



# Fiskalische Dominanz

Preisniveaustabilität und langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen nach der Coronakrise

Diskussionspapier #1

# Fiskalische Dominanz

Preisniveaustabilität und langfristige Tragfähigkeit der  
öffentlichen Finanzen nach der Coronakrise

## **Kontakt**

Dr. Thieß Petersen  
Senior Advisor  
Programm Nachhaltige Soziale Marktwirtschaft  
Bertelsmann Stiftung  
Telefon 05241 81-81218  
[thiess.petersen@bertelsmann-stiftung.de](mailto:thiess.petersen@bertelsmann-stiftung.de)  
[www.bertelsmann-stiftung.de](http://www.bertelsmann-stiftung.de)

Titelbild: © magele-picture - stock.adobe.com

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung .....</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Begriffliche Klärungen und definitorische Zusammenhänge .....</b>	<b>5</b>
2.1	Begriffliche Klärungen .....	5
2.2	Definitorische Zusammenhänge.....	7
<b>3</b>	<b>Bedeutung der Geldpolitik für die Zins- und Inflationsentwicklung.....</b>	<b>9</b>
3.1	Geldpolitik und Zinsentwicklung .....	9
3.2	Geldpolitik und Preisniveaumentwicklung .....	10
<b>4</b>	<b>Bedeutung der Fiskalpolitik für die Zins- und Inflationsentwicklung .....</b>	<b>11</b>
4.1	Fiskalpolitik und Zinsentwicklung .....	12
4.2	Fiskalpolitik und Preisniveaumentwicklung .....	12
<b>5</b>	<b>Interdependenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik .....</b>	<b>13</b>
5.1	Einfluss der Geldpolitik auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen .....	13
5.2	Einfluss der Fiskalpolitik auf die Preisniveaustabilität .....	15
5.3	Einfluss der Geld- und Fiskalpolitik auf das Wirtschaftswachstum .....	17
5.4	Folgen einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik.....	21
<b>6</b>	<b>Aktuelle wirtschaftspolitische Lage und Handlungsbedarfe .....</b>	<b>22</b>
6.1	Nahende Zinswende in den USA .....	24
6.2	Fiskalische Dominanz in der Eurozone .....	27
<b>7</b>	<b>Wirtschaftspolitische Handlungsoptionen für die EU .....</b>	<b>30</b>
7.1	Coronabedingte Inflationsursachen.....	30
7.2	Monetäre Inflationsursachen .....	31
	<b>Literatur .....</b>	<b>34</b>

## 1 Einleitung

Seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise betreiben die Zentralbanken der entwickelten Volkswirtschaften eine **lockere Geldpolitik** mit Leitzinsen, die bei oder nahe null liegen. Zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Lage in der Coronapandemie haben die Zentralbanken zusätzliche Liquidität in die Märkte gepumpt. Gleichzeitig sind die staatlichen Schulden wegen der umfangreichen **kreditfinanzierten Konjunkturpakete** stark angestiegen – absolut und auch in Relation zur Wirtschaftsleistung der einzelnen Länder. Nun stellt sich die Frage, wie die Zentralbanken den **wachsenden Inflationsdruck** entschärfen können, ohne dabei die wirtschaftliche Erholung und die Finanzstabilität zu gefährden.

Dieses Diskussionspapier<sup>1</sup> analysiert die Wechselwirkungen zwischen der Geld- und der Fiskalpolitik mit Blick auf die **Frage**, wie das Ziel der Preisniveaustabilität in der Eurozone erreicht werden kann, ohne dass die dafür erforderlichen geldpolitischen Maßnahmen die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen so weit unter Druck bringen, dass die Zahlungsfähigkeit einzelner Eurozonen-Staaten gefährdet wird.

