

---

# Wachstum und Konsolidierung: Ein Gegensatz? Zur Diskussion um „Austeritätspolitik“ und „Wachstumsfalle“

SUSANNE NEHEIDER UND LUDGER SCHUKNECHT\*

---

Susanne Neheider, Bundesministerium der Finanzen, E-Mail: susanne.neheider@bmf.bund.de  
Ludger Schuknecht, Bundesministerium der Finanzen, E-Mail: Ludger.Schuknecht@bmf.bund.de

---

**Zusammenfassung:** Die Debatte um Konsolidierung im Euroraum wird von der Frage dominiert, ob Konsolidierung dem Wachstum schadet. Der Beitrag gibt einen kurzen Überblick zum Diskussionsstand über die Zusammenhänge zwischen Konsolidierung und Wachstum. Darüber hinaus werden gängige Forderungen analysiert, die aus der Auffassung, die aktuelle Konsolidierungspolitik führe in eine Wachstumsfalle, abgeleitet werden. Wir argumentieren, dass strukturelle Konsolidierung und nachhaltiges Wachstum keine Gegensätze, sondern komplementär sind. Glaubwürdige und dauerhafte Konsolidierung in Verbindung mit Strukturreformen ist mit kleinen Multiplikatoren verbunden und Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum. Auch Erwartungen an einen Wachstumsschub in den Peripherieländern durch einen fiskalischen Stimulus in Deutschland halten einer Überprüfung nicht stand. Bei der Wahl der Konsolidierungsstrategie muss zudem ein sich veränderndes globales Umfeld mit möglicherweise höheren Zinsen berücksichtigt werden.

**Summary:** The debate on fiscal consolidation is dominated by controversies about the negative impact of consolidation on growth. This contribution shortly summarizes the discussion about links between fiscal consolidation and growth. In addition, common advice that is derived from arguments about the detrimental impact of consolidation on growth, is analyzed. We argue that structural fiscal consolidation and sustainable growth do not contradict each other but are complementary. Fiscal consolidation that is credible and lasting and that is combined with structural reforms implies rather small multipliers and is a prerequisite for sustainable growth. Expectations about higher growth in euro area periphery countries as a result from fiscal stimulus in Germany do not hold up to scrutiny. When choosing a consolidation strategy, a changing global environment with possibly higher interest rates should also be taken into consideration.

→ JEL Classification: E61, E62, H30, H60

→ Keywords: Fiscal consolidation, growth, public debt, multiplier

\* Die hier dargelegten Ansichten sind die der Autoren und nicht notwendigerweise die ihres Arbeitgebers.

---

## I Einleitung

Die Debatte um Konsolidierung und Wachstum im Euroraum wird zum Teil recht schablonenhaft geführt. Konsolidierung wird als „Austeritätspolitik“ gebrandmarkt, die in eine „Wachstumsfalle“ führe. Der nachfragedämpfenden Wirkung von Konsolidierung wird so eine Dauerhaftigkeit scheinbelegt. Zu den abgeleiteten Schlussfolgerungen gehört dann wenig überraschend eine langsamere Konsolidierung in den Krisenländern des Euroraums sowie – zur weiteren Nachfragestützung dort – eine fiskalische Expansion in Deutschland.

Dass Konsolidierung kurzfristig die Nachfrage dämpfen kann, ist unbestritten. Die Empfehlung im Umkehrschluss, weniger zu konsolidieren, muss jedoch über die erwartete Nachfragerwirkung hinaus eine Reihe weiterer Effekte berücksichtigen. Ziel dieses Beitrags ist es, in einem kurzen Überblick ein differenzierteres Licht auf gängige Forderungen zu werfen, die aus der Auffassung, die aktuelle Konsolidierungspolitik führe in eine Wachstumsfalle, abgeleitet werden. Wir argumentieren, dass strukturelle Konsolidierung und nachhaltiges Wachstum keine Gegensätze sondern komplementär sind. Es sind schon große Fortschritte auf diesem Weg erzielt worden. Ein Abrücken vom Pfad zu soliden Staatsfinanzen würde die (Wachstums-)früchte dieses harten Anpassungsweges gefährden. Zudem ist eine fiskalische Expansion in Deutschland in den Krisenländern wenig wirksam, würde aber die Glaubwürdigkeitsrisiken für den Euroraum erhöhen.

Abschnitt 2 widmet sich den Handlungsoptionen der Krisenländer sowie den Forderungen nach einer fiskalischen Expansion in Deutschland. Die Debatte um die Höhe von Multiplikatoren und die möglichen Auswirkungen eines hohen Schuldenstands auf das Wachstum steht im Mittelpunkt von Abschnitt 3. Abschnitt 4 geht auf Handlungsoptionen zur Konsolidierung im Euroraum vor dem Hintergrund möglicher globaler Veränderungen, insbesondere des geldpolitischen Umfelds, und der politökonomischen Frage nach Zeitfenstern für Reformen ein.

