

# ZINSSATZ, WACHSTUMSRATE UND STAATVERSCHULDUNG (1997)

Stephan Schulmeister

Seit Ende der siebziger Jahre liegt das Zinsniveau in allen Industrieländern - ausgenommen Japan - permanent über der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate, während es davor mittelfristig darunter gelegen war. Gleichzeitig mit diesem „Systemwechsel“ in den gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen ist die Verschuldung der öffentlichen Haushalte rascher, jene der Unternehmen aber langsamer gewachsen als das Brutto-Inlandsprodukt: während das „non-financial business“ die Finanzakkumulation relativ zur Realakkumulation verstärkte und dementsprechend sein Finanzierungsdefizit (=Nettokreditaufnahme) zurücknahm, gelang es dem Staat nicht, das Budgetdefizit nachhaltig zu senken.

## Einige „stylized facts“

Hinsichtlich der Auswirkungen des Verhältnisses zwischen Zinssatz und Wachstumsrate auf die *langfristige Entwicklung* von Real- und Finanzakkumulation ergeben sich folgende „stylized facts“:

- Bis Ende der siebziger Jahre lag der *Zinssatz* in allen Industrieländern mittelfristig *unter der Wachstumsrate*, überdies schwankten die Zinssätze viel weniger als danach. Diese stabilen Finanzierungsbedingungen trugen wesentlich zur hohen Investitionsdynamik in den fünfziger und sechziger Jahren bei.
- Im Hinblick auf die sektoralen Finanzierungssalden bedeutete dies nämlich, daß die Unternehmer die Überschüsse der privaten Haushalte in Form von Investitionskrediten "übernahmen", also in Maschinen und Bauten „transformierten“ und damit indirekt auch in

Arbeitsplätze: Der *Unternehmenssektor* hielt ein hohes Gesamtdefizit aufrecht, gleichzeitig war der *Staatshaushalt* mittelfristig etwa ausgeglichen.

- Unter diesen Bedingungen erzielten die öffentlichen Haushalte anhaltende *Primärüberschüsse* (die Staatsausgaben ohne Zinszahlungen waren niedriger als die Staatseinnahmen). Da gleichzeitig das Zins-Wachstums-Differential negativ war, ging die *Staatsschuldenquote* (Nettoschulden in Prozent des BIP) zurück; in Deutschland und Japan waren die Nettoschulden sogar negativ.
- Der Unternehmenssektor investierte (netto) mittelfristig mehr, als er an Gewinnen einnahm (vor Abzug der Zinszahlungen), seine Primärbilanz war daher zumeist defizitär (anders ausgedrückt: seine Neuverschuldung war höher als die Zinszahlung für die „Altschulden“). Das anhaltend *negative Zins-Wachstums-Differential* dämpfte jedoch den Anstieg der Relation Unternehmensschulden zum BIP. Gleichzeitig wuchs der Realkapitalstock rascher als das BIP, seine Finanzierungsstruktur blieb annähernd stabil (die Nettoschulden der Unternehmen wuchsen etwa so rasch wie der nominelle Realkapitalstock).
- Die schwere Rezession 1974/75 unterbrach diese stetige Expansion von Produktion, Realakkumulation und ihrer Finanzierung, danach setzte sie sich aber bis 1980 fort.
- Seit Ende der siebziger Jahre liegen sowohl der Kreditzins als auch der Anleihezins ständig über der Wachstumsrate. Investitionsdynamik und Kreditnachfrage des Unternehmenssektors schwächten sich ab, sein Finanzierungsdefizit ging zurück, jenes der öffentlichen Haushalte stieg. Bei überwiegend defizitärer Primärbilanz des Staates erhöhten sich seine Nettoschulden infolge des permanent positiven Zins-Wachstums-Differentials rascher als das BIP, jene der Unternehmen nahmen hingegen relativ ab.)

