

Policy Brief

Sebastian Gechert¹

Öffentliche Investitionen und Staatsverschuldung im Euroraum

Dieser Beitrag zeigt auf Basis einer breit angelegten Untersuchung zu den Wirkungen fiskalpolitischer Ausgabe- und Sparmaßnahmen, dass die erhofften positiven Wachstumseffekte der Austeritätspolitik im Euroraum nicht erwartet werden konnten. Vielmehr hat die Sparpolitik einen negativen Einfluss auf Wachstum und Beschäftigung. Mit öffentlich finanzierten Investitionen hingegen wäre im Durchschnitt ein relativ großer Wachstumsimpuls verbunden. Modellrechnungen zeigen, dass die fiskalischen Kosten höherer öffentlicher Investitionen aufgrund von Selbstfinanzierungseffekten vergleichsweise gering wären. Mit dem sogenannten Juncker-Plan und der Neuinterpretation der europäischen Fiskalregeln wurden Möglichkeiten geschaffen, die Stagnation im Euroraum zu mildern. Diese müssen aber von den Mitgliedsstaaten auch genutzt werden.

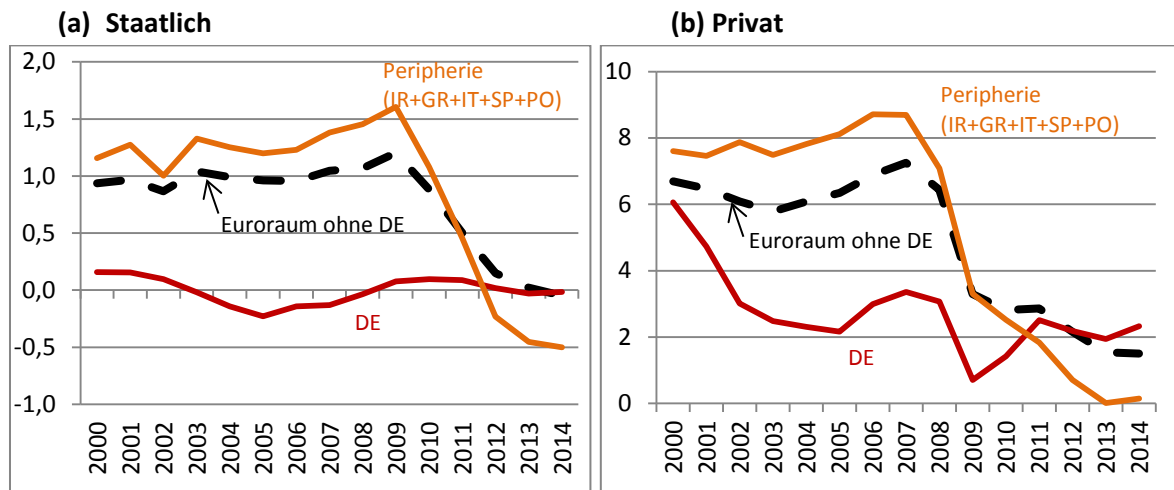
¹ Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), sebastian-gechert@boeckler.de.
Ich danke Julius Braun, Katja Rietzler und Andrew Watt für ihre hilfreichen Kommentare. Verbleibende Fehler sind mir anzulasten.

Mit dem sogenannten Juncker-Plan hat die Europäische Kommission (2014) Ende des vergangenen Jahres einen Maßnahmenkatalog veröffentlicht, der das Problem mangelnder Investitionstätigkeit in Europa adressieren soll. Zentraler Baustein ist der *European Fund for Strategic Investment* (EFSI) der insbesondere institutionelle Investoren durch eine Senior-Gläubigerstatus anlocken soll, risikoreiche paneuropäische Groß-Infrastrukturprojekte mit zu finanzieren. Auf Basis einiger umgeschichteter Mittel aus europäischen Strukturfonds (8 Mrd. €) und einer EU-Verlustgarantie (8 Mrd. €) sowie freiwerdenden Rückstellungen der Europäischen Investitionsbank (EIB) (5 Mrd. €) sollen Investitionsprojekte in einem Volumen von 315 Mrd. € im Zeitraum von 2015 bis 2017 angeschoben werden. Bedingung für die Finanzierung solcher Projekte durch den EFSI ist insbesondere deren Zusätzlichkeit, nachgewiesen dadurch, dass die Projekte nicht bereits durch bestehende EIB-Programme förderfähig wären.