## 2 Handlungsoptionen im Euroraum

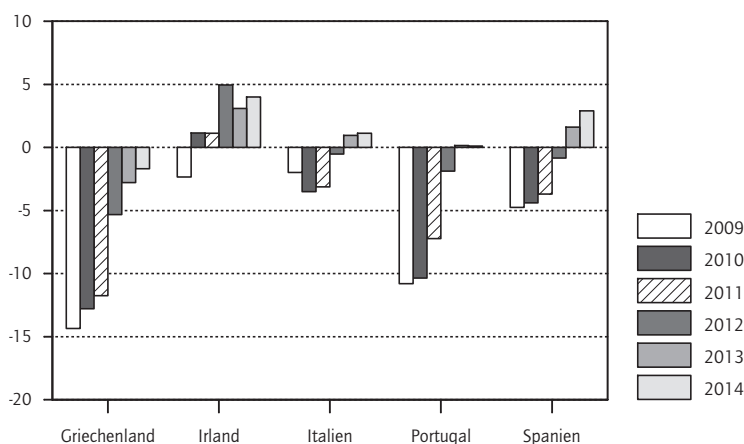
Die Krisenländer im Euroraum konnten in den Jahren seit 2009 die Situation der öffentlichen Haushalte erheblich verbessern. Sowohl das Maastricht-Defizit als auch das strukturelle gesamtstaatliche Defizit ist in allen Programmländern deutlich zurückgegangen. Auch die Wettbewerbsfähigkeit hat sich erhöht. Leistungsbilanzdefizite haben sich zurückgebildet (Abbildung 1). In Spanien, Italien und Portugal dürfte die Leistungsbilanz nach der Prognose der EU-Kommission vom Mai 2013 in diesem Jahr einen leichten Überschuss aufweisen.

Zur Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit stellt die EU-Kommission unter anderem Daten realer effektiver Wechselkurse von EU-Mitgliedstaaten gegenüber einer Gruppe von 36 Industrieländern zur Verfügung (Abbildung 2). Für eine detaillierte Beurteilung von Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit müssten die Bestimmungsfaktoren dieser Indikatoren genauer analysiert und darüber hinaus nichtpreisliche Faktoren berücksichtigt werden. Dennoch vermitteln die Daten einen Eindruck der sich deutlich verbessernden preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer im Euroraum. Insbesondere Irland hat seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit bereits ab 2009 deutlich verbessern können. Auch in den anderen Ländern trat spätestens ab 2010 ein Rückgang des realen effektiven Wechselkurses ein.

Abbildung 1

**Leistungsbilanzsaldo in ausgewählten Ländern**

In Prozent des BIP



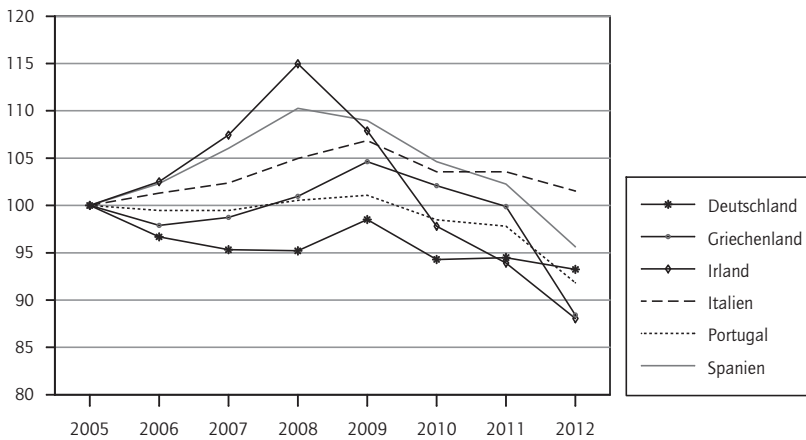
Quelle: Ameco, 2013 und 2014: Projektion.

Die Finanzpolitik hat nach dem Ausbruch der Schuldenkrise schnell reagiert. Die Anpassung der öffentlichen Haushalte im Euroraum insgesamt hat nach einer Verbesserung des strukturellen Saldos von 1,4 Prozent des BIP allein im Jahr 2012 und 0,9 Prozent im Jahr 2011 ihren Höhepunkt erreicht. Für 2013 prognostiziert die EU-Kommission eine weitere Verbesserung des strukturellen Saldos in Höhe von 0,75 Prozent des BIP (European Commission 2013b). Zur Bewältigung der akuten Vertrauenskrise setzte sich der Euroraum nach Ausbruch der Schuldenkrise eine schnelle Reduktion der Defizite zum Ziel. Dadurch kann die Anpassungsgeschwindigkeit insgesamt nun bereits etwas reduziert werden, ohne die Zielerreichung und die Glaubwürdigkeit der eingeschlagenen Kurskorrektur zu gefährden. Dies unterscheidet den Euroraum von anderen Regionen. Der IWF verweist darauf, dass die Konsolidierung weltweit eher noch anzieht, während sie sich im Euroraum nun insgesamt verlangsamt (IMF 2013a). Deutschland hat sein mittelfristiges Haushaltsziel erreicht und hat nach der Einschätzung von IWF und OECD eine neutrale fiskalpolitische Ausrichtung (OECD 2013: 84, IMF 2013a: 4). Auch für Italien ist die Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels bereits in greifbarer Nähe. In diesem Jahr erwartet die EU-Kommission ein strukturelles Defizit von 0,5 Prozent des BIP. Griechenland, Spanien und Portugal werden ihre strukturellen Defizite in diesem Jahr im Vergleich zu 2009 voraussichtlich jeweils mindestens halbieren (European Commission 2013a) (Abbildung 3). Auch unter Berücksichtigung von Unsicherheiten bei der Ermittlung struktureller Defizite in den Krisenländern des Euroraums ist dies eine beachtliche Verbesserung. Eine Verlangsamung der strukturellen Anpassung findet damit im Euroraum – ungeachtet der Diskussion um die Erreichung der nominellen Defizitziele – bereits statt.

Vereinzelte Untersuchungen, nach denen die negative Nachfragewirkung so hoch ausfallen kann, dass sich Konsolidierung selbst aufzehrt und die Schuldenstandsquote sogar steigt, führten zu Forderungen nach einer gänzlichen Abkehr vom Konsolidierungskurs. In einem solchen Szenario würde sich umgekehrt eine expansive Fiskalpolitik selbst finanzieren. Insbesondere De-

Abbildung 2

**Preisliche Wettbewerbsfähigkeit:  
Reale effektive Wechselkurse ausgewählter Länder**



Quelle: EU-Kommission; Deflator: Lohnstückkosten; Vergleichsgruppe: 36 Industrieländer (IC36).