- In den USA sanken zwischen 1980 und 1987 nicht nur die Finanzierungsdefizite der Unternehmen, sondern auch die Überschüsse der privaten Haushalte, gleichzeitig nahmen die Überschüsse des Auslands dramatisch zu, nicht zuletzt infolge der Dollaraufwertung. Zwischen 1987 und 1989 verringerten sich sowohl das Leistungsbilanzdefizit als auch das Budgetdefizit der USA, ab 1989 erhöhten sich jedoch die Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte wieder stark, und auch das "non-financial business" wurde erstmals in einer Rezession zu einem Netto-Kreditgeber. Das Budgetdefizit stieg daher trotz einer weiteren Verbesserung der Leistungsbilanz 1989/91 deutlich an.
- In Deutschland sowie in Japan wuchs das Budgetdefizit in der Rezession Anfang der achtziger Jahre nur geringfügig: Der Rückgang der Netto-Kreditaufnahme des Unternehmenssektors wurde durch ein steigendes Defizit des Auslands, insbesondere der USA, ausgeglichen. Ein solches "Trittbrettfahren" mit der Fiskalpolitik der USA war in der Rezession Anfang der neunziger Jahre nicht mehr möglich, in erster Linie wegen des viel niedrigeren Dollarkurses. Das Budgetdefizit der USA erhöhte sich daher schwächer und jenes der westeuropäischen Länder, aber auch Japans viel stärker als in der Rezession 1980/1982.

### Zinsschwankungen und die Entwicklung der Eigenkapitalrendite

Die Gesamtgewinne  $P$  (Operating Surplus) lassen sich in Zinszahlungen ( $IP$ ) und Unternehmereinkommen ( $EI$ ) aufteilen. Bezieht man diese Gewinnanteile auf das Fremdkapital  $D$  und Eigenkapital  $E$ , erhält man eine Realkapitalrendite ( $r = EI / E$ ) und eine Finanzkapitalrendite ( $i = IP / D$ ). Der große Einfluß, den die Zinsquote auf die Einkommensposition der Unternehmer im „non-financial business“ hat, wird verständlich durch folgenden Akzeleratoreffekt: Jede Steigerung des Nominalzinssatzes  $i$  erhöht die Finanzierungskosten des gesamten Bestands ("stock") der Schuld  $D$  um  $(i_t - i_{t-1}) D$ . Der "flow" der Zinszahlungen wächst daher bei gleichbleibendem Schuldenstand um  $\frac{i_t - i_{t-1}}{i_{t-1}}$  und somit in jenem Ausmaß rascher als der absolute Zinsanstieg, in dem

das Niveau der Zinszahlungen der Vorperiode kleiner ist als der Schuldenbestand  $\frac{1}{i_{t-1}}$ . Beschleunigt sich etwa die Inflation von 3% auf 6% und steigt der Nominalzins bei konstantem Realzins von 2% daher von 5% auf 8%, so wachsen die Zinszahlungen um 60%.

Dieser Akzeleratoreffekt ergibt sich aus dem Konzept der Realzinsberechnung: Soll der reale Wert des "stock" von Finanzvermögen und -verbindlichkeiten gleichbleiben, so muß der "flow" der Zinszahlungen um den Faktor  $\frac{1}{i_{t-1}}$  rascher wachsen als die zusätzliche Inflation (absolute Nominalzinssteigerung). Soll umgekehrt der Nominalzins verteilungsneutral an die Inflation angepaßt werden, so dürfte er wie die Löhne nur im Ausmaß der Inflationsbeschleunigung *relativ* steigen, in unserem Zahlenbeispiel also von 5,0% auf 5,15%.

Dieser Akzeleratoreffekt ergibt sich analog, wenn die Nominalzinsen bei konstanter Inflation als Folge höherer Realzinsen steigen - wie etwa in den USA zwischen 1977 und 1981. Die Einkommen werden allerdings in diesem Fall stärker von den Unternehmern zu ihren Kreditgebern umverteilt als im Fall einer inflationsbedingten Nominalzinssteigerung, sofern sich nicht das reale Wirtschaftswachstum ebenso stark erhöht wie der Realzins.

Sinkt der Nominalzins als Folge einer Inflationsabschwächung und/oder niedrigerer Realzinsen (wie 1981/1988), so wirkt der *Zinsakzelerator* in umgekehrter Richtung: Die Zinszahlungen der Unternehmer sinken viel stärker als die Gesamteinkommen, ihre Einkommensposition verbessert sich daher.