Es bleibt zunächst festzuhalten, dass mit dem angestrebten Volumen von 315 Mrd. € über 3 Jahre eine im Vergleich zum Vorkrisenniveau existierende gesamte Investitionslücke (öffentlich + privat) im Euroraum von *jährlich* etwa 5 % des BIP des Euroraum, oder etwa 350 Mrd. € pro Jahr (Abbildung 1) kaum geschlossen werden kann.¹ Abgesehen davon erscheint es fraglich, ob ein Volumen von 315 Mrd. € überhaupt erreicht wird. Dies würde einen Hebel von 15 auf den Grundstock von 21 Mrd. € erfordern, wobei es sich um *zusätzliche* private Investitionsfinanzierung handeln soll – Mitnahmeeffekte müssten ausgeschlossen sein. Dass der oben beschriebene öffentliche Beitrag zum Fond lediglich aus Bürgschaften und Umwidmungen bestehender EU-Fonds besteht und damit de facto keine zusätzlichen fiskalischen Impulse darstellt, macht den geplanten Umfang an zusätzlichem Investitionsvolumen noch fraglicher. Die eröffnete Möglichkeit für die Mitgliedsstaaten mit öffentlichen Mitteln zum Grundkapital des EFSI beizutragen, ohne dass diese Beiträge bei den europäischen Fiskalregeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes angerechnet werden, wurde bereits von einigen Mitgliedsstaaten, darunter Deutschland und Italien ausgeschlagen, weil es keine Garantie gäbe, dass die eigenen Mittel auch für Investitionsvorhaben im eigenen Land eingesetzt würden. Lediglich eine Beteiligung über Finanzinstrumente der jeweiligen nationalen Förderbanken steht in Aussicht. Die Chance, dem EFSI durch öffentlich finanzierte Eigenmittel ein relevantes Ausgangsvolumen zu verschaffen, bleibt folglich ungenutzt.

¹ Diese Zahlen betreffen den Euroraum ohne Deutschland. Deutschland hatte bereits vor der Krise eine international außergewöhnlich geringe Investitionsquote, die als Benchmark verzerrend wirken würde.

Abb. 1: Entwicklung der Nettoinvestitionen in % BIP



Quelle: AMECO und eigene Berechnungen

Handlungsleitendes Motiv der europäischen Fiskalpolitik ist auch beim Juncker-Plan das Credo: „Bloß keine öffentlichen Schulden!“ Der vorliegende Beitrag stellt diese Sichtweise in Frage und diskutiert, auf Basis einer Untersuchung der Multiplikatorwirkungen die Kosten und Nutzen öffentlich finanzierter Investitionen. Es zeigt sich, dass sich das drängende Stagnations- und Arbeitslosigkeitsproblem in Europa mit einem verhältnismäßig günstigen Aufwand-Nutzen-Verhältnis durch eine Ausweitung der öffentlichen Investitionen mildern ließe, wenn es von den Mitgliedsstaaten politisch gewollt wäre. Die Literatur zeigt, dass auch die langfristigen Wachstumspotenziale bei geschicktem Mitteleinsatz durch eine solche Strategie verbessert werden könnten.

Renaissance diskretionärer Fiskalpolitik in der Krise?

Als sich 2008 andeutete, dass die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise tiefe Spuren bei Wachstum und Beschäftigung hinterlassen würde, reagierten die meisten Staaten mit teilweise umfangreichen antizyklischen Konjunkturprogrammen zur Stabilisierung der einbrechenden privaten Nachfrage. In Deutschland etwa beinhalteten die Konjunkturpakete I und II eine temporäre Ausweitung direkter Bundesinvestitionen in die Infrastruktur und eine einmalige erhöhte Zuweisung investiver Mittel an die Länder und Kommunen in Höhe von ca. 15 Mrd. Euro oder etwa 0,5 % des BIP gestreckt über die Jahre 2009 und 2010.

Mit den Konjunkturprogrammen wendeten sich die Staaten mit erstaunlichem Pragmatismus gegen den seit Ende der 90er Jahre etablierten neoklassisch-neukeynesianischen Konsens (Eichenbaum 1997, Feldstein 2002). Dieser befand, dass diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen generell zu schwach, zu spät und anreizverzerrend wirken würden: Fiskalmultiplikatoren seien in einer sich selbst stabilisierenden Wirtschaft kurzfristig klein, langfristig sogar negativ und die lange Implementierungszeit mache die Maßnahmen möglicherweise prozyklisch. Die automatischen Stabilisatoren des Steuer- und Sozialsystems seien als fiskalpolitische Konjunkturstütze völlig ausreichend und im Übrigen Sorge die Geldpolitik für die konjunkturelle Glättung.

Ab 2010 fiel jedoch, insbesondere in den Peripherieländern des Euroraums, die Wirtschaftspolitik sogar noch hinter diesen vermeintlich überwundenen Konsens zurück. Den betroffenen Ländern

wurde vorrangig eine Staatsschuldenkrise diagnostiziert, das Rezept dagegen lautete Austerität. Die automatischen Stabilisatoren wurden beschränkt. Die prozyklische Reduzierung der Budgetdefizite, insbesondere über eine Senkung der Ausgaben, sollte die in Frage stehende Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen sichern. Damit sei ein vertrauensbildender Effekt verbunden, der bereits kurzfristig private Wachstumsimpulse hervorrufen und somit die ohnehin geringen direkten negativen Wachstums- und Beschäftigungswirkungen der staatlichen Kürzungen sogar überkompensieren würde. Die Sparpolitik wirke expansiv auf das Wachstum (Schäuble 2010, Trichet 2010).

