

# Inflation und Staatsverschuldung

Von Manfred J. M. Neumann

Der Beitrag analysiert zuerst die kürzer- bis mittelfristigen Wirkungen zusätzlicher Staatsverschuldung auf Preisniveau und Output. Anschließend wird der Zusammenhang zwischen Schuldenpolitik des Staates und Geldpolitik diskutiert, um zu klären, unter welchen Bedingungen eine Inflation in Gang gesetzt wird.

## Einleitung

Dem modernen Staat stehen im wesentlichen nur zwei Wege offen, die Ausdehnungen seiner selbstgewählten Aufgaben und die damit verbundenen zusätzlichen Ausgaben zu finanzieren: das Erheben zusätzlicher Steuern und Abgaben zum einen, eine anhaltende zusätzliche Verschuldung zum anderen.

Schuldfinanzierung von Staatsausgaben hat für Politiker den verführenden Vorzug, politisch leichter durchsetzbar zu sein. Während Steuerfinanzierung wegen ihres offenkundigen Opfercharakters auf individuellen und organisierten Widerstand von Bürgern trifft, wird Schuldfinanzierung eher hingenommen, weil sich der einzelne Bürger dabei nicht einer unmittelbar wirksam werdenden Einkommens- oder Vermögenseinbuße ausgesetzt sieht. Wird die Staatsschuld verzinst, so werden zwar durch den Zinsendienst in gleicher Höhe zusätzliche Steuerverbindlichkeiten in der Zukunft begründet, die vor allem jene Bürger treffen, die keine Staatsschuldtitel und damit keine Zinsansprüche gegen den Staat erwerben. Doch bewirkt offenbar die natürliche Präferenz des Menschen für die Gegenwart, daß viele Bürger solchen künftigen Verbindlichkeiten ein geringeres Gewicht beimessen.

In diesem Beitrag werden die kürzer- und längerfristigen volkswirtschaftlichen Wirkungen analysiert, die durch Schuldfinanzierung von Staatsausgaben ausgelöst werden. Zwei Hauptfragen sind in diesem Zusammenhang zu stellen: Erstens, gehen von einer Schuldfinanzierung eigenständige Wirkungen auf die reale Entwicklung der Volkswirtschaft aus? Zweitens, wirkt Schuldfinanzierung von Staatsausgaben auf das allgemeine Preisniveau der Volkswirtschaft ein, und kann sie gar eine Inflation auslösen?

### Schuldfinanzierung und reales Wachstum

Seit dem Erscheinen des berühmten Werkes von Adam Smith „*The Wealth of Nations*“ diskutieren Ökonomen über die realen Wirkungen einer Schuldfinanzierung von Staatsausgaben. Wirkt Schuldfinanzierung neutral in dem Sinne, daß sie das reale Wachstum der Volkswirtschaft quantitativ in gleicher Weise beeinflußt wie eine Steuerfinanzierung? Das von *Buchanan* (1976) sogenannte Ricardianische Äquivalenztheorem besagt, daß die Wirkung des Staates auf die reale Entwicklung durch den Umfang und die Zusammensetzung des erzwungenen Ressourcentransfers vom privaten in den staatlichen Sektor bestimmt werde, nicht dagegen durch die Art und Weise seiner Finanzierung. Steuer- und Schuldfinanzierung seien einander äquivalent<sup>1</sup>.

Schon Ricardo zweifelte an der Gültigkeit des nach ihm benannten Theorems und dies zu recht. Denn dem Äquivalenztheorem liegt eine Art saldenmechanische Betrachtungsweise zugrunde, die intertemporale Wirkungsbeziehungen nicht angemessen erfassen kann. Wenn sich der Staat beim privaten Sektor zu verschulden sucht, tritt er in Konkurrenz zur bestehenden privaten Kreditnachfrage. Bei gegebenem Sparaufkommen des privaten Sektors kommt es zu einer Überschußnachfrage nach Kredit und damit notwendig zu einem Ansteigen des Zinsniveaus am Kapitalmarkt. Das Steigen des Zinses baut die Überschußnachfrage ab, indem ein Teil der zinsreagiblen Kreditnachfrage — und das ist private Kreditnachfrage — verdrängt wird. Sofern das Halten von Staatsschuld und von Geld in einer engen Substitutionsbeziehung stehen, ist es denkbar, daß das staatliche *Crowding out* privater Kreditnachfrage durch eine zinsinduzierte Verringerung der privaten Kas senhaltung kompensiert wird und daher die private Nachfrage nach Realkapital nicht abnehmen muß. Doch ist dies nur auf kürzere Sicht möglich. Auf längere Sicht wirkt das *Crowding out* privater Kreditnachfrage retardierend auf die private Realkapitalbildung und damit auf das reale Wachstum der Volkswirtschaft<sup>2</sup>.

Die Finanzierungsalternative erhöhter Steuersätze ist demgegenüber günstiger zu beurteilen. Zwar wirkt eine Zunahme der Besteuerung ebenfalls bremsend auf die private Realkapitalbildung, jedoch in erheblich geringerem Maße, weil bei normaler Gestaltung des Steuersystems die Hauptlast der Finanzierung auf den privaten Konsum entfällt.