Steigen daher die Zinsen um 20% (dies entspricht der durchschnittlichen jährlichen Veränderung der Kreditzinsen in den USA zwischen 1970 und 1993), so ist es (nahezu) ausgeschlossen, daß dies nicht einen relativen Rückgang der Realkapitalrendite zur Folge hat. Damit sich nämlich die Rendite des Realkapitals ebenso stark erhöht wie jene des Finanzkapitals, müßten die Effekte eines Zinsanstiegs durch einen unrealistisch starken Rückgang des Kapitalkoeffizienten, der Lohnquote

und/oder der Eigenkapitalquote kompensiert werden (Vergleiche ausführlicher: Schulmeister, Stephan: Zinssatz, Wachstumsrate und Staatsverschuldung, WIFO-Monatsberichte 3/1995, S. 171).

Auf der Grundlage realitätsnaher Annahmen ergibt sich daher, daß Zinsänderungen, wie sie in den letzten Jahrzehnten beobachtet wurden, *gegengerichtete Änderungen* der Relation zwischen Real- und Finanzkapitalrendite verursachen. Dies widerspricht der Annahme der neoklassischen Theorie, wonach diese Relation konstant bleibe. Dieser Widerspruch läßt sich durch Einführung einer zeitlich variablen Risikoprämie nicht aufheben, weil das implizieren würde, daß diese Prämie für die relativ riskantere Realveranlagung immer dann sinkt, wenn der Zinssatz und damit auch die Schuld-Einkommens-Relation der Unternehmer steigt.

Aus den bisherigen Überlegungen ergibt sich, daß das *Ausmaß* der seit Anfang der siebziger Jahre beobachteten Zinsschwankungen kaum als (endogenes) Resultat realwirtschaftlicher Prozesse interpretiert werden kann (in acht Jahren veränderten sich die Kreditzinsen in den USA gegenüber dem Vorjahr um mehr als 25%, in einem Jahr sogar um mehr als 50%); überdies dauern Phasen steigender oder fallender Zinssätze zwei bis drei Jahre, wodurch sich ihre Umverteilungseffekte kumulieren. Die so induzierten Verschiebungen in der Relation zwischen Realkapital- und Finanzkapitalrendite legen vielmehr nahe, daß die Schwankungen der Zinssätze primär das Resultat von Entwicklungen auf den *Finanzmärkten* und/oder der *Geldpolitik* sind, an die sich der Unternehmenssektor anpaßt bzw. *anpassen muß*.

### Zinssatz, Wachstumsrate und gesamtwirtschaftliche Finanzierung

Dem "Regimewechsel" von einem negativen zu einem positiven Zins-Wachstums-Differential paßten sich die Unternehmer in den USA und Westdeutschland durch eine Senkung ihrer Netto-Investitionsquote und ihrer Netto-Kreditaufnahme an, und zwar aus zwei Gründen:

- weil Finanzveranlagung relativ zur Realveranlagung profitabler wurde,
- weil Nettoschuldner wie Unternehmen, aber auch der Staat unter der Bedingung  $i > g$  ihre Schuld-Einkommensrelation nur dann stabilisieren können, wenn sie Überschüsse in der Primärbilanz erzielen ("dynamic budget constraint"); für den Unternehmenssektor bedeutet dies, daß seine Nettoinvestitionen niedriger sein müssen als sein Sparen vor Abzug der Zinszahlungen.

Mit dem "dynamic budget constraint" begründen der Internationale Währungsfonds und die OECD in jüngerer Zeit ihre Forderung, die öffentlichen Haushalte der Industrieländer müßten Überschüsse in der Primärbilanz erzielen, um so ein explosives Anwachsen der Staatsverschuldung zu vermeiden. Dabei wird als gegeben angenommen, daß der Zinssatz auch mittelfristig über der Wachstumsrate liegen wird. In Anbetracht der Tatsache, daß diese Bedingung gerade in jener Phase der Nachkriegszeit nicht gegeben war, in der sich Gesamtproduktion, Staatsfinanzen und Arbeitsmarkt viel günstiger entwickelten als seit Ende der siebziger Jahre, soll geprüft werden, *ob nicht das eigentliche Problem in einem positiven Zins-Wachstums-Differential liegt* und nicht in einer unzureichenden Anpassung der Fiskalpolitik an diese Bedingung.

Von den drei Sektoren einer geschlossenen Wirtschaft - Unternehmen, Staat und die privaten Haushalte - sind der Unternehmens- und der Staatssektor Nettoschuldner, die privaten Haushalte Nettogläubiger. Alle Variablen sind in nominellen Größen dargestellt. Die Einkommen der privaten Haushalte werden für Konsum und Sparen verwendet, der private Wohnbau wird somit dem Unternehmenssektor zugerechnet. Nur aus Gründen einer einfacheren Darstellung wird angenommen, daß keine Transferzahlungen zwischen den Sektoren erfolgen. Die Symbole  $I$  und  $S$  bedeuten jeweils Nettoinvestitionen bzw. Nettosparen.