Die Auswirkungen dieser Strategie lassen sich recht deutlich an der Entwicklung der staatlichen Nettoinvestitionen im Vergleich zum BIP ablesen (Abbildung 1). Seit der Krise erkennt man im Euroraum, allen voran in den Peripherieländern, einen deutlichen Trend nach unten im Zuge der allgemeinen Budgetkürzungen. Investive Mittel sind, im Gegensatz beispielsweise zu Gehältern, in der Regel vertraglich nur kurzfristig gebunden und können damit vergleichsweise schnell gekürzt werden.

Eine breit angelegte Untersuchung

Deckt sich die Annahme wachstumsbeschleunigender Sparmaßnahmen mit der Realität? Eine Auswertung von 104 Studien, die in den Jahren 1992 bis 2012 zum größten Teil in internationalen Fachzeitschriften erschienen sind und 1069 Multiplikatorwerte liefern, kommt zu einem anderen Ergebnis (Gechert 2015). Die Bandbreite der Ergebnisse in der Literatur ist recht groß, aber expansive Wirkungen des Sparens - also negative Fiskalmultiplikatoren - sind lediglich der untere Extremwert im breiten Spektrum der Multiplikatorschätzungen. Am oberen Ende findet man sehr hohe positive Multiplikatoren, die implizieren, dass Ausgabensteigerungen sich über ihre Beschäftigungs- und Wachstumswirkung – und dementsprechend steigende Steuereinnahmen – größtenteils selbst finanzieren; das bedeutet auch: Sparversuche scheitern bei hohen Multiplikatoren an der selbstverursachten Wachstumsverlangsamung, während sie gleichzeitig mit hohen sozialen Kosten verbunden sind. Von einem Konsens kann aufgrund der großen Spannbreite der Ergebnisse nicht gesprochen werden.

Mit dem Verfahren der Meta-Regressions-Analyse (Stanley and Doucougliagos 2012) lässt sich die Informationsmenge aus der Vielzahl von Studien jedoch verdichten um Erkenntnisse über Einflussgrößen des geschätzten Multiplikatorwertes zu gewinnen. Dazu werden die in den Studien berichteten Multiplikatoreffekte auf verschiedene Einflussgrößen zurückgeführt, die zumindest einen Teil der großen Variation erklären sollen. Zu den vermuteten Einflussgrößen zählen

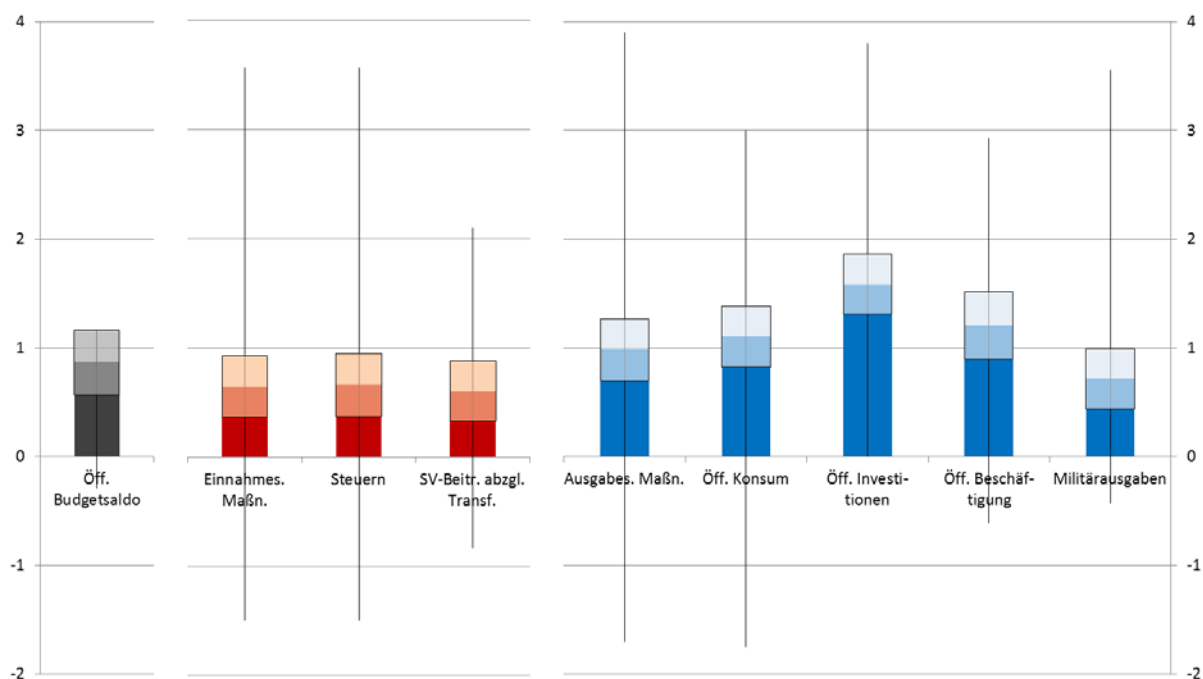
- die Art des fiskalischen Impulses,
- die Eigenschaften der Stichprobe (Region, Zeitraum, etc.),
- die Eigenschaften des verwendeten Modells und
- die Art der Berechnung des Multiplikators.