Long und Summers (2012) vertreten die These, ein temporärer fiskalischer Stimulus könne sich selbst finanzieren und die Schuldenstandsquote reduzieren. Diese Situation könne auftreten, wenn die Geldpolitik keinen weiteren Spielraum nach unten habe, sich die Wirtschaft deutlich unter Potenzial entwickle und Fiskalmultiplikatoren hoch seien. Darüber hinaus ist das von DeLong und Summers beschriebene Szenario insbesondere durch bedeutende Hystereseeffekte gekennzeichnet, bei denen Rezessionen die Wachstumsaussichten einer Volkswirtschaft langfristig stark beeinträchtigen, insbesondere wenn durch hohe und lang dauernde Arbeitslosigkeit viele Arbeitnehmer Qualifikation einbüßen. Höhere Schulden könnten nach Ansicht der Autoren dann durch Wachstumseffekte wettgemacht werden. Die Autoren beziehen sich in ihrer Analyse insbesondere auf die USA und betonen, dass der Stimulus temporär sein müsse.

In Bezug auf die Länder im Euroraum sprechen mehrere Faktoren dagegen, dass sich fiskalische Expansion selbst finanzieren würde:<sup>1</sup> Die von DeLong und Summers aufgezeigten Effekte hängen wesentlich von der Höhe der Zinsen ab. Steigen die Zinsen auf Staatsanleihen infolge des fiskalischen Stimulus, müssten auch die Wachstumseffekte entsprechend höher sein, damit sich der Stimulus theoretisch noch selbst finanzieren kann. Insbesondere für Krisenländer wäre das ein riskantes Spiel. Höhere Risikoprämien könnten den – theoretisch – kurzfristig positiven Effekt des Stimulus aufzehren und ins Negative kehren.

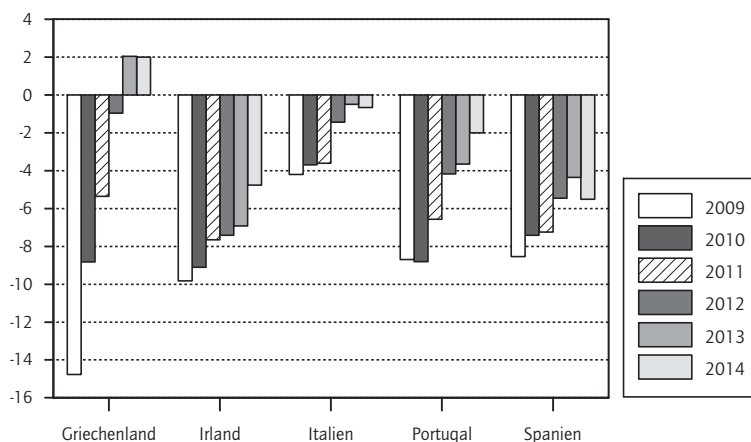
Hystereseeffekte hängen eng mit strukturellen Faktoren zusammen. Wenn hohe Arbeitslosigkeit auf unflexible Arbeitsmärkte und einen tiefen Strukturwandel (zum Beispiel Zusammenbruch

1 Siehe für eine Diskussion der Argumente von DeLong und Summers auch DB Global Markets Research, Focus Europe 15 March 2013, The other policy sowie Goldman Sachs, European Economics Analyst No. 13/12, European austerity: painful, but not self defeating. Eine Zusammenstellung von Blogbeiträgen zur Frage einer sich selbst aufzehrenden Konsolidierung findet sich unter [http://new.voxeu.org/sites/default/files/file/austerity\\_ecollection.pdf#page=27](http://new.voxeu.org/sites/default/files/file/austerity_ecollection.pdf#page=27).

Abbildung 3

**Strukturelles Defizit in ausgewählten Ländern**

In Prozent des BIP



Quelle: Ameco, 2013 und 2014 Projektion.

Bausektor) zurückzuführen ist, kommt es zur Überwindung der Arbeitslosigkeit auf Strukturreformen zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes und zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit an. Hysteresegefahr besteht in den Krisenländern aufgrund struktureller Faktoren und kann daher letztlich auch nur durch eine strukturelle Anpassung abgewendet werden.

Die unterschiedliche Wirkung verschiedener Konsolidierungsmaßnahmen, das Zusammenwirken von Konsolidierung und Strukturreformen, Vertrauenseffekte und weitere Einflussgrößen zum Beispiel auf den Multiplikator werden ebenfalls nicht betrachtet (vergleiche Abschnitt 3).

In Ländern des Euroraums mit hohen Risikoaufschlägen hat die Konsolidierung darüber hinaus eine wichtige Signalfunktion. Eine schnelle Reduktion des Defizits demonstriert die Handlungsfähigkeit einer Regierung und senkt dadurch auch die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsunfähigkeit. Eichengreen etwa betont die Bedeutung von Konsolidierung in den Peripherieländern des Euroraums für einen Rückgang der Zinsen auf Staatsanleihen und eine Verringerung des Gegenparteirisikos (Eichengreen 2010). Der mit einer expansiven Fiskalpolitik einhergehende Glaubwürdigkeitsverlust könnte die Krisenländer auf lange Zeit zurückwerfen. Verzögert sich der Rückgang der Risikoprämien, könnte dies bei den Programmländern die Wiedererlangung des Marktzugangs auf lange Sicht gefährden.