---

<sup>1</sup> Eine gute, geraffte Darstellung bieten *Buiter* und *Tobin* (1979).

<sup>2</sup> Dabei wird unterstellt, daß der Verlust an privater Realkapitalbildung auch dann nicht aufgewogen wird, wenn die Neuverschuldung ausschließlich zur Finanzierung zusätzlicher staatlicher Investitionen dient.

### Preisniveauwirkungen einer Verschuldung beim privaten Sektor

Schuldfinanzierung von Staatsausgaben wirkt auf die reale Entwicklung der Volkswirtschaft ein und schon deshalb auch zugleich auf das allgemeine Preisniveau. Dies ist leicht zu erkennen, wenn die verengte makroökonomische Sicht des keynesianischen IS-LM-Modells verlassen wird. Denn bei diesem Modell handelt es sich bekanntlich um ein Fix-Preis-Modell, das *qua Annahme* Preisniveauänderungen ausschließt.

Hier soll nicht ein detailliertes makroökonomisches Modell entwickelt werden. Stattdessen wird versucht aufzuzeigen, unter welchen empirischen Annahmen expansive oder kontraktive Wirkungen auf das allgemeine Preisniveau auf kürzere bis mittlere Sicht zu erwarten sind, wenn der Staat sich beim privaten Sektor, also bei Publikum und Geschäftsbanken, zusätzlich verschuldet. Dazu sind einige wenige Grundzusammenhänge zu berücksichtigen.

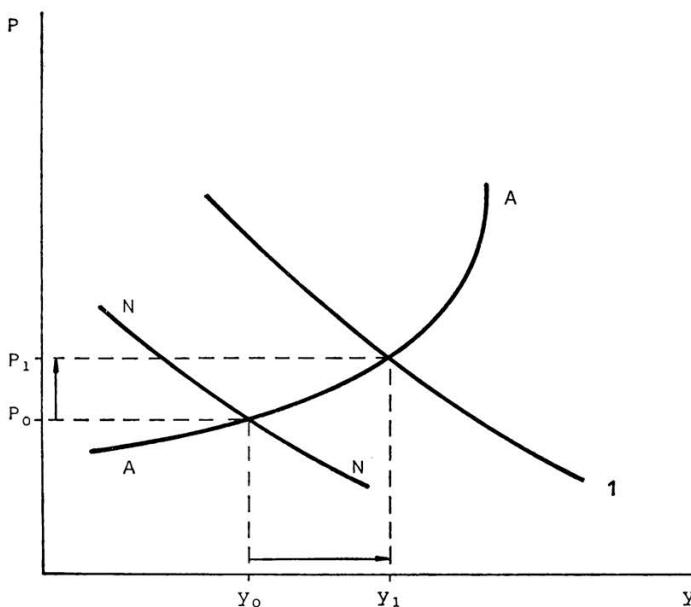


Fig. 1

In Fig. 1 werden die kürzerfristigen Angebots-Nachfragebeziehungen am gesamtwirtschaftlichen Markt für Output des privaten Sektors im Rahmen eines  $p, y$ -Diagramms beschrieben;  $p$  bezeichnet das allgemeine Preisniveau,  $y$  bezeichnet die Produktionsmenge. Die Angebotskurve

AA gilt für einen gegebenen Realkapitalbestand und ein gegebenes Geldlohniveau. Die positive Steigung der Kurve bringt zum Ausdruck, daß mit steigendem Preisniveau mehr Output angeboten wird. Solange eine Zunahme des Preisniveaus nicht durch eine entsprechende Steigerung des Geldlohnneiveaus kompensiert wird, fällt das Reallohniveau. Folglich lohnt es sich für die Unternehmen, ihre Kapazitätsauslastung zu erhöhen. Preisniveausteigerungen induzieren auch eine Zunahme des Geldlohnneiveaus, denn entgegen der ursprünglichen keynesianischen Annahme einer Geldillusion ist für Arbeitnehmer ihr Reallohn entscheidend nicht der Geldlohn. Steigt das Geldlohniveau, so läßt sich das in dem Diagramm so darstellen, daß die Angebotskurve sich nach oben verschiebt. Die jeweilige Outputmenge wird dann zu einem höheren Preisniveau angeboten als zuvor.

Die Gesamtnachfragekurve NN faßt die Outputnachfragen von Privaten und Staat zusammen. Die Kurve gilt für ein gegebenes Niveau der Outputnachfrage des Staates, ein gegebenes Vermögen der Privaten, bewertet zu Marktpreisen, ein gegebenes Realzinsniveau am Kapitalmarkt und eine gegebene Realverzinsung des in Produktionsanlagen investierten Kapitals, also des vorhandenen Realkapitals. Die Steigung der Gesamtnachfragekurve ist negativ, weil mit steigendem allgemeinen Preisniveau der Realwert des Vermögens der Privaten fällt und daher die Konsumnachfrage abnimmt.

Erhöht der Staat auf Dauer seine Outputnachfrage, so läßt sich dies durch eine Verschiebung der NN-Kurve nach oben in die Position 1 darstellen. Die Mehrnachfrage des Staates bewirkt ein Ansteigen des Preisniveaus und dies, solange das Geldlohniveau nicht nachzieht, eine Senkung des Reallohnneiveaus. Daher wird die Produktion ausgedehnt. Die Ausweitung der Staatsnachfrage wirkt also expansiv auf Produktion und Preisniveau in der kurzen Frist. Dies ist der *Fiskaleffekt*.