Im Zentrum des Interesses steht dabei die Art des fiskalischen Impulses, während die anderen Faktoren als Kontrollgrößen berücksichtigt werden. So kann die Wirkung verschiedener Maßnahmen bei ausgabe- und einnahmeseitigen Komponenten des Budgets in den Studien, bereinigt um andere überlagernde Einflüsse, miteinander verglichen werden.

Abbildung 2 vermittelt einen Überblick der Ergebnisse. Demnach liegen Multiplikatoren ausgabeseitiger Maßnahmen im Durchschnitt² nahe bei Eins, das heißt: erhöht (verringert) man die staatlichen Ausgaben um einen Euro, wächst (schrumpft) auch das BIP in etwa um denselben Betrag. Einnahmeseitige Maßnahmen hingegen haben eine geringere Wirkung auf Wachstum und Beschäftigung. Steuersenkungen sind demnach ein weniger effektives Mittel um die Wirtschaft anzukurbeln. Im Umkehrschluss heißt das aber auch: Steuererhöhungen schädigen die wirtschaftliche Aktivität weniger als weithin angenommen.³

Augenfällig ist: Bei öffentlichen Investitionen ist der Effekt noch einmal signifikant höher mit durchschnittlichen Multiplikatoren von etwa 1,3 bis 1,8. Hier kommt es demnach zu einem deutlichen Crowding-In-Effekt, also einem Anstieg der privaten Wirtschaftsaktivität zusätzlich zum staatlichen Ausgabenimpuls. Öffentliche Investitionen haben dementsprechend im Durchschnitt die stärkste Wirkung auf Wachstum und Beschäftigung.

Abb. 2: Multiplikatoren für verschiedene fiskalische Impulse



Legende: Die farbigen Balken geben den Durchschnittswert an, die umrahmten Rechtecke stellen die zentrierte Standardabweichung um den Durchschnitt dar, die vertikalen Linien zeigen die Spannweite der beobachteten Werte. Quelle: In veränderter Form übernommen von Horn et al. (2014).

Auch aus einer dynamischen Perspektive bleiben diese Befunde bestehen. Trägt man die in den Studien beobachteten Multiplikatorwerte entlang des Zeithorizonts der Messung ab, so lässt sich prüfen, wie schnell und wie dauerhaft die Maßnahmen wirken. Es ergibt sich der Verlauf in Abbildung 3, der wie folgt zu interpretieren ist: Ausgabeseitige Maßnahmen haben über den beobachteten Zeithorizont im Mittel größere Multiplikatoreffekte. Einmal implementierte Maßnahmen auf der Ausgabenseite entfalten ihre volle Wirkung schneller und langanhaltender, während solche auf der Einnahmenseite nur langsam in Gang kommen und ihre Wirkung im weiteren Verlauf schneller

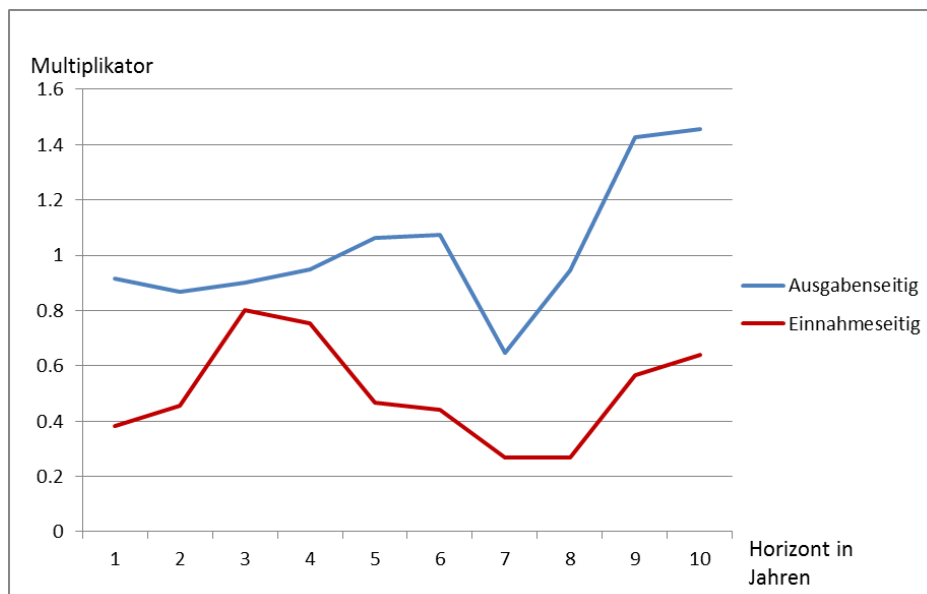
² Dieses Ergebnis gilt für einen durchschnittlichen betrachteten Wirkungszeitraum nach einer nicht näher spezifizierten ausgabenseitigen Maßnahme in einer Volkswirtschaft mit durchschnittlichem Offenheitsgrad.