Das gesamte Finanzierungsdefizit  $TD$  (dieses ist für die privaten Haushalte negativ) jedes Sektors und damit seine Netto-Kreditaufnahme (Net Borrowing: negatives Net Lending) ist die Differenz zwischen seinen Investitionen ( $I$ ) und seinem Sparen ( $S$ ):

$$TD = NB = I - S.$$

Um die Zusammenhänge zwischen Zinssatz, Wachstumsrate und Schuldenakkumulation zu analysieren, wird das Gesamtdefizit in das Primärdefizit ( $PD$ ) und die Zinszahlungen aufgespalten ( $D$  bezeichnet die Nettoschulden, sie sind für den Haushaltssektor negativ):

$$NB = [I - (S + iD)] + iD$$

$$= PD + iD.$$

Differenziert man die Relation von Schulden ( $D$ ) zum BIP ( $Y$ ) nach der Zeit ( $t$ ), so ergibt sich:

$$\frac{d(D/Y)}{dt} = \frac{dD}{dt}/Y - \left(\frac{dY}{dt}/Y\right) \frac{D}{Y}.$$

Die zusätzliche Schuld ist die Summe aus Primärdefizit und Zinszahlungen:

$$\frac{dD}{dt} = PD + iD,$$

und  $\frac{dY}{dt}/Y$  ist die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate  $g$ , so daß sich ergibt:

$$\frac{d(D/Y)}{dt} = \frac{PD}{Y} + i \frac{D}{Y} - g \frac{D}{Y}$$

$$= \frac{PD}{Y} + (i - g) \frac{D}{Y}.$$

Die Relation zwischen den Schulden eines Sektors und dem BIP steigt umso rascher, je größer das Primärdefizit relativ zum BIP ist, je weiter der Zinssatz die Wachstumsrate übersteigt und je größer die Relation seiner Schulden zum BIP im Ausgangszeitpunkt ist.

Nun sei angenommen, daß die Akteure nur eine solche Entwicklung für "sustainable" erachten, die ihre Schulden langfristig nicht rascher wachsen läßt als das BIP.

Unter der Bedingung  $\frac{d(D/Y)}{dt} = 0$  gilt, da  $PD = [I - (S + iD)]$ :

$$\frac{S + iD}{Y} - \frac{I}{Y} = (i - g) \frac{D}{Y}.$$

Die Zusammenhänge zwischen Zinssatz, Wachstumsrate und Schuldenakkumulation sollen nun unter der Bedingung untersucht werden, daß  $\frac{D}{Y}$  für jeden der drei Sektoren langfristig konstant bleibt (die Suffixe  $u$ ,  $g$  und  $p$  bezeichnen den Sektor der Unternehmen, des Staates und der privaten Haushalte).

### Unternehmenssektor

Da das Unternehmenssparen  $S_u$  gleich ist den unverteilteten Gewinnen der Unternehmen  $UP$ , gilt

$$\frac{UP + iD_u}{Y} - \frac{I_u}{Y} = (i - g) \frac{D_u}{Y}.$$



Solange der Zinssatz niedriger ist als die Wachstumsrate, können die Unternehmer laufend mehr für Investitionen ausgeben, als sie an unverteilteten Gewinnen vor Abzug der Zinszahlungen einnehmen, ohne daß ihre Verschuldung rascher steigt als das BIP. Übersteigt der Zinssatz hingegen die Wachstumsrate, so können die Unternehmer ihre Schulden relativ zum BIP nur dann stabilisieren, wenn ihre Nettoinvestitionen kleiner werden als ihre Gewinne: Den potentiellen Nettoinvestitionen müssen Mittel entzogen und dem Zinsendienst für die in der Vergangenheit akkumulierten Schulden zugeführt werden. Dem Übergang von einem Regime  $i < g$  zu  $i > g$  werden sich die Unternehmer daher durch eine *Reduktion ihrer Netto-Investitionsquote* anpassen (müssen), da sie über ihre Einkommensposition  $\frac{UP}{Y}$  keine Kontrolle haben.