Entsprechend kommen die meisten Studien zu anderen Ergebnissen. Die EZB (2012) sieht klare Gründe für eine Fortsetzung des Konsolidierungskurses aufgrund eher niedriger Multiplikatoren. Cogan et al. (2012 und 2013) betonen die sogar kurzfristig positiven Wachstumseffekte von Konsolidierungspolitik (vergleiche Abschnitt 3). Weder der IWF noch die OECD empfehlen deshalb den Peripherieländern im Euroraum eine langsamere Konsolidierung (IMF 2013b, OECD 2013).

Darüber hinaus halten die Erwartungen an positive Effekte für Peripherieländer, die etwa mit einer fiskalischen Expansion in Deutschland verbunden werden, einer empirischen Überprüfung nicht stand.

Nach Berechnungen des IWF (2012a: 14) würden fiskalische spillovers infolge einer expansiven Fiskalpolitik in Deutschland vor allem in kleinen, offenen Nachbarländern auftreten (Tschechien, Österreich, Niederlande). Der Effekt auf Peripherieländer des Euroraums wäre äußerst begrenzt. Den maximalen Effekt eines Stimulus in Höhe von einem Prozent des BIP in Deutschland auf den Rest des Euroraums insgesamt schätzt der IWF auf 0,2 Prozentpunkte. Die Auswirkung auf das reale BIP in Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien würde 0,15 Prozentpunkte nicht übersteigen.

Eine Analyse der EU-Kommission (2012b) hat gezeigt, dass eine Erhöhung der Nachfrage in Deutschland allenfalls eine geringe Verbesserung der Leistungsbilanzen in Krisenländern zur Folge hätte. Die Simulation einer isolierten Ausweitung der deutschen Binnennachfrage würde nur zu einem sehr geringen Anstieg der Exporte der südlichen Peripheriestaaten führen. Am wenigsten würde Griechenland profitieren. Etwas größere Effekte hätte der fiktive Nachfrageschub, ähnlich wie bei der Analyse des IWF, auf Nachbarländer.

Diese Analysen bestätigen wenig überraschend, dass Handelsverflechtungen eine wichtige Rolle für die zu erwartenden Effekte spielen. Dies weist auch darauf hin, dass sich Anpassungsprozesse im globalen Rahmen abspielen und nicht als ein auf den Euroraum begrenztes Nullsummenspiel verstanden werden dürfen. Aus diesem Grund sind auch Vorstellungen, dass sich etwa ein höheres Lohnniveau in Deutschland eins zu eins in höherer Wettbewerbsfähigkeit der Peripheriestaaten des Euroraums niederschlagen würden, simplifiziert. Für die Vergangenheit zeigt die Studie der EU-Kommission (2012b: 71–72) auch, dass Lohnmoderation in Deutschland nur geringfügig zum Exportwachstum beigetragen hat. Wichtiger waren nicht-preisliche Faktoren der Wettbewerbsfähigkeit sowie Nachfragefaktoren.

Zu bedenken ist außerdem, dass eine Wettbewerbsschwächung Deutschlands im globalen Umfeld erhebliche negative Effekte auf die europäischen Partnerländer über die mit dem Export verbundenen Wertschöpfungsketten haben könnte. Deutschland bezieht Vor- und Zwischenprodukte zu 30 Prozent aus dem Euroraum. Zugleich exportiert es mit 50 Prozent einen im Vergleich hohen Anteil seiner importierten Vorprodukte. Bei Frankreich liegt der Anteil bei 40 Prozent, im Fall Italiens bei 30 Prozent.<sup>2</sup> Andere Eurostaaten partizipieren dadurch indirekt – über die Wertschöpfungsverflechtung – am deutschen Export.

Gefährdet wäre bei einer Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands jedoch seine Ankerrolle für den Euroraum als Ganzes. Nachhaltige Staatsfinanzen in Deutschland bilden den Hauptgaranten für die neuen Sicherheitsnetze und bauen Vertrauen in die reformierten Fiskalregeln auf.

---

2 OECD/WTO-Handelsdaten auf Basis der Wertschöpfung: [www.oecd.org/trade/valueadded](http://www.oecd.org/trade/valueadded)

### 3 **Stand der Diskussion zur Höhe von Multiplikatoren und den Auswirkungen eines hohen Schuldenstands auf das Wachstum**

Der IWF hatte durch eine Analyse im World Economic Outlook von Oktober 2012 (IMF 2012b: 41-43) die Diskussion über Multiplikatoren erneut angefangen. Nach dieser Analyse könnten kurzfristige fiskalische Multiplikatoren größer sein als bislang angenommen, in einem Bereich von 0,9 bis 1,7 statt 0,5. Die Methodik der IWF-Analyse wurde jedoch vielfach kritisiert, unter anderem von der EU-Kommission (2012a: 41-44). Darüber hinaus hängen Multiplikatoren von vielen verschiedenen Faktoren ab, unter anderem:

- *Dauerhafte vs. temporäre Maßnahmen:* Konsolidierung, die auf dauerhafte Verbesserung der öffentlichen Finanzen ausgerichtet ist, ist aufgrund der Vertrauenseffekte auch in der kurzen Frist mit vergleichsweise kleinen Multiplikatoren verbunden. Temporäre fiskalische Kontraktion oder Expansion ist durch höhere Multiplikatoren gekennzeichnet. In Modellen der EU-Kommission liegt der Multiplikator für dauerhafte Konsolidierung bei rund 0,4 und für kurzfristige fiskalische Kontraktion je nach Maßnahmenmix zwischen 0,1-0,4 und 0,7-1,5 (European Commission 2012a).
- *Maßnahmenmix:* Zwar können in der kurzen Frist Steuererhöhungen insbesondere bei temporärer Konsolidierung (Multiplikator laut EU-KOM 0,1-0,4) das Wachstum geringer beeinflussen als Ausgaben senkungen (Multiplikator laut EU-KOM 0,7-1,5). Dies gilt umso mehr, wenn Haushalte von Liquiditätsengpässen und Kreditbeschränkungen betroffen sind. Bei dauerhafter Konsolidierung und in der langen Frist betrachtet sind Ausgaben senkungen jedoch deutlich vorteilhafter als Steuererhöhungen. So kommen Alesina und Koautoren (Alesina et al. 2012, Alesina und Ardagna 2012) zu dem Ergebnis, dass ausgabenbasierte Konsolidierungsstrategien tendenziell zu einer nachhaltigeren Verringerung der Schuldenstandsquote führen. Positive Wachstumseffekte, auch in der kurzen Frist, seien insbesondere dann möglich, wenn Konsolidierung mit Strukturreformen im Bereich Arbeits- und Produktmarktliberalisierung verbunden wird. Hauptmeier und Koautoren (2007) und Hoekstra, Schuknecht und Zemanek (2012) finden ebenfalls, dass ambitionierte, ausgabenbasierte Konsolidierung gepaart mit Strukturreformen zu einer raschen Erholung von Wachstum und Nachfrage führen.
- *Kurze versus lange Frist:* Die EZB (2012) kommt zu dem Ergebnis, dass Konsolidierung das BIP langfristig erhöhen kann. Wachstumseffekte entstehen vor allem dann, wenn der durch Konsolidierung entstandene Haushaltsspielraum für eine Senkung des Steuersatzes auf Erwerbseinkommen genutzt wird. Werden künftige Steuersenkungen antizipiert, mildert dies nach den Simulationen der EZB auch die kurzfristigen negativen Folgen der Konsolidierung ab.
- *Glaubwürdigkeit:* Die Untersuchungen der EZB (2012) zeigen auch, dass glaubwürdige Konsolidierungsstrategien kurzfristig das Wachstum deutlich weniger belasten als kurzatmige Sparbemühungen und positive langfristige Wachstumseffekte bei glaubwürdigen Konsolidierungsstrategien deutlich ausgeprägter sind. Dabei zeichnen sich glaubwürdige Konsolidierungsstrategien unter anderem dadurch aus, dass Finanzmärkte der Regierung glauben, die angekündigten Konsolidierungsmaßnahmen auch umzusetzen. Ein damit gegebenenfalls verbundener Rückgang der Risiko-

prämie wirkt zusätzlich positiv. Zu einer Erhöhung der Glaubwürdigkeit von Konsolidierungspolitik kann etwa eine starke Regelbindung an Fiskalziele beitragen. Auch realistische und durch eine unabhängige Einschätzung gestützte Prognosen etwa der Steuerentwicklung erhöhen die Glaubwürdigkeit von Konsolidierungsplänen.

- *Geldpolitik*: Wenn Zentralbanken Zinsspielraum nach unten haben, kann eine kurzfristige Nachfragedämpfung durch eine Lockerung der Geldpolitik kompensiert werden. Besteht dieser Spielraum nicht und befindet sich die Geldpolitik am „zero lower bound“, kann Konsolidierung kurzfristig stärker kontraktiv wirken. Aktuell verbessern eine Rückkehr zu soliden Finanzen und Strukturreformen zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit jedoch auch die Möglichkeiten der Geldpolitik, zu Normalität zurückzukehren und aus ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen auszusteigen, die zur Krisenbewältigung ergriffen wurden. Erst dann hätte die Geldpolitik auch wieder Spielräume, durch geldpolitische Standardmaßnahmen auf Schocks zu reagieren. Im Vergleich zwischen Geld- und Fiskalpolitik ist Geldpolitik das wendigere und wirksamere Instrument, Schocks zu absorbieren. Selbst im Falle einer kurzfristig stärker kontraktiven Wirkung von Konsolidierung im aktuellen geldpolitischen Umfeld spricht dies dafür, der Geldpolitik durch Defizitabbau eine Rückkehr zu Normalität zu erleichtern.

Pauschale Aussagen über hohe oder niedrige Multiplikatoren geben damit allenfalls über eine durchschnittliche Wirkung von Fiskalpolitik Auskunft. Darüber hinaus zeigen verschiedene Untersuchungen eine ganze Reihe von Fällen auf, in denen fiskalische Multiplikatoren einer Konsolidierung sogar positiv sind. Neben der wohlbekannten Analyse von Giavazzi und Pagano (1990) haben kürzlich Cogan et al. (2012, 2013) gezeigt, dass Konsolidierung auch kurzfristig positive Wachstumseffekte haben kann. Sie legen ihren Berechnungen die Annahme zugrunde, dass Haushalte im Sinne ricardianischer Äquivalenz ihre Erwartungen über die zukünftige Steuer- und Ausgabenpolitik bei geänderter Fiskalpolitik und entsprechend ihr Verhalten anpassen. Den positiven Effekt führen Cogan et al. unter anderem darauf zurück, dass geringere Staatsausgaben eine geringere künftige Steuerlast und damit ein höheres Lebenseinkommen implizieren. Dies könne auch den kurzfristigen Konsum anregen. Die erwartete Verringerung der künftigen Steuerlast schaffe zudem positive Arbeits- und Produktionsanreize.