³ Eine Differenzierung nach Steuerarten ist mangels ausreichender Datenverfügbarkeit nicht möglich.

wieder verlieren. Auch wenn die Unschärfe der Ergebnisse mit dem Zeithorizont zunimmt, was sich insbesondere an der größeren Volatilität⁴ der Multiplikatoren zeigt: es finden sich keine Hinweise auf eine langfristig abnehmende Wirkung ausgabenseitiger Maßnahmen, geschweige denn auf negative Multiplikatoreffekte, wie vom neoklassisch-neukeynesianischen Konsens unterstellt. Mit expansiven Effekten der Austeritätsmaßnahmen ist demnach in der Regel weder kurz-, noch mittelfristig zu rechnen.

Eine permanente Maßnahme, bei der der Staat seinen ursprünglichen Ausgabenpfad um einen festen Betrag dauerhaft erhöht, brächte demnach auch über einen plausibel prognostizierbaren Zeithorizont einen dauerhaften positiven Effekt auf das BIP. Entsprechend wäre Fiskalpolitik auch über längere Zeiträume nicht neutral.⁵ Freilich gilt dies im Durchschnitt und nicht in jedem Einzelfall.

Abb. 3: Multiplikator-Schätzwerte in Abhängigkeit des Zeithorizonts der Messung (gleitender 3-Jahresdurchschnitt)



Quelle: In veränderter Form übernommen von Gechert (2015).

Selbstfinanzierungseffekte

Im Gegensatz zu einer optimalen antizyklischen Konjunkturpolitik, die erhöhte Defizite im Abschwung mit Überschüssen im Aufschwung neutralisiert, stellt sich bei einer permanenten Erhöhung öffentlicher Investitionen die Frage nach der Finanzierung. Der Wachstumseffekt der Mehrausgaben muss freilich gegen die entsprechenden Kosten abgewogen werden. Da Investitionen gemäß der Studie die größten Multiplikatoreffekte haben, hätte eine Finanzierung über Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen an anderer Stelle im Durchschnitt immer noch einen positiven Nettoeffekt auf Wachstum und Beschäftigung. Zur sauberen Trennung der Effekte wollen

⁴ Dies lässt sich auch damit begründen, dass in der Stichprobe der Meta-Studie für größere Zeithorizonte die Anzahl der Beobachtungen gering ist.

⁵ Zu Langfristeffekten lassen sich aufgrund der spärlichen Literatur bislang keine verlässlichen Aussagen machen. Neoklassische und Neukeynesianische Modelle gehen hier von neutralen bzw. negativen Wirkungen aus. Keynesianische Modelle unterstellen auch langfristig positive Effekte.

wir im Folgenden aber den Fall einer reinen Schuldenfinanzierung untersuchen. Über den Wachstums- und Beschäftigungseffekt und dessen positive Rückwirkungen auf Steuereinnahmen und Sozialausgaben kommt es zu einer teilweisen Selbstfinanzierung. Diese kann anhand der Dynamik der Schuldenstandsquote und des Defizits untersucht werden. In der Box 1 wird ein einfaches Modell abgeleitet.

Box 1: Ein einfaches Modell für die Entwicklung des Schuldenstandes

Im Folgenden wird ein komparativ-statistisches Modell für die Änderung des Schuldenstandes nach einer diskretionären Änderung des Budgetsaldos abgeleitet. Der Schuldenstand D_t in der Periode t ergibt sich als Summe aus dem Schuldenstand in der vorangegangenen Periode $t-1$ zuzüglich des aktuellen Budgetdefizits B_t .⁶

$$D_t = D_{t-1} + B_t \quad (1)$$

Das Budgetdefizit lässt sich zunächst in das Primärdefizit PB_t und Zinsausgaben für Altschulden iD_{t-1} zerlegen, wobei i den durchschnittlichen nominalen Zinssatz auf den Schuldenstand repräsentiert. Das Primärdefizit spaltet sich weiter in einen konjunkturellen Teil (CPB_t) und einen strukturellen Teil (SPB_t); eine permanente Ausweitung der Investitionen erhöht das strukturelle Primärdefizit, das die diskretionären Budgetentscheidungen widerspiegelt.

$$D_t = D_{t-1} + iD_{t-1} + PB_t = (1 + i)D_{t-1} + SPB_t + CPB_t \quad (2)$$

Je höher der Schuldenstand bereits ist, umso größer müsste auch der Primärüberschuss sein, der nötig wäre, um einen weiteren Anstieg der Schulden aufgrund der Zinslast zu vermeiden. Drückt man die Beziehung (2) in Prozentanteilen des Bruttoinlandsprodukts aus (Kleinbuchstaben) und definiert g_t als Wachstumsrate des BIP, ergibt sich näherungsweise:

$$d_t = \frac{1+i_t}{1+g_t} d_{t-1} + spb_t + cpb_t \quad (3)$$

Demnach hängt die Schuldenstandsquote (in Prozent des BIP) in der Periode t von der Schuldenstandsquote in der Vorperiode (+), dem Zinssatz (+), der Wachstumsrate (-) und dem strukturellen sowie konjunkturellen Defizit (+) ab. Ein ausgeglichener Primärsaldo geht mit einer Stabilisierung oder Senkung der Schuldenstandsquote einher, wenn die nominale Wachstumsrate mindestens dem durchschnittlichen Zinssatz entspricht.