Welche Wirkungen hat nun die Finanzierung der Mehrnachfrage des Staates, wenn sie in Form einer zusätzlichen Verschuldung beim privaten Sektor vorgenommen wird?

Hier sind drei Effekte zu unterscheiden, die zu einer weiteren Verlagerung der Gesamtnachfragekurve führen:

1. Die Übernahme zusätzlicher Staatsschuld erhöht das Finanzvermögen des privaten Sektors und induziert damit eine Zunahme der privaten Outputnachfrage (expansiver Vermögenseffekt)<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Eine Vermögenszunahme liegt vor, wenn es zutrifft, daß die Privaten den Gegenwartswert der künftigen Zinserträge höher ansetzen als den Gegenwartswert der zusätzlichen künftigen Steuerzahlungen, die der Staat zur Finanzierung des Zinsendienstes erheben muß. Die meisten Ökonomen nehmen eine solche „Vermögensillusion“ der Privaten an.

2. Das zusätzliche Schuldtitleangebot des Staates bewirkt ein Überschussangebot von Schuldtitlen am Finanzkapitalmarkt. Die Kurse der Schuldtitle fallen und damit sinkt der Marktwert der vom privaten Sektor gehaltenen Staatsschuld (kontraktiver Vermögenseffekt). Zugleich steigt der Kapitalmarktzins, Konsumenten- und Investitionskredite werden teurer (kontraktiver relativer Preiseffekt).
3. Das staatlich bewirkte Überschussangebot von Schuldtitlen am Finanzkapitalmarkt wirkt sich außerdem auf den Realkapitalmarkt aus. Welche Nettowirkung dort eintritt, hängt davon ab, ob Schuldtitle des Staates und Realkapital auch kürzerfristig sehr enge Substitute sind, wie viele Keynesianer annehmen, oder ob das nicht der Fall ist<sup>4</sup>.

Handelt es sich um sehr enge Substitute, so induziert die Zinssteigerung am Finanzkapitalmarkt eine Portfolioumschichtung zugunsten von Staatsschuldtitlen, zu Lasten des Haltens von vorhandenem Realkapital. Das Preisniveau für vorhandenes Realkapital fällt und damit zugleich der Marktwert des vom privaten Sektor gehaltenen Realkapitalbestandes (kontraktiver Vermögenseffekt). Zugleich steigt die vom Realkapital zu erwirtschaftende Realverzinsung, und so werden neue Investitionsprojekte, die eine geringere Realverzinsung zulassen, unwirtschaftlich (kontraktiver relativer Preiseffekt).

Sind andererseits Schuldtitle des Staates und Realkapital auf kürzere Sicht keine engen Substitute, — wie z. B. K. Brunner und A. H. Meltzer (1976) annehmen — so bewirkt das zusätzliche Schuldtitleangebot des Staates eine starke Rationalisierung der Kassenhaltung des privaten Sektors. Es wird eine zusätzliche Nachfrage nach vorhandenem Realkapital induziert. Der Marktwert des Realkapitalbestandes steigt (expansiver Vermögenseffekt), und die zu erwirtschaftende Realverzinsung sinkt. Neue Investitionsprojekte werden daher interessant (expansiver relativer Preiseffekt).

Welche induzierte Netto-Wirkung staatlicher Verschuldung beim privaten Sektor auf die Gesamtnachfrage nach Output in der kürzeren Frist läßt sich aus den verschiedenen Vermögens- und relativen Preiseffekten ableiten? Hier muß betont werden, daß wir Ökonomen bis heute nicht in der Lage sind, auf diese Frage eine eindeutige Antwort zu geben, weil es bisher nicht gelungen ist, diese verschiedenen Effekte empirisch zu isolieren.

Dennoch ist es nützlich, die weiteren Wirkungen zu analysieren, die sich im Falle einer per saldo kontraktiven Wirkung der Staatsschuld-

---

<sup>4</sup> Eine ausführliche Darstellung bietet B. Friedman (1978).

erhöhung auf die Gesamtnachfrage nach Output ergeben im Vergleich zu einer per saldo expansiven Wirkung.

Ist die Netto-Wirkung der unter 1. - 3. aufgeführten Effekte *kontraktiv*, so wird die durch die Ausweitung der Staatsausgaben in die Position 1 verlagerte Gesamtnachfragekurve (*expansiver Fiskaleffekt*) aufgrund der Staatsschuldübernahme nach unten verlagert, z. B. in die Position 2 (*kontraktiver Finanzierungseffekt*); vgl. Fig. 2. Das Preisniveau wird also nicht auf das Niveau  $p_1$  sondern nur auf  $p_2$  steigen, der Output entsprechend nicht das Niveau  $y_1$  sondern das geringere Niveau  $y_2$  erreichen. Da nicht angenommen werden kann, daß diese Zunahme von Output und Preisniveau ausreicht, um — bei unveränderten Steuersätzen — über zusätzlich induzierte Steuerzahlungen das Defizit sofort zu schließen<sup>5</sup>, muß der Staat sich weiter verschulden. Diese weitere Verschuldung wirkt wiederum kontraktiv auf die Gesamtnachfrage nach Output. Die NN-Kurve verlagert sich in die Position 3, und daher nehmen allgemeines Preisniveau und Produktion weiter ab. Bei unveränderten Steuersätzen fallen mit dem Einkommen des privaten Sektors die Steuereinnahmen des Staates. Das Staatsdefizit steigt, und die Neuverschuldung muß im Zeitablauf immer größer angesetzt werden.

