdynamik nach einem massiven Einbruch der Wirtschaftsaktivität. Der Aufbau hoher Verschuldung im privaten Sektor im Vorfeld der Finanzkrise hat eine starke Fragilität aufgebaut, die mit dem Abbau des Schuldenüberhangs eine persistente Schwächung des Wirtschaftswachstums auszulösen droht. Im Zuge von Stützungsmaßnahmen kam es dabei zu einer Substitution privater durch staatliche Kreditaufnahme.

Die aktuelle Herausforderung besteht darin, kurzfristige Stabilisierung konjunktureller Schwankungen in Einklang zu bringen mit der Aufgabe langfristiger Konsolidierung. Dies erfordert die Stärkung anti-zyklischer Stabilisatoren im staatlichen und im privaten Sektor. Starre Regeln der Fiskalpolitik, die den Spielraum zur Stabilisierung begrenzen, drohen die Schwankungen zu verschärfen. Austeritätspolitik in der Krise wirkt sich kontraproduktiv aus: In dem Maße, in dem staatliche Sparmaßnahmen den Wirtschaftseinbruch weiter verstärken, löst die Erwartung sich verschlechternder Staatsbudgets einen weiteren Anstieg der Risikoprämien aus und kann eine gefährliche negative Spirale in Gang setzen.

Dagegen kann die Verpflichtung auf einen langfristigen Konsolidierungspfad durch die Einführung verlässlicher Fiskalregeln und glaubwürdiger Grenzen der langfristigen Schuldenquote diesen Teufelskreis durchbrechen. Die Stärkung anti-zyklischer Stabilisatoren muss auch den Finanzsektor einschließen, weil die Tendenz zur pro-zyklischen Kreditvergabe eine treibende Kraft war für den Aufbau hoher Fragilität. Maßnahmen der makroprudenziellen Regulierung sind deshalb unverzichtbar, um langfristig Resilienz durch einen robusten, vernünftig regulierten Finanzsektor sicher zu stellen.

## Literatur

- Alesina, Alberto F. und Ardagna, Silvia (2012): The design of fiscal adjustments. *NBER Working Paper* 18423, Boston.
- Auerbach, Alan und Gorodnichenko, Yuriy (2012): Measuring the output responses to fiscal policy. *American Economic Journal: Economic Policy* 4, S. 1-27.

- Borio, Claudio (2012): The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *BIZ Working Paper* No 395, December 2012, BIZ Basel.
- Calvo, Guillermo (1988): Servicing Public Debt. *American Economic Review* 78, S. 647-661.
- Corsetti, Giancarlo, Meier, André und Müller, Gernot J. (2012): Fiscal stimulus with spending reversals. *The Review of Economics and Statistics* 94, S. 878-895.
- De Grauwe, Paul (2012): The Governance of a Fragile Eurozone. *Australian Economic Review* 45, S. 255-268.
- Guajardo, Jaime, Leigh, Daniel und Pescatori, Andrea (2011): Expansionary Austerity: New International Evidence. *IMF Working Paper* 11/158. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Holtfrerich, Carl-Ludwig (1996): Bewältigung der deutschen Staatsbankrotte 1918 und 1945. In: Kantzenbach, Erhard (Hg.): *Staatsüberschuldung*. Joachim Jungius-Gesellschaft der Wissenschaften Bd. 84. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht, S. 35-36.
- Illing, Gerhard (2012): Finanzmarktstabilität – die Notwendigkeit eines effizienten Regulierungsdesigns. In: Held, Martin, Kubon-Gilke, Gisela und Sturn, Richard (Hg.): *Lehren aus der Krise für die Makroökonomik, Jahrbuch Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik* Band 11. Marburg: Metropolis, S. 283-305.
- Illing, Gerhard und Watzka, Sebastian (2014): Fiscal Multipliers and Their Relevance in a Currency Union – A Survey. *German Economic Review*, im Erscheinen.
- IMF (2012): The Good the Bad and the Ugly – 100 years of Dealing with Public Debt Overhangs. *IMF World Economic Outlook*, Kapitel 3. Oktober 2012. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- IMF (2013): Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies. *IMF Policy Paper*, September 2013. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Jordà, Òscar und Taylor, Alan M. (2013): The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy. *NBER Working Paper* 19414, Boston.
- Jordà, Òscar, Schularick, Moritz und Taylor, Alan M. (2013): Sovereigns versus Banks: Credit, Crises, and Consequences. *NBER Working Paper* 19506, Boston.
- Leeper, Eric M. (2013): Fiscal Limits and Monetary Policy. *NBER Working Paper* 18877, Boston.
- Mitchell, Brian R. (1975): *International historical statistics: Europe 1750-1970*. London: Macmillan.

- Perotti, Roberto (2011): The “Austerity Myth”: Gain Without Pain? *NBER Working Paper* 17571, Boston.
- Reinhart, Carmen M. und Rogoff, Kenneth S. (2010): Growth in a Time of Debt. *American Economic Review* 100, S. 573-578
- Sims, Christopher (2013): Paper Money. *American Economic Review* 103, S. 563-584.
- Woodford, Michael (1995): Price-level determinacy without control of a monetary aggregate. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 43, S. 1-46.