Welche Rolle spielt nun der Multiplikator für die Änderung des Schuldenstandes? Um diese Frage zu beantworten, leitet man Gleichung (3) nach dem strukturellen Primärdefizit ab. Dabei ist zu beachten, dass die Wachstumsrate und indirekt auch das konjunkturelle Defizit von der Veränderung des strukturellen Defizits über den Multiplikatoreffekt abhängen. Streng genommen dürfte auch der Zinssatz vom Defizit beeinflusst werden. Diese Rückwirkung wird hier jedoch ausgeblendet, auch weil

⁶ Zur Vereinfachung wird hier abstrahiert von Bestands-Fluss-Anpassungen. Das sind nicht-defizitwirksame Vorgänge, die den Schuldenstand beeinflussen z.B. finanzielle Transaktionen wie Privatisierungen, Einflüsse von Wechselkursänderungen, Neubewertungen etc.

ihre Wirkungsrichtung gerade in einer Situation der Unterauslastung *a priori* unbestimmt ist.⁷ Es ergibt sich nach einigen Umformungen:

$$\frac{dd_t}{dspb_t} = 1 - \frac{dg_t}{dspb_t} \frac{1+i_t}{(1+g_t)^2} d_{t-1} - \frac{dcpb_t}{dspb_t} \quad (4)$$

$$\frac{dd_t}{dspb_t} = 1 - m \left(\frac{1+i_t}{(1+g_t)^2} d_{t-1} + as \right) \quad (5)$$

Dabei bezeichnet $m = dg_t/dspb_t$ den Multiplikatoreffekt und $as = dcpb_t/dg_t$ die Stärke der automatischen Stabilisatoren, also die Reaktion des zyklischen Budgets auf eine Änderung der Wachstumsrate des BIP (Budget-Semielastizität).

Welche Konsequenzen ergeben sich bei Anwendung des Modells in Box 1? Eine zunehmendes Defizit oder ein geringerer Überschuss durch investive Mehrausgaben erhöht nicht notwendigerweise die Schuldenstandsquote. Sie nimmt nur zu, wenn Formel (5) größer Null wird.

Ist beispielsweise der Multiplikatoreffekt $m = 0$ so geht eine Zunahme des strukturellen Defizits Eins zu Eins mit einer Erhöhung der Schuldenstandsquote einher. Davon ist aber nach den Ergebnissen der Meta-Regression nicht auszugehen.

Tabelle 1: Effekte einer Erhöhung des strukturellen Defizits für staatliche Investitionen von 1% des BIP für verschiedene Multiplikatoren (Ausgangswerte des Euroraums 2014)

Annahmen / Bedingungen				
Budget-Semielastizität as	0.48			
Schuldenstandsquote d_{t-1}	90%			
Nominale BIP Wachstumsrate g_t Ausgangspunkt	1%			
Nominaler Zinssatz ⁸ i_t	3%			
Multiplikator m	0.5	1.3	1.5	1.8
Effekte				
Änderung BIP Wachstumsrate Δg_t in pp	0.5	1.3	1.5	1.8
Änderung Schuldenstandsquote Δd_t in pp	0.3	-0.8	-1.1	-1.5
Änderung Primärdefizit Δpb_t in pp	-0.8	-0.4	-0.3	-0.1

Quelle: AMECO, Girouard & André (2005), eigene Berechnung.

Je größer der Multiplikator, je stärker die automatischen Stabilisatoren, je höher der Zinssatz, je geringer die aktuelle Wachstumsrate und je höher die Schuldenstandsquote im Ausgangszeitpunkt sind, desto weniger stark steigt die Schuldenstandsquote aufgrund einer Ausweitung des strukturellen Defizits an. Der Effekt entsteht freilich vorrangig über den Nenner der Schuldenstandsquote – das stärker wachsende BIP. Bei entsprechenden Ausgangsbedingungen (hoher Schuldenstand, hoher Zinssatz, geringe Wachstumsrate) sowie ausreichenden Multiplikatoren und Budgetsensitivitäten führen defizitfinanzierte Ausgabensteigerungen *ceteris paribus* zu einer sinkenden Schuldenstandsquote. Dafür braucht es nicht einmal mehr besonders hohe Multiplikatoren, wie die Europäische Kommission (2012, S. 140) selbst berechnet hat: Bereits bei

⁷ Ein höheres Defizit könnte zwar die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in Frage stellen und höhere Zinsaufschläge hervorrufen. Wenn andererseits das höhere Defizit Wachstum hervorruft, könnte sich dadurch die Schuldentragfähigkeit sogar verbessern und die Zinsaufschläge könnten sinken (Cottarelli & Jaramillo 2012).

⁸ Hierfür wurde der implizite Durchschnittszinssatz der bestehenden Schulden (AYIGD) von AMECO verwendet.