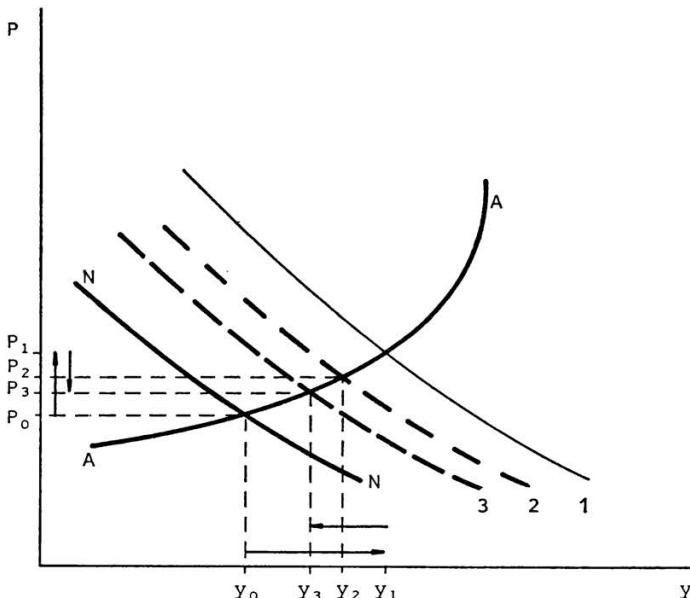


Fig. 2

<sup>5</sup> Zumal die Verschuldung ein Ansteigen der Zinsausgaben des Staates und damit seiner Defizite impliziert.

Als Ergebnis ist festzuhalten: Es kann nicht ausgeschlossen werden, daß die Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben durch Verschuldung beim privaten Sektor schon auf kürzere bis mittlere Sicht per saldo deflationär auf Preisniveau, Output und damit die Beschäftigung wirkt. Der private Sektor wird destabilisiert. Es kommt zu einer lang anhaltenden rezessiven Entwicklung bei steigenden Staatsdefiziten, in deren Verlauf die anfänglich positiven Outputeffekte nicht nur rückgängig gemacht werden (*vollständiges Crowding out*), sondern schließlich sogar überkompensiert werden, weil der Realkapitalbestand des privaten Sektors zu sinken beginnt.

Andererseits ist es denkbar, daß die Netto-Wirkung der oben unter 1.-3. aufgeführten Effekte der Schuldfinanzierung nicht kontraktiv sondern *expansiv* ist. In diesem Fall wird die durch die Ausweitung der Staatsausgaben in die Position 1 verlagerte Gesamtnachfragekurve aufgrund der Staatsschuldenübernahme weiter nach oben verlagert, z. B. in die Position 4; vgl. Fig. 3. Der *expansive Fiskaleffekt* wird dann durch einen auf kürzere Sicht *expansiven Finanzierungseffekt* verstärkt. Preisniveau und Output steigen, und daher nehmen auch die Steuereinnahmen des Staates zu. Aber auch in diesem günstigeren Falle wird die Einnahmenlücke des Staates bei unveränderten Steuersätzen nicht sofort geschlossen. Der Staat muß sich, wenn auch in abnehmen-