Der wichtigste und konzeptionell zwingende Grund für die Notwendigkeit von fiskalischer Konsolidierung liegt jedoch in der Tatsache begründet, dass Länder nicht auf längere Sicht „über ihre Verhältnisse“ leben können. Durch die demographische Entwicklung wird sich der Druck auf die öffentlichen Finanzen auf lange Sicht noch weiter erhöhen. Die Tragfähigkeitsberichte der EU-Kommission zeigen, dass zur Bewältigung dieses Drucks in allen EU-Ländern weitere Anstrengungen notwendig sind (European Commission 2012c). Die dauerhafte Tragfähigkeit des Schuldenstandes ist die Grenze des „deficit spending“. Aber schon bevor diese Grenze „endgültig“ erreicht ist, wirken sich über die bekannten Kanäle Defizite und steigende Schulden negativ auf das Wachstum aus. Insbesondere *crowding out* und die Effekte von steigender Unsicherheit über die zukünftige Steuerlast und makroökonomische Stabilität auf das langfristige Investitionsklima führen zu einem niedrigeren und strukturell verzerrten Kapitalstock.

Reinhart und Rogoff haben 2010 Ergebnisse präsentiert, denen zufolge ab einem Schuldenstand von 90 Prozent des BIP das Wirtschaftswachstum geringer als bei niedrigeren Schuldenständen ausfällt. Wissenschaftler der University of Massachusetts (Herndon et al. 2013) haben nun Un-



zulänglichkeiten in Berechnungen von Reinhart und Rogoff aufgezeigt. Sie finden einen deutlich geringeren Zusammenhang.

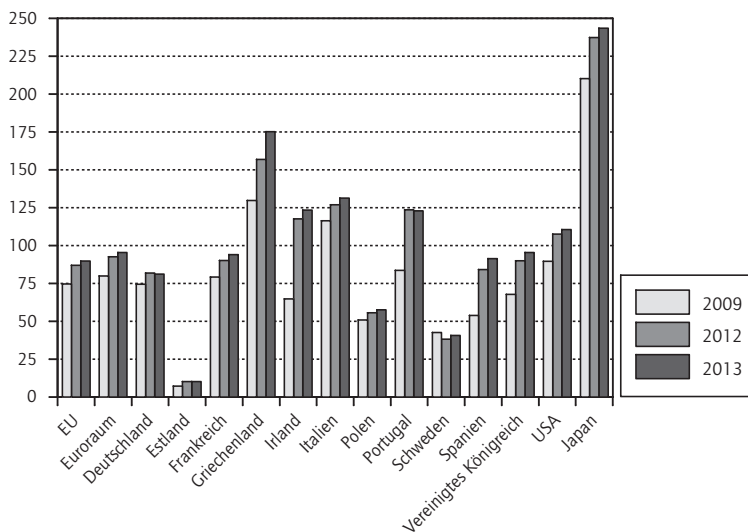
Reinhart und Rogoff (2010) hatten unter anderem betrachtet, welche durchschnittlichen Wachstumsraten bei 20 Industriestaaten im Zeitraum von 1946 bis 2009 mit den jeweiligen Schuldenständen verbunden waren. Sie teilten dabei die Schuldenstände in verschiedene Größengruppen (0–30 Prozent, 30–60 Prozent, 60–90 Prozent und über 90 Prozent des BIP). Die nun erschienene Studie (Herndon et al. 2013) hat gezeigt, dass der bei Reinhart und Rogoff auftretende sehr starke Abfall der Wachstumsraten bei Überschreiten der 90-Prozent-Marke aufgrund von Berechnungsfehlern zu hoch war. Zudem werden einzelne methodische Vorgehensweisen kritisiert. Die Grundaussage von Reinhart und Rogoff, dass hohe Schuldenstände mit geringerem Wachstum verbunden sind, widerlegt die neue Studie jedoch nicht.

Neben den Studien von Reinhart und Rogoff gibt es weitere Untersuchungen, nach denen hohe Schuldenstände mit geringerem Wachstum verbunden sind (unter anderem Kumar und Woo 2010, Caner et al. 2010, Cecchetti et al. 2011, Baum et al. 2012). Nach einem Überblick des IWF zu den zu dieser Frage vorliegenden Analysen (IMF 2013b: 18–19) findet die Mehrzahl der Studien einen kausalen Zusammenhang, demzufolge hohe Verschuldung das Wachstum beeinträchtigt. Die Analysen legen wenig überraschend eher einen Bereich von Schwellenwerten nahe, ab denen hohe Schuldenstände mit geringerem Wachstum verbunden sind (von rund 75 Prozent des BIP bis rund 95 Prozent des BIP), statt eines genauen Punkts. Zudem finden sie, ebenfalls wenig überraschend, eher eine Spannbreite für die Ausmaße des Effekts als eine genaue Zahl. Dennoch zeigen die Ergebnisse in dieselbe, erwartete Richtung. Ein Anstieg des Schuldenstands

Abbildung 4

### Schuldenstandsquoten ausgewählter Länder

In Prozent des BIP



Quelle: Ameco, 2013 Projektion.

um zehn Prozentpunkte über die jeweilige Schwelle führt danach zu einem zwischen 0,17 und 0,59 Prozentpunkten geringerem Wachstum pro Jahr. Die Schuldenstandsquoten einer Reihe von Ländern liegen oberhalb des Bereichs von 75 Prozent bis 95 Prozent des BIP (Abbildung 4). Anders als Reinhardt und Rogoff berücksichtigen diese Analysen auch Endogenitätsprobleme, insbesondere das Problem möglicher umgekehrter Kausalität. Kumar und Woo (2010) berücksichtigen zusätzlich Probleme der Simultanität, also die Möglichkeit, dass beide Größen, Wachstum und Schuldenstand, gleichzeitig von einer dritten Größe beeinflusst werden. Sie kommen anhand einer *Growth-accounting*-Analyse darüber hinaus zum Ergebnis, dass der negative Effekt eines hohen Schuldenstands auf das Wachstum vor allem durch geringere Investitionen und geringere Kapitalakkumulation pro Arbeiter und damit geringere Produktivität hervorgerufen wird. Dies ist ein weiterer Hinweis darauf, dass hohe Verschuldung zu einem *crowding out* privater Investitionen führen und das Wachstum beeinträchtigen kann. Baum et al. (2012) finden für den Euroraum, dass schon bei einem Schuldenstand leicht über der Maastrichtgrenze von 60 Prozent die positiven Effekte von fiskalischen Stimuli auf null sinken.