Multiplikatoren über 0,7 bei plausiblen sonstigen Annahmen wären die kritischen Werte für viele Länder der Eurozone bereits erreicht (vgl. auch Gechert & Rietzler 2013). Ausgabensteigerungen würden sich hinsichtlich der Schuldenstandsquote selbst finanzieren (Cottarelli & Jaramillo 2012, Erceg & Lindé 2014).

Tabelle 1 präsentiert eine Beispielrechnung. Ausgangspunkt ist eine dauerhafte Erhöhung der öffentlichen Investitionen um 1% des BIP in einer Beispielökonomie mit den Parameterwerten des Euroraums für das Jahr 2014. Unterstellt man eine realistische Bandbreite von Multiplikatorwerten öffentlicher Investitionen aus der Meta-Studie, dann ergibt sich folgendes Bild: Die Wachstumsrate des BIP Δg_t würde gemäß dem Multiplikatoreffekt steigen. Die Schuldenstandsquote d_t würde aufgrund des Wachstumseffektes im Verhältnis zur Vorperiode erheblich sinken - trotz Schuldenfinanzierung der Maßnahmen. Das Primärdefizit läge nur 0,4 bis 0,1 Prozentpunkte höher - trotz einer Ausweitung des strukturellen Defizits von 1 Prozentpunkt. Der Selbstfinanzierungseffekt bezüglich des Primärdefizits entspräche 60 bis 90 %. Zum Vergleich: Bei einem geringeren Multiplikator von 0,5 und sonst gleichen Bedingungen stiege das Primärdefizit um 0,8 Prozentpunkte und die Schuldenstandsquote würde wachsen.

Die Berechnung bezieht sich zunächst einmal nur auf das Folgejahr, während die Dynamik in den weiteren Jahren freilich davon abhängt, wie dauerhaft der Multiplikatoreffekt ist. Die Ergebnisse aus Abbildung 2 lassen jedoch keine Abschwächung in der mittleren Frist erwarten, sodass sich die Schuldenstandsquote bei einem permanent höheren Defizit auch über diesen Zeithorizont hinweg verringern dürfte.

Entscheidend für die Langfristedynamik ist am Ende, ob der Investitionsimpuls die Wachstumsrate g_t relativ zum Zinssatz i_t soweit erhöht, dass das Primärdefizit getragen werden kann. Der Wachstumseffekt überwiegt dann den Defiziteffekt. Wenn dies in jeder Periode der Fall ist, sinkt die Schuldenstandsquote auch langfristig relativ zum Ausgangsszenario (vgl. dazu auch Helmedag 2010). Schwächt sich jedoch der Wachstumseffekt ab oder steigt der Zins in der Folge ebenfalls an, dann überwiegt der Defiziteffekt den Wachstumseffekt irgendwann und die Schuldenstandsquote steigt.

Für einen zinssteigernden Effekt gibt es zwei wesentliche Kanäle: (i) eigendynamische Risikoaufschläge aufgrund von Finanzmarkturbulenzen sowie (ii) hohe Auslastungsgrade der Produktionskapazitäten. Wenn auch für einzelne Mitgliedsstaaten Risikoaufschläge wie im Jahr 2010 nicht ausgeschlossen werden können, sind sie doch für den Euroraum als Ganzes sehr unwahrscheinlich. Angesichts hoher Arbeitslosenzahlen ist auch hinsichtlich des Auslastungsgrades gegenwärtig nicht mit einer Zinssteigerung durch einen öffentlichen Investitionsimpuls zu rechnen. Entsprechend dürften die Wirkungen auf Wachstum, Beschäftigung und die Tragfähigkeit der Schuldenstandsquote durchweg positiv sein.

Für den umgekehrten Fall von weiteren Budgetkürzungen gilt spiegelbildlich: Bei hohen Multiplikatoren würden die Konsolidierungsbemühungen aufgrund ihres Rezessions-verschärfenden Effekts beinahe vollständig verpuffen. Strukturelle Budgetkürzungen würden konjunkturelle Haushaltslöcher in annähernd gleicher Höhe aufreißen, das Primärdefizit sänke nur geringfügig. Die Kosten eines tiefen Abschwungs mit entsprechend negativen Beschäftigungswirkungen und steigender Schuldenstandsquote wären gegen den geringen Konsolidierungserfolg beim Defizit abzuwägen. Wenn obendrein aufgrund des ausbleibenden Konsolidierungserfolgs weitere restriktive Maßnahmen implementiert werden, wie im Verlauf der Krise etwa in Griechenland geschehen, ist der Abwärtskreislauf eingeläutet (Gechert & Rannenber 2015).

Fazit und Ausblick

Seit 2014 wurde mit der Streckung der Konsolidierungsziele in vielen Krisenländern der Abwärtskreislauf aus Austeritätsmaßnahmen, Verschärfung der Rezession, Verfehlung der Konsolidierungsziele und zusätzlichen Austeritätsmaßnahmen zumindest teilweise durchbrochen (OFCE/ECLM/IMK 2015). Die jüngst veröffentlichte Neuinterpretation der europäischen Fiskalregeln erlaubt zudem einen größeren fiskalischen Spielraum in konjunkturellen Notlagen und die begrenzte Nicht-Anrechnung von Ausgaben für langfristig orientierte Investitionen und Strukturreformen beim zulässigen Budgetdefizit (Europäische Kommission 2015). Nichtsdestotrotz befindet sich der Euroraum noch immer in einer Phase außergewöhnlich hoher Arbeitslosigkeit, starker Unterauslastung der Produktionskapazität und drohender Deflation.