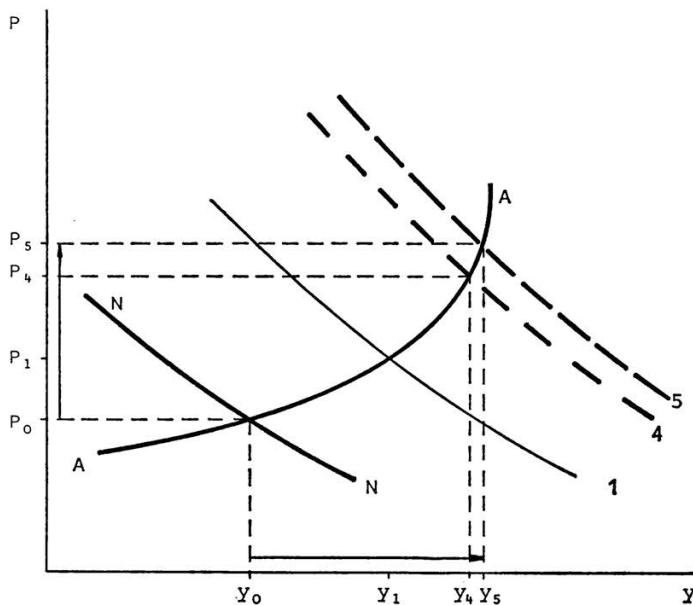


Fig. 3

dem Maße, weiter verschulden. Dies wirkt zusätzlich expansiv auf die Gesamtnachfrage nach Output, die  $NN$ -Kurve verlagert sich z. B. in die Position 5 und Preisniveau wie Produktion nehmen weiter zu. Kann man demnach folgern, daß in diesem günstigeren Falle eine lang anhaltende Wachstumssteigerung erreicht wird? Dies muß verneint werden. Denn das abgeleitete Ansteigen des Preisniveaus verringert die Kaufkraft der Geldlöhne, was von den Arbeitnehmern auf Dauer nicht hingenommen wird. Die Geldlöhne werden dem Steigen des Preisniveaus folgen. Auf diese Weise wird die anfängliche Reallohnsenkung allmählich rückgängig gemacht. In Fig. 4 drückt sich eine induzierte Geldlohnerhöhung darin aus, daß sich die Angebotskurve AA nach oben verlagert, z. B. in die Position 1<sup>6</sup>. Es zeigt sich, daß das Preisniveau zwar weiter steigen wird, das Outputniveau dagegen wegen der nun steigenden Reallöhne wieder abnehmen wird. Am Ende des Prozesses sind die anfängliche Steigerung des Outputniveaus und die damit verbundene zusätzliche Beschäftigung vollständig rückgängig gemacht (*vollständiges Crowding out*).

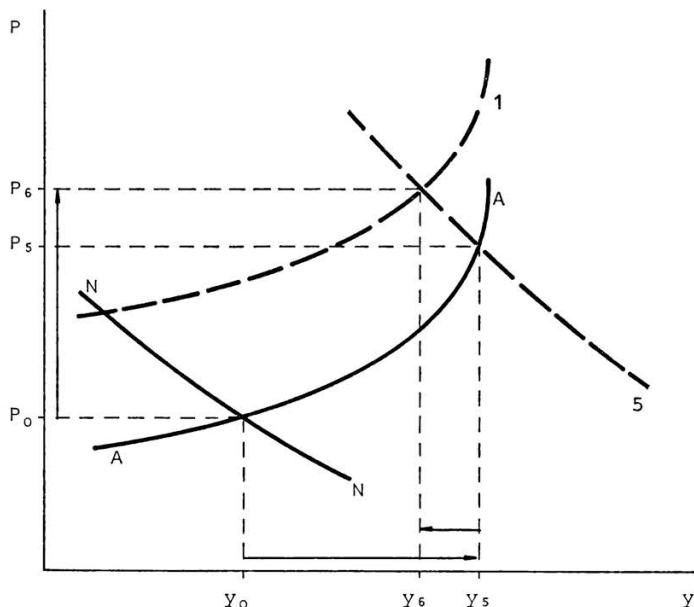


Fig. 4

<sup>6</sup> Auch in dem oben vorgeführten Fall einer von Anfang an kontraktiven Wirkung der Schuldfinanzierung hätte dieser zusätzliche Prozeß berücksichtigt werden können. Doch hätte er dort an den prinzipiellen Ergebnissen nichts geändert.

*Resümee:* Über die Richtung der kürzer- bis mittelfristigen Preisniveaueffekte einer zusätzlichen Verschuldung des Staates beim privaten Sektor lassen sich keine eindeutigen Aussagen treffen. Sofern sie von Anfang an kontraktiv wirkt, entsteht eine Tendenz zur Preisniveausenkung. Wirkt die Staatsverschuldung dagegen per saldo expansiv, so wird das Preisniveau tendenziell steigen.

Für beide Fälle gilt allerdings, daß die induzierten Preisniveaueffekte wahrscheinlich als relativ gering zu veranschlagen sind. Nichts spricht dafür, daß auf diese Weise eine über mehrere Jahre andauernde Tendenz zu starken Preisniveausteigerungen ausgelöst werden könnte. Schuldfinanzierung von Staatsausgaben beim privaten Sektor wirkt so gesehen nicht inflationär, solange diese Finanzierungsweise nicht dazu verleitet, die Zentralnotenbank zu einer Geldpolitik zu veranlassen, die für ein zu reichliches Wachstum der Geldmenge relativ zu den realen Wachstumsmöglichkeiten der Volkswirtschaft sorgt.

Das Hauptproblem einer Verschuldung beim privaten Sektor liegt auf der realen Seite. Auf mittlere Sicht kommt es zu einem vollständigen Crowding out, und zwar sogar dann, wenn die Verschuldung expansiv auf die Gesamtnachfrage nach Output einwirkt. Das bedeutet, daß auf mittlere Sicht lediglich eine Zunahme der Staatsquote erreicht wird aber nicht ein Nettozuwachs an Produktion und Beschäftigung. Auf längere Sicht ergibt sich sogar ein Nettoverlust. Denn auf längere Sicht wird das Substitutionsverhältnis zwischen Staatsschuld und Realkapital enger. Der durch die zusätzliche Staatsverschuldung nach oben gedrückte Realzins wirkt kontraktiv auf die Realkapitalbildung und damit auf die Schaffung von Produktionskapazitäten.