#### 4 Konsolidierung in einem sich verändernden globalen Umfeld

Wenn man in die Zukunft blickt, zeigen sich weitere Herausforderungen, die eine Strategie von ambitionierter, wachstumsfreundlicher Konsolidierung, wie sie in Europa umgesetzt wird, richtig erscheinen lässt.

Seit einigen Monaten intensivieren sich Diskussionen über einen Exit aus den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der Federal Reserve. Nach den Ankündigungen der Fed im Juni 2013 muss Mitte 2014 mit einem Ausstieg gerechnet werden.<sup>3</sup> Die Rücknahme der stark expansiven Geldpolitik der Fed kann zu einem global und möglicherweise schnell steigenden Zinsniveau führen. Antizipationseffekte der Märkte könnten das Zinsniveau dabei bereits in Vorwegnahme der Fed-Maßnahmen nach oben treiben und auch zu einer allgemeinen Erhöhung des Renditeniveaus von Staatsanleihen beitragen. Erste Anzeichen hierfür zeigten sich bereits nach der Sitzung des Federal Open Market Committee im Juni 2013. Die Aktienkurse gaben weltweit merklich nach. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg im Juni 2013 um rund 30 Prozent an. Konsolidierung wird dadurch schwieriger, im Euroraum ebenso wie in den USA und anderen Ländern. Defizite und Refinanzierungsbedarfe sollten in der Phase des Ausstiegs möglichst wieder auf nachhaltigem Niveau sein, um ein erneutes Ausbrechen einer Vertrauenskrise zu verhindern. Die Entwicklung des Zinsniveaus lässt sich schwer prognostizieren, aber ein wahrscheinlich in den kommenden Jahren wieder ansteigendes Zinsniveau sollte bei den Konsolidierungsplänen berücksichtigt werden.

3 Im Dezember 2012 diskutierte das Federal Open Market Committee (FOMC) negative Nebeneffekte der hohen monatlichen Wertpapierkäufe. Mitte März 2013 kündigte Bernanke, der Präsident des Federal Reserve Board, in einer Pressekonferenz an, dass die Höhe der monatlichen Wertpapierkäufe geändert werden könne, um das Ausmaß der Akkomodierung den Arbeitsmarktaussichten anzupassen. Im Juni 2013 präzisierte Bernanke, dass die Fed Wertpapierkäufe zum Ende des Jahres reduzieren werde, sofern sich die Wirtschaft wie erwartet erholte und die Wertpapierkäufe einstellen werde, wenn die Arbeitslosenquote auf sieben Prozent falle. Dies erwartet die Fed für Mitte 2014. Vgl. Protokoll der FOMC-Sitzung vom 11./12. Dezember 2012 ([www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20121212.pdf](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20121212.pdf)), Mitschrift Pressekonferenz Ben Bernanke vom 20. März 2013 ([www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130320.pdf](http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130320.pdf)) sowie Protokoll und Mitschrift der Pressekonferenz zur FOMC-Sitzung vom 18./19. Juni 2013 ([www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130619a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130619a.htm), [www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf](http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf)).

Die Debatte um Konsolidierung und Wachstum vernachlässigt außerdem meist die Tatsache, dass Reformen und Konsolidierung im politischen Umfeld umgesetzt werden müssen. Während und nach einer Krise gibt es meist ein Zeitfenster für weitreichende Reformen. Veränderungen werden akzeptiert, um gravierende Folgen für die wirtschaftliche Entwicklung und Risiken wie die Zahlungsunfähigkeit abzuwenden. Aber dieses Zeitfenster ist begrenzt. Spätestens wenn die Maßnahmen sich auf Einkommen und Kaufkraft auszuwirken beginnen, lässt die Reformbereitschaft nach. Wahlzyklen erschweren es zusätzlich, einen Reformprozess über lange Zeit durchzuhalten.

Dies spricht dafür, schnell und tiefgreifend zu reformieren, wie es osteuropäische Politiker zum Teil sehr erfolgreich nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion praktiziert haben oder Lettland in der jetzigen Krise. Auch wenn die Situationen dieser Länder nicht ohne Weiteres mit der Krise im Euroraum vergleichbar sind und wenn auch nicht alle Länder so massiv und gleichzeitig sparen können, so zeigt die Erfahrung doch, dass ein gewisses Momentum und eine gewisse Geschwindigkeit nötig sind, um die notwendigen Reformen durchzuführen, bevor sich das Reformfenster schließt. In Europa haben nach der Meinung von manchen Beobachtern zudem nicht nur die rezessionären Auswirkungen, sondern auch die EZB-Politik – trotz und durch ihre marktberuhigende Wirkung – die Unterstützung für rasche und tiefgreifende Reformen erlahmen lassen. All dies spricht für eine Fortführung der Konsolidierungs- und Reformpolitik und gegen die Empfehlung mancher, die Geschwindigkeit zu senken oder sogar den Prozess abzubrechen.