Nach der Einleitung in **Abschnitt 1** werden in **Abschnitt 2** die Begriffe fiskalische Dominanz und monetäre Dominanz erläutert. Die fiskalische Dominanz beschreibt eine Situation, in der die Zentralbank keine autonome Geldpolitik betreibt, weil sie die Auswirkungen ihrer Zinsentscheidungen auf die öffentlichen Finanzen berücksichtigt und bereit ist, vom Ziel der Preisniveaustabilität abzuweichen. Bei einer monetären Dominanz kann die Geldpolitik ohne Rücksicht auf deren Konsequenzen für die staatlichen Finanzen durchgeführt werden. Ein zentraler Indikator für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ist die Staatsschuldenquote (definiert als die Relation der staatlichen Schulden zum nominalen BIP). Eine Bestimmungsgleichung für die Höhe dieser Quote wird ebenfalls in diesem Abschnitt vorgestellt. Zentrale Determinanten dieser Quote sind der staatliche Primärsaldo, die Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts und der Zinssatz.

In **Abschnitt 3** wird untersucht, welchen Einfluss die Geldpolitik für sich genommen auf die Entwicklung der Zinshöhe und des Preisniveaus hat. Dabei zeigt sich: Eine expansive Geldpolitik senkt für sich genommen die Zinsen und erhöht die Verbraucherpreise. **Abschnitt 4** zeigt, dass eine expansive Fiskalpolitik diese beiden Größen erhöht. Eine restriktive Geld- bzw. Fiskalpolitik hat umgekehrte Effekte.

In **Abschnitt 5** erfolgt eine Diskussion zentraler Wechselwirkungen zwischen der Geld- und der Fiskalpolitik im Hinblick auf die Erreichung der beiden Zielgrößen Preisniveaustabilität und Staatsschuldenquote. Es geht dabei **erstens** um den Einfluss der Geldpolitik auf die Staatsschulden, **zweitens** um den Einfluss der Fiskalpolitik auf die Zinshöhe und das gesamtwirtschaftliche Preisniveau, **drittens** um den Einfluss beider Politiken auf die Wachstumsrate des nominalen BIP und **viertens** um die Folgen einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik. Dabei wird deutlich, dass zumindest kurzfristig beide Politiken wegen ihrer wachstumsdämpfenden Wirkungen den Druck auf die staatlichen Finanzen erhöhen können. Dies gilt insbesondere für eine restriktive Geldpolitik, die zu höheren Zinsen führt und so die staatlichen Zinsausgaben erhöht.

**Abschnitt 6** skizziert die aktuelle wirtschaftliche Situation in den USA und in der Eurozone. Dabei wird deutlich, dass sich die US-Notenbank gegenwärtig eher in einer Situation der monetären Dominanz befindet, während für die Europäische Zentralbank das Regime der fiskalischen Dominanz gilt.

In **Abschnitt 7** werden einige wirtschaftspolitische Handlungsoptionen für die Eurozone diskutiert. Auch wenn die EZB zur Stabilisierung des Wachstums und noch mehr zur Stabilisierung der staatlichen Schuldenlage voraussichtlich kurzfristig, d. h. bis Ende 2022, keine Leitzinserhöhung durchführen wird, sollten sich die für die Geld-

---

<sup>1</sup> Für wertvolle Anregungen und Hinweise danke ich Katharina Gnath und Marcus Wortmann. Alle verbleibenden Fehler gehen zu meinen Lasten.

und Fiskalpolitik verantwortlichen Akteure und Akteurinnen sowie alle übrigen Marktteilnehmer:innen auf eine Phase mit höheren Zinsen in der Eurozone vorbereiten. Zu den denkbaren Maßnahmen gehören u. a.

- eine möglichst klare Kommunikation über den zeitlichen Fahrplan der anvisierten geldpolitischen Maßnahmen,
- der Einsatz staatlicher Ausgaben zur Stärkung der Wachstumskräfte,
- eine Umstrukturierung der staatlichen Schulden,
- eine enge Koordinierung der Fiskal- mit der Geldpolitik,
- zeitlich begrenzte Corona-Eurobonds,
- die Etablierung des Euros als zusätzliche Leitwährung neben dem US-Dollar und
- eine Ausweitung der wirtschaftspolitischen Ziele der EZB, z. B. die Aufnahme des Ziels eines hohen Beschäftigungsniveaus.