### **Preisniveaueffekte einer Verschuldung bei der Zentralnotenbank**

Eine Verschuldung des Staates bei der Zentralnotenbank wirkt geldschöpfend und wird deshalb im Rahmen der Makroökonomik auch als Geldfinanzierung des Staates bezeichnet. Es dürfte kaum einen Nationalökonom geben, der bestreiten würde, daß zusätzliche Geldschöpfung seitens der Zentralnotenbank, wenn sie über die realen Wachstumsmöglichkeiten der Volkswirtschaft hinausgeht, eine hinreichende Grundlage für einen dauerhaften Anstieg des allgemeinen Preisniveaus bildet. Daher genügt eine kurze Darstellung des Prozesses.

Der Staat erhält von der Notenbank für seine Schuldtitel Zentralbankgeld, das er im Austausch gegen Güter und Dienstleistungen an den privaten Sektor weitergibt (in Form von Bargeld und Sichtguthaben bei der Zentralnotenbank). Werden keine kompensierenden

geldpolitischen Maßnahmen ergriffen, so vergrößern sich mit der Zentralbankgeldmenge das Finanzvermögen des privaten Sektors und der Spielraum der Geschäftsbanken für eine Ausdehnung von Kreditangebot und Giralgeldmenge. Die Gesamtgeldmenge steigt, das Zinsniveau am Finanzkapitalmarkt wird tendenziell sinken, das Preisniveau des vorhandenen Realkapitals tendenziell steigen.

Sämtliche Vermögens- und relativen Preiseffekte einer Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben bei der Zentralnotenbank wirken also expansiv auf die Gesamtnachfrage nach Output ein. Sie treten additiv zu dem ebenfalls expansiven Fiskaleffekt der zusätzlichen Staatsnachfrage. Das Preisniveau beginnt zu steigen — und zwar in stärkerem Maße als im „günstigsten“ Falle einer Schuldfinanzierung beim privaten Sektor —, zugleich fällt damit das Reallohniveau in dem Maße wie die Preisniveausteigerung nicht antizipiert wird. Daher werden Output und Beschäftigung zunehmen. Allerdings handelt es sich auch in diesem Finanzierungsfall um einen nur vorübergehenden realen Erfolg. Denn bei prinzipiell fehlender Geldillusion der Arbeitnehmer wird die verdeckte Reallohnsenkung erkannt und durch entsprechende Geldlohnforderungen allmählich wieder rückgängig gemacht<sup>7</sup>. Das Preisniveau wird noch weiter zunehmen, der Output dagegen wieder abnehmen. Am Ende des Prozesses ist real nichts gewonnen, lediglich die Staatsquote gestiegen. Auch bei Schuldfinanzierung über die Zentralnotenbank kann also ein vollständiges *Crowding out* nicht vermieden werden.

Eine Verschuldung des Staates bei der Zentralnotenbank induziert einen Anstieg des allgemeinen Preisniveaus. Aber wird damit auch eine Inflation in Gang gesetzt, also ein länger andauernder Prozeß starker Preisniveausteigerungen?

### **Die Inflationsgefahren der Staatsverschuldung**

Inflation ist immer ein monetäres Phänomen. Sämtliche uns historisch bekannten Inflationen beruhten auf dem grundlegenden Sachverhalt, daß die Geldversorgung der Volkswirtschaften nicht im Rahmen der realen Produktionsmöglichkeiten gehalten, sondern darüber hinaus angehoben wurde.

Die Inflationsgefahren einer expansiven Schuldenpolitik des Staates röhren daher, daß wirtschaftliche und politische Daten gesetzt werden, die eine zu expansive Geldpolitik wenn nicht erzwingen, so doch nahelegen. Der direkteste Zusammenhang zwischen Schuldenpolitik und

---

<sup>7</sup> Die Angebotskurve AA wird durch die induzierten Geldlohnerhöhungen nach oben verlagert. Fig. 4 gilt auch für den Fall der Schuldfinanzierung über die Zentralnotenbank.

Geldpolitik liegt vor, wenn der Staat die Macht besitzt, sich bei der Zentralnotenbank unbegrenzt zu verschulden. Dann schlägt eine expansionistische Schuldenpolitik<sup>8</sup> voll auf die Geldmengenentwicklung durch. Die beiden großen Inflationen dieses Jahrhunderts in Deutschland wurden auf diese Weise ausgelöst und in Gang gehalten<sup>9</sup>. Die wirtschaftspolitische Lehre scheint klar genug: Wird dem Staat die Möglichkeit genommen, sich bei der Zentralnotenbank beliebig zu refinanzieren, so sind die Inflationsgefahren der Staatsverschuldung gebannt. Auf dieser Überlegung beruht die gesetzliche Begrenzung der Verschuldungsmöglichkeiten bei der Deutschen Bundesbank für Bund und Länder.

Eine Begrenzung der Verschuldungsmöglichkeiten des Staates bei der Zentralnotenbank verringert die Inflationsgefahren der Staatsverschuldung, beseitigt sie aber nicht. Auch wenn der Staat darauf verwiesen ist, sich beim privaten Sektor zu verschulden, gibt es für ihn Wege, eine zu expansive Geldpolitik indirekt zu induzieren, um die Unterbringung der Staatsschuld zu erleichtern. Einen eleganten Weg, dies zu erreichen, bildet die Festlegung der Zentralnotenbank auf eine Garantie fixer Wechselkurse gegenüber anderen Währungen. Eine nicht unbedingt erfolgreiche Alternative besteht darin, der Zentralnotenbank in der Öffentlichkeit immer wieder die Verantwortung für ein „zu hohes Zinsniveau“ am Kapitalmarkt anzulasten.