## 5 **Fazit**

Die Korrektur hoher Defizite und struktureller Fehlentwicklungen verbessert die Wachstumsgrundlagen und erhöht nachhaltig die Wettbewerbsfähigkeit. Die aktuelle Austeritätsdebatte suggeriert jedoch zum Teil das Gegenteil. Es entsteht der Eindruck, Konsolidierung schade dem Euroraum. Forderungen nach langsamerer Konsolidierung oder gar expansiver Politik schließen sich an. Ein genauerer Blick auf die mögliche Wirkung einer solchen Politik und die Zusammenhänge zwischen Wachstum und Konsolidierung zeigen jedoch, dass die Debatte die aktuelle Situation im Euroraum verkennt.

Hoffnungen auf Wachstumswunder durch noch mehr Schulden und Befürchtungen, hohe Multiplikatoren gefährdeten den Konsolidierungserfolg, sind irreführend. Glaubwürdige und dauerhafte Konsolidierung in Verbindung mit Strukturreformen ist mit kleinen Multiplikatoren verbunden und Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum. Die durch strukturelle Fehlentwicklungen hervorgerufene Krise kann nicht durch expansive Fiskalpolitik bekämpft werden. Auch Erwartungen an einen Wachstumsschub in den Peripherieländern durch einen fiskalischen Stimulus in Deutschland halten einer Überprüfung nicht stand. Die Effekte wären vernachlässigbar, während ein Abweichen Deutschlands vom Stabilitätspfad die Glaubwürdigkeitsrisiken für den Euroraum und sein Regelwerk potentiell erhöhen würde.

Die Krisenländer des Euroraums haben in kurzer Zeit bereits eine erhebliche Korrektur ihrer öffentlichen Finanzen und Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit erreicht. Erfolge sind deutlich sichtbar. Eine Abkehr vom Reformkurs würde die notwendige Anpassung verschleppen.

Verringert wird sie dadurch nicht. Im Gegenteil: Ein verändertes globales Umfeld mit höheren Zinsen und ein sich schließendes Reformfenster würde sie weiter erschweren.

## Literaturverzeichnis

- Alesina, Alberto und Silvia Ardagna (2012): The design of fiscal adjustments. NBER Working Paper Nr. 18423. London.
- Alesina, Alberto, Carlo Favero und Francesco Giavazzi (2012): The output effect of fiscal consolidations. NBER Working Paper Nr. 18336. London.
- Baum, Anja, Cristina Checherita-Westphal und Philipp Rother (2012): Debt and growth. New evidence for the euro area. ECB Working Paper 1450. Juli 2012.
- Caner, Mehmet, Thomas Grennes und Fritzi Koehler-Geib (2010): Finding the Tipping Point – When Sovereign Debt Turns Bad. Policy Research Working Paper 5391, The World Bank.
- Cecchetti, Stephan G., M. S. Mohanty und Fabrizio Zampolli (2011): The real effects of debt. Working Paper No. 352, Bank for International Settlements.
- Cogan, John F., John B. Taylor, Volker Wieland und Maik Wolters (2012): Fiscal Consolidation Strategy. CFS Working Paper 2012/12.
- Cogan, John F., John B. Taylor, Volker Wieland und Maik Wolters (2013): Fiscal Consolidation Strategy: An Update for the Budget Reform Proposal of March 2013. Working Paper No. 68. Institute for Monetary and Financial Stability.
- DeLong, Bradford und Lawrence Summers (2012): Fiscal Policy in a Depressed Economy. Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012. [www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Spring%202012/2012a\\_DeLong.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Spring%202012/2012a_DeLong.pdf)
- Eichengreen, Barry (2010): Fiscal Fibs and Follies. [www.project-syndicate.org/commentary/fiscal-fibs-and-follies](http://www.project-syndicate.org/commentary/fiscal-fibs-and-follies).
- European Commission (2012a): European Economic Forecast. Autumn 2012. European Economy 7/2012.
- European Commission (2012b): Current account surpluses in the EU. European Economy 9/2012.
- European Commission (2012c): Fiscal sustainability report 2012. European Economy 8/2012.
- European Commission (2013a): European Economic Forecast. Spring 2013. European Economy 2/2013.
- European Commission (2013b): Commission Staff Working Document. Assessment of the 2013 national reform programmes and stability programmes for the euro area, COM(2013)379.
- EZB (2012): Die Bedeutung fiskalischer Multiplikatoren in der aktuellen Konsolidierungsdebatte. Monatsbericht Dezember 2012, 90–95.
- Giavazzi, Francesco und Marco Pagano (1990): Can severe fiscal contractions be expansionary? A tale of two small European countries. NBER Macroeconomics Annual 1990, 5, 75–122.
- Hauptmeier, Sebastian, Martin Heipertz und Ludger Schuknecht (2007): Expenditure Reform in Industrialised Countries: A Case-Study Approach. Fiscal Studies, 28 (3), 293–342.
- Herndon, Thomas, Micheal Ash und Robert Pollin (2013): Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. Working Paper Nr. 322. Political Economy Research Institute, University of Michigan Amherst.

- Hoekstra, Norbert, Ludger Schuknecht und Holger Zemanek (2012): Going for Growth: The best course for sustained economic recovery. Politeia Policy Series 81. Politeia London.
- IMF (2012a): Germany 2012 Article IV Consultation, Juli 2012.
- IMF (2012b): World Economic Outlook. Coping with High Debt and Sluggish Growth. Oktober 2012.
- IMF (2013a): Fiscal Monitor. Fiscal Adjustment in an Uncertain World. April 2013.
- IMF (2013b): World Economic Outlook. Hopes, Realities, Risks. April 2013.
- Kumar, Manmohan S. und Jaejoon Woo (2010): Public Debt and Growth. IMF Working Paper No. 10/174, Washington, D. C.
- OECD (2013): OECD Economic Outlook, 2013/1.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff (2010): Growth in a Time of Debt. American Economic Review, Papers and Proceedings, 100, 573–578.