## 2 Begriffliche Klärungen und definatorische Zusammenhänge

### 2.1 Begriffliche Klärungen

In einer marktwirtschaftlich organisierten Volkswirtschaft verfolgen unabhängige Zentralbanken mit ihrer **Geldpolitik** primär das Ziel der **Geldwert-** bzw. der **Preisniveaustabilität**. Dies bedeutet vor allem, dass der Anstieg der Verbraucherpreise einen bestimmten Schwellenwert nicht dauerhaft überschreiten sollte. Die Europäische Zentralbank (EZB) sieht diesen Wert bei einer jährlichen **Inflationsrate** von zwei Prozent.<sup>2</sup> Auch in den USA, in Japan, im Vereinigten Königreich und in Schweden betragen die Inflationsziele zwei Prozent (vgl. KfW 2020: 2). Die Zentralbanken zielen dabei auf das gesamtwirtschaftliche Preisniveau ab. Gemessen wird dieses in der Regel durch die Verbraucherpreise bzw. einen Verbraucherpreisindex. Es geht also nicht darum, dass die Preise aller einzelnen Waren und Dienstleistungen konstant bleiben sollen (bzw. jährlich um zwei Prozent steigen sollen).

Die **Fiskalpolitik** verfolgt mehrere Ziele, u. a. die Stabilisierung bzw. Förderung von Wachstum und Beschäftigung, die Bereitstellung öffentlicher Güter und den Ausgleich von gesellschaftlich nicht gewünschten Ungleichheiten bei der Einkommens- und Vermögensverteilung. Die dafür erforderlichen Maßnahmen müssen die **langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen** berücksichtigen. Der Staat muss sicherstellen, dass er in der Lage ist, seinen bestehenden finanziellen Verpflichtungen dauerhaft nachzukommen (vgl. BMF 2019: 3). Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung definiert die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen „als die Fähigkeit, gegeben die erwartete Zins- und Wachstumsentwicklung zukünftig hinreichende Primärsalden zu erzielen, sodass eine explosive Entwicklung der Staatsschuldenquote vermieden wird“ (SVR 2021: 92).

Der dauerhafte Erhalt der Zahlungsfähigkeit ist eine zentrale Voraussetzung für die **Handlungsfähigkeit des Staates**. Die Sicherstellung der **staatlichen Zahlungsfähigkeit** umfasst neben der Erhebung zusätzlicher Steuern auch die Möglichkeit, sich dauerhaft Geld leihen zu können. Dies setzt wiederum voraus, dass der Staat seine Kreditwürdigkeit nicht verliert. Dazu kann es kommen, wenn die staatliche Verschuldung zu stark anwächst und die internationalen Kapitalgeber:innen nicht mehr daran glauben, dass sie ihr verliehenes Geld zurückerhalten. Ab welchem Schuldenstand dies der Fall ist, lässt sich nicht vorhersagen. Dazu spielen zu viele Einflussgrößen eine Rolle, die von Land zu Land sehr unterschiedlich sind. Als sich beispielsweise Argentinien Ende 2001 für zahlungsunfähig erklären musste, hatten die Staatsschulden eine Höhe von rund 64 Prozent des

<sup>2</sup> Lange Zeit war das Ziel der EZB eine Inflationsrate, die unter, aber nahe zwei Prozent liegen sollte. Im Sommer 2021 verabschiedete der EZB-Rat eine neue geldpolitische Strategie. Danach wird mittelfristig eine Inflationsrate in Höhe von zwei Prozent angestrebt. Dieser Wert wird als ein symmetrisches Ziel angesehen. Das bedeutet, dass eine Überschreitung dieses Zielwertes als ebenso unerwünscht angesehen wird wie eine Unterschreitung der Zweiprozentmarke (vgl. EZB 2021).

Bruttoinlandsprodukts (BIP) (vgl. van Scherpenberg 2002: 11 und Krüger 2002). Zum Vergleich: Die Schuldenstandsquote Japans liegt gegenwärtig bei etwas über 250 Prozent des japanischen BIP (vgl. IMF 2021), ohne dass es jedoch ernsthafte Zweifel an der Bonität des japanischen Staates gibt.

Die Literatur unterscheidet bezüglich der Geld- und der Fiskalpolitik zwischen einer aktiven und einer passiven Politik (vgl. SVR 2021: 130 f.).