### Staatssektor

Die Steuereinnahmen ( $T$ ) werden für folgende laufende Ausgaben verwendet: den öffentlichen Konsum ( $C_g$ ), die Zinszahlungen ( $i D_g$ ) und das - zumeist negative - Sparen ( $S_g$ ):

$$T = C_g + i D_g + S_g.$$

Die staatliche Nachfrage nach Gütern und Dienstleistung  $G$  (Staatsausgaben ohne Zinszahlungen) verteilen sich auf den öffentlichen Konsum ( $C_g$ ) und die öffentlichen Investitionen ( $I_g$ ):

$$G = C_g + I_g.$$

Daher läßt sich das Primärdefizit des Staates unter der Bedingung, daß  $\frac{D_g}{Y}$  langfristig konstant bleibt, auf zweierlei Weise darstellen:

$$\frac{S_g + i D_g}{Y} - \frac{I_g}{Y} = \frac{T}{Y} - \frac{G}{Y} = (i - g) \frac{D_g}{Y}.$$

Nur wenn  $i < g$ , kann der Staat laufend mehr für Konsum und Nettoinvestitionen ausgeben, als er an Steuern einnimmt. Bei einem Regimewechsel von einem negativen zu einem positiven Zins-Wachstums-Differential stellt sich für den Staat folgendes *Dilemma*: Entweder er hält ein bestimmtes Primärdefizit zur Stabilisierung der Wirtschaft aufrecht, dann wächst die Staatsschuld rascher als das BIP; oder der Staat stabilisiert die Relation zwischen Schulden und BIP, dann muß er einen permanenten Überschuß in der Primärbilanz erzielen. Dies wird einen kumulativen Kontraktionsprozeß der Gesamtwirtschaft bewirken, wenn der Unternehmenssektor nicht bereit ist, die Verringerung des Budgetdefizits durch eine Ausweitung seines eigenen Defizits auszugleichen (die Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte sind langfristig stabil). Dieses Dilemma wird dadurch verschärft, daß es für die Unternehmer keinerlei Verpflichtung gibt, das bei Stabilisierung der Schuldenquote höchstmögliche Gesamtdefizit aufrechtzuerhalten. Die Unternehmer werden vielmehr auf einen Regimewechsel von einem langfristig negativen zu einem positiven Zins-Wachstums-Differential mit einer Umschichtung ihrer Vermögensbestände von Realkapital zu Finanzkapital reagieren und ihre Nettoinvestitionen in jenem Ausmaß reduzieren, das einem als optimal erachteten Bestandsgleichgewicht entspricht, und daher auch ihr Gesamtdefizit relativ zum BIP senken.

Bei stabiler Sparquote der privaten Haushalte steigt daher das Finanzierungsdefizit des Staates bei einem Regimewechsel von  $i < g$  zu  $i > g$ , das zusätzliche Budgetdefizit wird durch die automatischen Stabilisatoren und den wachsenden Zinsendienst "erlitten". Gleichzeitig dämpft aber die rückläufige Netto-Investitionsquote der Unternehmer die Gesamtnachfrage und würde eine aktive, antizyklische Ausweitung des Budgetdefizits erfordern; dadurch steigen allerdings unter der Bedingung  $i > g$  die Staatsschulden und dementsprechend auch der Zinsendienst noch stärker. Je länger der Zustand eines positiven Zins-Wachstums-Differentials andauert, desto mehr schränkt der explodierende Zinsendienst die Möglichkeiten einer Stabilisierungspolitik ein. Dies gilt in

gleicher Weise für wachstumspolitische Maßnahmen wie Investitionen zur Verbesserung der Infrastruktur oder der Umwelt. Ein permanent positives Zins-Wachstums-Differential macht es daher dem Staat allmählich unmöglich, wichtige gesamtwirtschaftliche Aufgaben weiterhin zu erfüllen; im Grenzfall verteilt er nur die Steuereinnahmen in Form von Zinszahlungen an die Rentiers. Dieses Crowding-out des Staates aus der Wirtschaft mag - in polit-ökonomischer Betrachtung - ein wichtiges Motiv für das gesellschaftliche Experiment einer Hochzinspolitik und ihre wissenschaftliche Fundierung durch den Monetarismus gewesen sein, doch hatte dieses Experiment den Nebeneffekt, daß auch die Unternehmer aus der Wirtschaft gedrängt wurden (genauer: aus dem Bereich der Akkumulation von Realkapital in den Bereich der Akkumulation von Finanzkapital).