Ein öffentlich finanziertes Investitionsprogramm, im Rahmen der Ausnahmeregeln des europäischen Fiskalpaktes (Truger 2015), oder über Beiträge der Mitgliedsstaaten zum EFSI böte die Chance, zu verhältnismäßig geringen Kosten und ohne Änderung der bestehenden Fiskalregeln die Stagnation und hohe Arbeitslosigkeit im Euroraum zu mildern. Wie die Projektpipeline des Juncker-Plans zeigt, gibt es ausreichend Bedarf zur Umsetzung von Infrastrukturprojekten (Special Task Force 2014). Derartige Mittel, sofern sie effizient eingesetzt werden, steigern auch das langfristige Wachstumspotenzial (Bom & Ligthart 2014, IWF 2014) und können auch über diesen Kanal zur Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung beitragen.

Quellen

- Alesina, A. / Ardagna, S. (2010), Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. *NBER/Tax Policy & the Economy*, 24(1). S. 35–68.
- Bom, P. R. / Ligthart, J. E. (2014), What Have We Learned From Three Decades Of Research On The Productivity Of Public Capital? *Journal of Economic Surveys*, 28(5). S. 889–916.
- Cottarelli, C. / Jaramillo, L. (2012), Walking Hand in Hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Economies. IMF Working Paper, Nr. WP/12/137.
- Eichenbaum, M. (1997), Some Thoughts on Practical Stabilization Policy. *American Economic Review*, 87(2). S. 236–239.
- Erceg, C. J. / Lindé, J. (2014), Is there a fiscal free lunch in a liquidity trap? *Journal of the European Economic Association*, 12(1). S. 73–107.
- Europäische Kommission (2012), Report on Public finances in EMU. European Economy, Nr. 4/2012.
- Europäische Kommission (2014), An Investment Plan for Europe. COM(2014) 903 final.
- Europäische Kommission (2015), Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact. COM(2015) 12.
- Feldstein, M. (2002), The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment. NBER working paper, Nr. 9203.
- Gechert, S. (2015), What fiscal policy is most effective? A Meta Regression Analysis. *Oxford Economic Papers* (forthcoming). doi: 10.1093/oep/gpv027
- Gechert, S. / Rietzler, K. (2013), Ist Austerität der richtige Weg? <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2013/02/ist-austeritaet-der-richtige-weg/>. 05.02.2013
- Gechert, S. / Rannenberg, A. (2015), The costs of Greece's fiscal consolidation, IMK Policy Brief March 2015.
- Girouard, N. / André, C. (2005), Measuring cyclically adjusted budget balances for OECD Economies. OECD Economics Department Working Papers, Nr. 434.

- Helmedag, F. (2010), Staatsschulden als permanente Einnahmequelle, *Wirtschaftsdienst*, 90(9), S. 611-615.
- Horn, G. / Gechert, S. / Rietzler, K. / Schmid, K. D. (2014), Streitfall Fiskalpolitik: Eine empirische Auswertung zur Höhe des Multiplikators. IMK Report, Nr. 92.
- Internationaler Währungsfond (IWF) (2014), *World Economic Outlook October 2014: Legacies, Clouds, Uncertainties*. World Economic and Financial Surveys. Washington DC.
- OFCE / ECLM / IMK (2015), independent Annual Growth Survey, Nr. Third Report.
- Rehn, O. (2013), Letter to ECOFIN ministers. http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/rehn/documents/cab20130213_en.pdf
- Reinhart, C. M. / Rogoff, K. S. (2010), Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100(2). S. 573–578.
- Schäuble, W. (2010), A plan to tackle Europe's debt mountain. *Europe's World*. <http://europesworld.org/2010/10/01/a-plan-to-tackle-europes-debt-mountain/>
- Special Task Force (Member States, Commission EIB) on Investment in the EU (2014), Final Task Force Report. http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/special-task-force-report-on-investment-in-the-eu_en.pdf
- Stanley, T. D. / Doucouliagos, H. (2012), *Meta Regression Analysis in Economics and Business*. New York: Routledge.
- Trichet, J.-C. (2010), Stimulate no more – it is now time for all to tighten, *Opinion Piece Financial Times*, July 22.
- Truger, A. (2015), *Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe. Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery*. Study for the Austrian Chamber of Labour, Division of Economics and Statistics. Vienna.

Publisher: Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Germany
Phone: +49-211-7778-331, IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

IMK Policy Brief is an irregular online publication series available at:
http://www.boeckler.de/imk_5036.htm

The views expressed in this paper do not necessarily reflect those of the IMK or the Hans-Böckler-Foundation.

All rights reserved. Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.

**Hans Böckler
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.