Bei einer **aktiven Geldpolitik** verfolgt die Zentralbank ihr Inflationsziel ohne Rücksicht auf fiskalpolitische Erwägungen. Sie steuert die Geldmenge<sup>3</sup> – und mit ihr die Zinshöhe und die Veränderung der Verbraucherpreise – unabhängig von den Konsequenzen, die z. B. höhere Zinsen auf das Wachstum oder die Entwicklung der Staatsschulden haben. In diesem Fall liegt eine **monetäre Dominanz** vor (vgl. Illing 2016: 4 und SVR 2021: 129 ff.). Wenn höhere Zinsen auch die staatlichen Zinsausgaben steigen lassen, muss der Staat diese Mehrausgaben gegenfinanzieren – entweder durch Ausgabenkürzungen in anderen Bereichen und/oder durch eine Erhöhung der staatlichen Einnahmen, also vor allem der Steuereinnahmen. Wenn der Staat diese Handlungsoptionen nicht ausüben will – z. B. weil Ausgabenkürzungen im Bereich der sozialen Sicherung in der Bevölkerung auf Widerstände stoßen –, kommt es zu einem Anstieg der Staatsverschuldung. Um das Ziel der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu erreichen, muss der Staat also seine Fiskalpolitik anpassen. In einer solchen Situation wird von einer **passiven Fiskalpolitik** gesprochen: Der Staat kann seine Einnahmen und Ausgaben nicht autonom bestimmen, sondern er muss auf die Geldpolitik der Zentralbank reagieren.

Bei einer **aktiven Fiskalpolitik** wiederum wählt der Staat die Höhe seiner Einnahmen und Ausgaben unabhängig von den geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbank. Im Fall einer restriktiven Geldpolitik mit steigenden Zinsen passt er seine Einnahmen und Ausgaben nicht unbedingt an, um die zinsbedingten Mehrausgaben zu finanzieren. Um dennoch einen zu starken Anstieg der Staatsverschuldung zu vermeiden, der im schlimmsten Fall in einem Staatsbankrott enden könnte, sieht sich die Zentralbank gezwungen, zu reagieren. Sie kann ihre geldpolitischen Entscheidungen dann nicht mehr ohne Rücksicht auf die daraus resultierenden fiskalpolitischen Konsequenzen treffen. Das bedeutet, dass ein weniger restriktiver geldpolitischer Kurs gewählt wird. Die Folge ist ein geringerer Zinsanstieg, aber auch eine höhere Inflation. In diesem Fall liegt eine **fiskalische Dominanz** vor (vgl. Illing 2016: 4 f. und SVR 2021: 129 ff.). Die Fiskalpolitik bestimmt die Geldpolitik. Da die Zentralbank ihre geldpolitischen Entscheidungen an die Fiskalpolitik anpassen muss, handelt es sich um eine **passive Geldpolitik**.

Die beiden wirtschaftspolitischen Ziele – Preisniveaustabilität und langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen – werden nach dieser idealtypischen Rollenverteilung also realisiert, wenn der Staat seine Einnahmen und Ausgaben so anpasst, dass ein zu starker Anstieg der Staatsschulden verhindert wird, und die Zentralbank eine autonome, an der Preisniveaustabilität orientierte Geldpolitik betreibt. Die nachfolgenden Ausführungen werden jedoch zeigen, dass diese Form der **wirtschaftspolitischen Arbeitsteilung** zwischen der Geld- und der Fiskalpolitik wenig realistisch ist. Geldpolitische Maßnahmen haben immer auch einen Einfluss auf die Entwicklung der staatlichen Verschuldung, vor allem über die Höhe der staatlichen Zinsausgaben und über die Auswirkungen der Geldpolitik auf das Wirtschaftswachstum der Volkswirtschaft. Und fiskalpolitische Maßnahmen haben ihrerseits Auswirkungen auf die Zinshöhe und das gesamtwirtschaftliche Preisniveau, vor allem über die Höhe der staatlichen Kreditaufnahme und über die staatliche Nachfrage nach Gütern und Produktionsfaktoren. Daher sind die „Geld- und Fiskalpolitik [...] inhärent miteinander verwoben“ (Sigl-Glückner et al. 2021: 17).