Bezieht man die Nettoforderungen der privaten Haushalte mit ein, so zeigt sich, daß ein positives Zins-Wachstums-Differential mit einer langfristigen Stabilität der Relation zwischen den Forderungen bzw. Schulden der verschiedenen Sektoren und dem Gesamteinkommen (BIP) schwer vereinbar ist: Die für ein Erreichen dieser Stabilität notwendige Bedingung - nämlich daß die privaten Haushalte auf einen Regimewechsel von  $i < g$  zu  $i > g$  mit einer Reduktion ihrer Sparquote und einem Drehen ihrer Primärbilanz von einem Überschuß in ein Defizit reagieren - ist wenig wahrscheinlich. Die Möglichkeit, daß das Ausland ein Primärdefizit aufbaut bzw. erhöht, kann den Druck, die genannten Verschuldungs- bzw. Ersparnisquoten zu verändern, mildern, wird ihn aber unter realistischen Annahmen nicht völlig neutralisieren.

### Die gesamtwirtschaftliche Saldendynamik

Für die Gesamtheit der vier Sektoren Unternehmen, private Haushalte, Staat und Ausland gilt, daß die Saldensumme über ihre Gesamtbilanzen, über die Zinszahlungsbilanzen und die Primärbilanzen gleich Null ist. Jede Veränderung des Saldos der Gesamt- oder Primärbilanz eines Sektors impliziert daher eine gegengerichtete Saldenveränderungen der drei anderen Sektoren. Da

es sich dabei um Identitätsbeziehungen handelt, kann die "Mechanik" der Finanzierungssalden im Zeitablauf nur dann kausal interpretiert und damit als gesamtwirtschaftliche "Saldendynamik" gedeutet werden, wenn man zusätzliche Verhaltensannahmen trifft. Folgende Annahmen scheinen aufgrund allgemein ökonomischer Kalküle sowie der empirischen Evidenz plausibel:

- Die beobachteten, jeweils zwei bis drei Jahre anhaltenden Anstiege und Rückgänge der Nominal- und Realzinsen sind so stark, daß sie in erster Linie eine Folge von Entwicklungen auf den *Finanzmärkten* und/oder der *Geldpolitik* sein müssen, an die sich der Unternehmenssektor und der Staat anpassen (müssen).
- Schuldnersektoren wie die Unternehmen oder der Staat sind bestrebt, die Relation ihrer *Schulden* zu ihrem *Einkommen* und damit auch zum BIP längerfristig zu *stabilisieren*.
- Der *Unternehmenssektor* paßt sich an bereits realisierte oder erwartete Verschlechterungen seiner Einkommens- und Finanzposition infolge von Zinssteigerungen rascher und stärker an als der *Staat*. Dafür sind zwei Gründe maßgeblich: Erstens wird der Unternehmenssektor von Zinssteigerungen in höherem Maß getroffen, weil seine Schulden großteils zu variablen Sätzen verzinst werden, die Staatsschulden aber zu festen Sätzen. Zweitens können die Unternehmer ihre Ausgaben (Investitionen) rascher und stärker einschränken als der Staat.
- Der *Staat* kann kurzfristig weder seine Ausgaben für Konsum und Investitionen nennenswert verringern noch seine Steuereinnahmen erhöhen. Bei einer Wachstumsabschwächung und insbesondere in der Rezession steigen zusätzlich die Sozialtransfers, und die Steuereinnahmen gehen zurück. Daher "erleidet" der Staat in einer Rezession "automatisch" einen Anstieg des Budgetdefizits. Daß der Staat nicht "mutwillig" sein Budget und damit seine Finanzposition verschlechtert, wird daran ersichtlich, daß sich das Budgetdefizit dann und nur dann deutlich erhöht, wenn die Wirtschaftsdynamik, insbesondere die Investitionstätigkeit nachläßt.