Verpflichtet der Staat die Zentralnotenbank, die Wechselkurse gegenüber den Währungen eines größeren Wirtschaftsraumes konstant zu halten, und sind dort wesentlich expansivere Verschuldungs- und Geldpolitiken üblich, so kommt es zu zunächst hohen Leistungsbilanzüberschüssen und einem ständigen Zufluß an Devisen zur heimischen Zentralnotenbank. Da der Devisenstrom auf Dauer nicht neutralisiert werden kann, wird die Zentralnotenbank gezwungen, eine Beschleunigung des Wachstums der Zentralbankgeldmenge und damit eine zusätzliche Liquidisierung der heimischen Finanzkapitalmärkte zuzulassen. Im „Windschatten“ der Inflationspolitik des Auslandes eröffnet die Fixierung der Wechselkurse den inländischen Gebietskörperschaften einen zusätzlichen Spielraum für eine verstärkte Ausdehnung der Staatsverschuldung bei zunehmender Inflation. Die gefährliche Attraktivität dieser „Lösung“ ist darin zu sehen, daß gegenüber der Öffent-

<sup>8</sup> Hinter einer solchen Politik steht natürlich immer der Versuch des Staates bzw. seiner Lenker, den Anteil des Staates am Sozialprodukt zu erhöhen. So schrieb das Reichsbank-Direktorium am 7. 1. 1939 an den „Führer und Reichskanzler“ u. a.: „Keine Notenbank ist imstande, die Währung aufrechtzuerhalten gegen eine inflationistische Ausgabenpolitik des Staates.“ Zwei Wochen später war das Direktorium abgesetzt.

<sup>9</sup> Eingehende Darstellungen bieten Haller (1976), Pfleiderer (1976) sowie Hansmeyer und Caesar (1976).

lichkeit nicht die Schuldenpolitik des Staates sondern die Inflationspolitik der ausländischen Partner für die aufkommende Inflation im Inland verantwortlich gemacht werden kann.

Die mit Staatsverschuldung verbundenen Inflationsgefahren sind am geringsten, wenn die Zentralnotenbank keinen Auflagen unterliegt. Muß sie weder heimische Staatsschuld übernehmen noch fixe Wechselkurse garantieren — also letztlich ausländische Staatsschuld erwerben —, so ist sie in die Lage gesetzt, die Kaufkraft der heimischen Währung stabil zu halten. Zu einer zu expansiven Gestaltung der Geldpolitik und damit zu Inflation wird es dann dennoch kommen, sofern sich die Zentralnotenbank darauf einläßt, die Verantwortung für das am Finanzkapitalmarkt herrschende reale Zinsniveau — also die Differenz zwischen nominalem Zinsniveau und Inflationsrate — zu übernehmen. Dann gerät sie in das Schlepptau der Schuldenpolitik des Staates. Die keynesianisch verbrämte Argumentation der Vertreter einer expansiven Staatsschuldenpolitik lautet etwa so: „Der Staat muß sich stärker verschulden, um durch zusätzliche Staatsnachfrage die Gesamtnachfrage nach Output stützen zu können. Der Kapitalmarkt wird durch die zusätzliche Verschuldung des Staates nicht belastet, weil die private Kreditnachfrage gering ist. Allerdings ist es die Aufgabe der Zentralnotenbank, für ein niedriges Zinsniveau zu sorgen, um die private Realkapitalbildung anzuregen.“

Diese Argumentation entstammt der Rezeptur einer antizyklisch gedachten Schuldenpolitik, die eine zusätzliche Verschuldung in Zeiten konjunkturellen Abschwungs mit einem nachfolgendem Schuldenabbau in Zeiten konjunkturellen Aufschwungs verknüpft. Seit einigen Jahren wird diese Argumentation aber als finanzpolitische Standardbegründung für kontinuierliche Defizite in öffentlichen Haushalten herangezogen. Sie ist in zweierlei Hinsicht irreführend:

*Erstens* wird dabei der Sachverhalt verwischt, daß zusätzliche Staatsverschuldung stets den Kapitalmarkt belastet und private Kreditnachfrage verdrängt. Denn der Kapitalmarktzins stellt sich dann sowohl nominal wie real auf ein Niveau ein, das höher ist als es ohne die zusätzliche Kreditnachfrage des Staates wäre. Nur für den Fall einer Rezession kann angenommen werden, daß der zinsinduzierte Verdrängungseffekt relativ klein ist.

*Zweitens* wird bei dieser Argumentation unterstellt, daß es in der Macht der Zentralnotenbank läge, das reale Zinsniveau — und nur auf dieses kommt es für die private Realkapitalbildung an — festzulegen. Tatsächlich ist das nicht möglich. Geldpolitik kann immer nur *vorübergehend* einen senkenden Einfluß auf das nominale und das reale Zinsniveau an den Finanzkapitalmärkten erzielen, indem sie das Geld-

mengenwachstum in *unerwartetem* Maße akzeleriert. Da mit zusätzlichem Geld die reale Ersparnisbildung nicht erhöht werden kann, wird das reale Zinsniveau an den Finanzkapitalmärkten wieder steigen; zugleich werden die Inflationsrate und das nominale Zinsniveau steigen, letzteres in stärkerem Maße als das reale Zinsniveau. Inflation bildet dann den wirtschaftspolitischen Preis, der für den vergeblichen Versuch zu zahlen ist, das reale Zinsniveau durch überexpansive Geldpolitik *dauerhaft* zu senken.