- Die Finanzierungsüberschüsse der *privaten Haushalte* entwickeln sich wesentlich stabiler als die Salden der anderen Sektoren.
- Die Entwicklung des *Auslandssaldos* wird in hohem Maß von den Unterschieden in der Fiskal- und Geldpolitik zwischen dem Inland und dem Ausland und den davon mitbeeinflußten Wechselkursen bestimmt. So trieb etwa die Hochzinspolitik der USA Anfang der achtziger Jahre den Dollarkurs nach oben, und dies erhöhte im Zusammenwirken mit einer expansiven Budgetpolitik das Leistungsbilanzdefizit der USA dramatisch, zumal gleichzeitig die westeuropäischen Industrieländer eine restriktive Fiskalpolitik verfolgten.

Auf der Grundlage der (Identitäts-)Beziehungen zwischen Zinssatz, Wachstumsrate und Schulden- bzw. Forderungsakkumulation der vier Sektoren sowie der obigen Verhaltensannahmen läßt sich das kurz- und langfristige Entwicklungsmuster in der gesamtwirtschaftlichen *Saldendynamik* folgendermaßen interpretieren (die Darstellung erfolgt am Beispiel Westdeutschlands):

- Bleibt der Zinssatz über der Wachstumsrate, und erwarten die Unternehmer, daß dieser Zustand längerfristig bestehen bleibt, so verlagern sie ihre Aktivitäten von der Realakkumulation zur *Finanzakkumulation*: Ihre Investitionsausgaben sinken relativ zum BIP. Dadurch sowie durch die Verbesserung ihrer Einkommensposition infolge einer sinkenden Lohn- und Zinsquote erzielen sie anhaltend hohe *Primärüberschüsse*. Ihre Nettoschulden wachsen trotz eines positiven Zins-Wachstums-Differentials langsamer als das BIP (1980/1991).
- Der gesamte Finanzierungsüberschuß der privaten Haushalte entwickelt sich annähernd gleichschrittig mit dem BIP. Mit dem stark überdurchschnittlichen Anstieg der Zinseinkommen der privaten Haushalte gingen ihre Primärüberschüsse zwischen 1975 und 1985 deutlich zurück (relativ zum BIP), doch blieb die Primärbilanz dauernd im Überschuß. Bei einem

anhaltend positiven Zins-Wachstums-Differential stiegen daher die privaten Finanzvermögen stärker als das BIP.

- Das Ausland hielt nahezu durchwegs ein Primärdefizit gegenüber Deutschland aufrecht, doch konnten dadurch die Primärüberschüsse des Unternehmer- und Haushaltssektor nicht ausgeglichen werden: Die Primärbilanz des Staates als "spender of last resort" ist daher seit dem "Regimewechsel" von einem negativen zu einem positiven Zins-Wachstums-Differential nahezu permanent defizitär, die *Staatsschuld wuchs immer rascher als das BIP*.

### Schlußfolgerungen für die Budgetpolitik

Die *Wirtschaftspolitik* wird in den nächsten Jahren vor folgendem *Dilemma* stehen: Einerseits erfordert das hohe Niveau von Budgetdefizit und Staatsverschuldung nachhaltige Konsolidierungsmaßnahmen, andererseits dürfte der Zinssatz auch in den kommenden Jahren über der Wachstumsrate liegen. Versucht der Staat, seine Primärbilanz von einem Defizit in einen Überschuß zu drehen (wie etwa vom Maastricht-Vertrag implizit gefordert), und sind die Unternehmer gleichzeitig wegen der relativ hohen Fremdkapitalkosten nicht bereit, ihre Primärbilanz durch Investitionssteigerungen und entsprechende Kreditaufnahmen wieder defizitär werden zu lassen, so kann die Konsolidierungspolitik nur dann gelingen, wenn sie gleichzeitig den Haushaltssektor in ein Primärdefizit „zwingt“ (also eine Verlagerung vom Sparen zum Konsum bewirkt) oder wenn sie gleichzeitig zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz führt. Erzielen hingegen der Unternehmens- und Haushaltssektor weiterhin Primärüberschüsse, so wird die Sparpolitik eher das Wirtschaftswachstum als die Budgetdefizite reduzieren, letztere fallen deshalb systematisch hinter die angepeilten Konsolidierungszielen zurück.

Zur Bewältigung des Problems, das Budgetdefizit unter der Bedingung eines positiven Zins-Wachstums-Differentials zu verringern, bieten sich zwei Strategien an:

- Der Versuch, die Leistungsbilanz deutlich zu verbessern, doch kann dies immer nur einzelnen Volkswirtschaften auf Kosten anderer gelingen (die Summe aller Leistungsbilanzen ist gleich Null); überdies wird die Realisierung einer solchen nichtkooperativen Strategie dadurch erschwert, daß auch andere Länder danach streben, durch Verbesserung der internationalen Konkurrenzfähigkeit ihr Wirtschaftswachstum zu erhöhen und ihr Budgetdefizit zu senken, insbesondere durch Abwertungen.<sup>1)</sup>
- Die *zweite Strategie* bestünde darin, solche Konsolidierungsmaßnahmen zu setzen, welche die Investitions- und Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen zumindest nicht verringern und gleichzeitig die Konsumquote der privaten Haushalte erhöhen - etwa durch eine Senkung des verfügbaren Einkommens jener Schichten, die darauf stärker mit einer Reduktion ihres Sparens als ihrer Nachfrage reagieren (z. B. Anhebung des Grenzsteuersatzes, Kürzung von Transferleistungen für die einkommenstärksten Schichten oder höhere Besteuerung der Zinserträge, da diese in erster Linie diesen Gruppen zufließen).

Ist einem Land eine deutliche Verbesserung seiner Leistungsbilanz - etwa infolge einer Aufwertung seiner Währung - nicht möglich, und versucht seine Regierung gleichzeitig, das Budgetdefizit in erster Linie durch Kürzung von Sozialleistungen zu reduzieren, so wird dies nicht gelingen: eine solche Strategie verringert in systematischer Weise die Einkommen gerade solcher Haushalte, welche darauf primär mit einer Einschränkung ihres Konsums und nicht ihres Sparens reagieren

---

<sup>1)</sup> Es scheint kein Zufall, daß das System fester EWS-Wechselkurse 1992/93 zusammenbrach, also in einer Phase, in der der Zinssatz über der Wachstumsrate lag und gleichzeitig durch den Maastricht-Vertrag eine gleichschrittige Reduktion der Budgetdefizite beschlossen wurde. Diese Bedingungen dürften auch dazu beigetragen haben, daß sich die monetäre Spaltung Europas seither vertieft hat.

(müssen), das für ein erfolgreiches Sparen des Staates notwendige Entsparen der Haushalte wird durch eine solche Politik nicht erreicht.<sup>2)</sup>

Am wirksamsten würden die Bemühungen um eine Budgetkonsolidierung durch eine Änderung der Geldpolitik der Notenbanken unterstützt, welche den Zinssatz auf einem solchen Niveau stabilisiert, welches unter der mittelfristig erwarteten Wachstumsrate liegt. Eine Wiederherstellung dieser in den fünfziger und sechziger Jahren gegebenen gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingung ist eine Voraussetzung für eine nachhaltige Erhöhung der Investitions- und Kreditbereitschaft der Unternehmen und damit indirekt für eine erfolgreiche Budgetkonsolidierung: je stärker der Unternehmenssektor sein Defizit ausweitet (bzw. je mehr die Haushalte ihre Überschüsse reduzieren), desto leichter kann der Staat sein Defizit ohne erhebliche Wachstumsverluste verringern.

---

<sup>2)</sup> In diesem Zusammenhang soll auf die erheblichen Unterschiede zwischen der Budgetpolitik in den USA und in den meisten EU-Ländern in den neunziger Jahren verwiesen werden: das Bundesbudget der USA wurde primär durch Beiträge der obersten Einkommensklasse konsolidiert (ihre marginale Belastung mit Steuern und Sozialabgaben wurde von 31% auf 42% angehoben). Gleichzeitig wurde die negative Einkommensteuer stark ausgeweitet, wodurch sich die Einkommenssituation der sozial Schwächsten verbesserte. Im Gegensatz dazu versuchen die meisten Regierungen in Europa, die Budgets in erster Linie durch Senkung der (nachfragewirksamen) Sozialausgaben zu reduzieren.

„Akkommodiert“ wurde die Budgetpolitik der USA durch eine lockere Geldpolitik und einen - auch deshalb - unterbewerteten Dollarkurs; unter diesen Bedingungen sank das Budgetdefizit in den USA bei gleichzeitig steigender Beschäftigung von 5% auf 1,5% des BIP.

In den Hartwährungsländern der EU blieben hingegen die Budgetdefizite hoch, in erster Linie infolge des durch die verfehlte Sparpolitik selbst mitverursachten Anstiegs der Arbeitslosigkeit.