### Schlußfolgerungen

Auf mittlere bis längere Sicht wirkt eine über mehrere Jahre andauernde, schnelle Ausdehnung der Staatsschuld unvermeidlich retardierend auf die private Realkapitalbildung. Sie wird zur Wachstumsbremse für Produktion und Beschäftigung.

Staatsverschuldung wirkt auch auf das allgemeine Preisniveau ein, sie führt aber nicht notwendig zu Inflation. Dennoch sind mit einer energischen Schuldenpolitik des Staates erhebliche Inflationsgefahren verbunden. Denn die unerwünschten Zinsreaktionen der Finanzkapitalmärkte und die steigende Belastung öffentlicher Haushalte durch den Zinsdienst induzieren das politische Interesse, die Geldpolitik den Zwecken der Schuldenpolitik dienstbar zu machen und eine Geldversorgung durchzusetzen, die die realen Produktionsmöglichkeiten der Volkswirtschaft weit übersteigt. Wege, dies zu erreichen, bilden eine Verpflichtung der Zentralnotenbank, Staatsschuld in unbegrenztem Maße zu erwerben, ebenso eine Verpflichtung der Zentralnotenbank, die Wechselkurse gegenüber Währungen von Volkswirtschaften stabil zu halten, in denen expansivere Geld- und Schuldenpolitiken als im Inland üblich sind, und schließlich ein andauernder politischer Druck auf die Zentralnotenbank, für ein niedriges Zinsniveau zu sorgen.

Inflationsgefahren aus Staatsverschuldung sind nur ausgeschlossen, wenn der Primat der Geldpolitik über die Schuldenpolitik dauerhaft sichergestellt werden kann.

### Zusammenfassung

Der Beitrag untersucht, unter welchen Bedingungen eine Schuldfinanzierung von Staatsausgaben zu Inflation führen kann. Im ersten Teil wird gezeigt, daß es auf mittlere Sicht zu einem Crowding out kommt, während die Preisniveaueffekte davon abhängen, wie enge Substitute Staatsschuld und Realkapital sind. Im zweiten Teil wird diskutiert, wie bei expansiver Schuldenpolitik des Staates eine zu expansive und damit inflationär wirkende Gestaltung der Geldpolitik erreicht werden kann, um die Unter-

bringung der Staatsschuld zu erleichtern. Es gibt drei Wege: Erstens eine gesetzliche Verpflichtung der Zentralnotenbank, unbegrenzt Staatsschuld zu erwerben; zweitens eine gesetzliche Verpflichtung der Zentralnotenbank, die Wechselkurse gegenüber Währungen eines größeren Wirtschaftsraumes zu fixieren, in dem wesentlich expansivere Verschuldungs- und Geldpolitiken üblich sind; drittens ein ständiger politischer Druck auf die Zentralnotenbank, das Zinsniveau niedrig zu halten.

### Summary

**Inflation and Government Debt.** — The first part of the paper analyzes wealth and relative-price effects of debt finance on the price level and on the level of output. The second part deals with inflationary links between debt policy and monetary policy. Those links are: a legal commitment of the central bank to buy government debt without limit, a legal commitment of the central bank to fix exchange rates with currency areas where inflation is the order of the day, a continuous political pressure on the central bank to hold down interest rates. While facilitating debt finance those links set the stage for inflation.

### Literatur

- Brunner, K. und A. H. Meltzer (1976), An Aggregative Theory for a Closed Economy, in: J. L. Stein (Hrsg.), *Monetarism*, Amsterdam, 69 - 103.
- Buchanan, J. M. (1976), Barro on the Ricardian Equivalence Theorem, *Journal of Political Economy*, 84, 337 - 342.
- Buiter, W. H. und J. Tobin (1979), Debt Neutrality: A Brief Review of Doctrine and Evidence, in: G. M. von Furstenberg (Hrsg.), *Social Security versus Private Saving*, Cambridge, 39 - 63.
- Friedman, B. M. (1978), Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits, *Brookings Papers on Economic Activity*, 593 - 641.
- Haller, H. (1976), Die Rolle der Staatsfinanzen für den Inflationsprozeß, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876 - 1975*, Frankfurt, 115 - 156.
- Hansmeyer, K.-H. und R. Caesar (1976), Kriegswirtschaft und Inflation (1936 - 1948), in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876 - 1975*, Frankfurt, 367 - 429.
- Pfleiderer, O. (1976), Die Reichsbank in der Zeit der großen Inflation, die Stabilisierung der Mark und die Aufwertung von Kapitalforderungen, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876 - 1975*, Frankfurt, 157 - 201.
- Smith, A. (1976), Of Public Debt, in: E. Cannan (Hrsg.), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776), Chicago (1904), Bd. 2, 441 - 486.