---

<sup>3</sup> Tatsächlich kann die Zentralbank lediglich die Höhe der **Zentralbankgeldmenge** steuern. Sie setzt sich zusammen aus dem Bargeld einer Volkswirtschaft und den Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Diese Geldmenge wird auch als **Geldbasis** bezeichnet. Daneben gibt es weitere Geldmengenkonzepte, zu denen Sichteinlagen, Spareinlagen, Termineinlagen usw. gehören (vgl. Deutsche Bundesbank 2019: 73–78). Sie lassen sich nur begrenzt von der Zentralbank steuern. Dabei schaffen auch die Geschäftsbanken durch ihre Kreditvergabe Geld. Dieser Aspekt wird in den nachfolgenden Ausführungen jedoch ausgeklammert.

## 2.2 Definitivische Zusammenhänge

Es gibt verschiedene Indikatoren zur Messung und Bewertung der staatlichen Einnahmen- und Ausgabenpolitik und der daraus abgeleiteten Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen (vgl. Gerhards, Goerl und Thöne 2012). Zu den wichtigsten gehören der Schuldenstand und das jährliche Finanzierungsdefizit. Der **Schuldenstand** gibt die Höhe der akkumulierten Schulden des Staates wieder. Diese Größe ist für die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen relevant, weil mit einem steigenden Schuldenstand die zukünftigen finanziellen Herausforderungen für den Staat immer größer werden, da die Zins- und Tilgungszahlungen steigen. In der Regel geht daher das Vertrauen der Kreditgeber:innen in die Kreditwürdigkeit des Staates bei steigenden Staatsschulden zurück. Deshalb steht in den nachfolgenden Ausführungen die Entwicklung des staatlichen Schuldenstands – bzw. genauer dieser Schulden in Relation zum BIP – im Mittelpunkt der Analyse.

Die **Wechselwirkungen** zwischen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen lassen sich mit Blick auf den Schuldenstand mithilfe einiger vereinfachender Annahmen analysieren. Ausgangspunkt ist dabei der definitivische Zusammenhang zwischen der staatlichen Schuldenhöhe, den dafür erforderlichen Zinszahlungen und dem sogenannten staatlichen Primärsaldo:

- Die Höhe der in Geldeinheiten ausgedrückten nominalen **Staatsschulden** wird mit  $D$  abgekürzt (mit  $D$  für debt).
- Der Staat muss für seine Schulden Zinsen bezahlen. Der **durchschnittliche Zinssatz**, der für die Gesamtheit der staatlichen Schulden gilt, wird mit  $r$  bezeichnet (mit  $r$  für rate of interest). Vereinfachend wird dieser Zinssatz mit dem Zinssatz der gesamten Volkswirtschaft gleichgesetzt.
- Der **staatliche Primärsaldo** ist die Differenz zwischen den Staatseinnahmen und allen staatlichen Ausgaben außer den Zinsausgaben. Der Primärsaldo wird mit  $PB$  abgekürzt (mit  $PB$  für primary budget balance).
- Abgesehen vom Zinssatz werden zunächst alle übrigen Größen für verschiedene Jahre ausgewiesen, d. h. die Höhe dieser Größen variiert im **Zeitablauf**. Dafür wird ein  $t$  verwendet (mit  $t$  für time).

Der staatliche Schuldenstand eines Landes in einem bestimmten Jahr ( $D(t)$ ) setzt sich zusammen aus den Zinszahlungen im Jahr  $t$ , dem staatlichen Primärsaldo des Jahres  $t$  und den Schulden des Vorjahres ( $D(t-1)$ ). Die Zinszahlungen des Jahres  $t$  hängen ab vom Zinssatz ( $r$ ) und von der Höhe der Schulden des Vorjahres. Die Zinszahlungen betragen daher ( $r \cdot D(t-1)$ ). Ein positiver staatlicher Primärsaldo in einem Jahr ( $PB(t) > 0$ ) bedeutet, dass die staatlichen Einnahmen größer sind als die Staatsausgaben. Der Staat verwendet diesen Finanzierungsüberschuss zur Tilgung seiner Schulden, sodass die Höhe der Staatsschulden sinkt. Zur Ermittlung der Höhe der staatlichen Schulden im Jahr  $t$  wird der Primärsaldo des Jahres  $t$  von den Staatsschulden des Vorjahres abgezogen, d. h. der Primärsaldo erhält ein negatives Vorzeichen. Bei einem staatlichen Finanzierungsdefizit ( $PB(t) < 0$ ) steigt der staatliche Schuldenstand. Damit gilt:

$$(1) D(t) = r \cdot D(t-1) - PB(t) + D(t-1) = (1 + r) \cdot D(t-1) - PB(t)$$

Zum Vergleich zwischen Ländern oder auch für einen Zeitvergleich werden diese Größen häufig in Relation zur wirtschaftlichen Leistungsstärke gesetzt. Dazu wird in der Regel das **nominale Bruttoinlandsprodukt** (BIP) gewählt. Dazu wird Gleichung (1) durch die Größe  $BIP(t)$  dividiert.

$$(2) \frac{D(t)}{BIP(t)} = (1 + r) \cdot \frac{D(t-1)}{BIP(t)} - \frac{PB(t)}{BIP(t)}$$

Die Höhe des nominalen BIP des Jahres ( $t$ ) hängt davon ab, wie stark das BIP im Vergleich zum Vorjahr ( $t-1$ ) wächst. Die Wachstumsrate des nominalen BIP wird mit  $g$  abgekürzt (mit  $g$  für growth rate), d. h. es gilt:  $BIP(t) = (1 + g) \cdot BIP(t-1)$ . Dies eingesetzt in Gleichung (2) ergibt:

$$(3) \frac{D(t)}{BIP(t)} = \frac{(1 + r) \cdot D(t-1)}{(1 + g) \cdot BIP(t-1)} - \frac{PB(t)}{BIP(t)} = \frac{(1 + r)}{(1 + g)} \cdot \frac{D(t-1)}{BIP(t-1)} - \frac{PB(t)}{BIP(t)}$$

Die **Bestimmungsgleichung der Staatsschuldenquote** für das Jahr  $t$  hängt somit von drei Größen ab: Erstens von der Staatsschuldenquote der Vorjahres  $t-1$ , zweitens vom Verhältnis des Zinssatzes ( $r$ ) zur Wachstumsrate ( $g$ ) und drittens von der Höhe des staatlichen Primärsaldos des Jahres  $t$ .

$\frac{D(t-1)}{BIP(t-1)}$ : Wenn sich die Volkswirtschaft bereits im Jahr  $t$  befindet, sind die Werte für die **Staatsschuldenquote des Vorjahres** nicht mehr veränderbar. Im Jahr  $t$  ist diese Größe also eine Konstante. Als solche ist sie für die politische Gestaltbarkeit der öffentlichen Finanzen im Jahr  $t$  nicht relevant.

$\frac{(1+r)}{(1+g)}$ : Das Verhältnis der Höhe des durchschnittlichen Zinssatzes für die staatlichen Kredite ( $r$ ) zur Höhe der Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g$ ) bzw. kürzer die **Zins-Wachstums-Differenz** ( $r - g$ ) ist ein möglicher Treiber der Staatsschulden. Für sich genommen steigt die Staatsschuldenquote des Jahres  $t$ , wenn der Ausdruck  $\frac{(1+r)}{(1+g)}$  größer als eins ist, d. h. wenn gilt:  $\frac{(1+r)}{(1+g)} > 1$  bzw.  $(1+r) > (1+g)$  bzw.  $r > g$ . Wird also die Primärsaldquote – definiert als das Verhältnis des staatlichen Primärsaldos zum nominalen BIP – konstant gehalten, steigt die Staatsschuldenquote, wenn der Zinssatz größer ist als das nominale BIP-Wachstum ( $r > g$ ). Intuitiv ist dies wie folgt erklärbar:

- Bei einem Zinssatz von fünf Prozent entstehen dem Staat Zinsausgaben in Höhe von fünf Prozent der staatlichen Schulden. Wenn das nominale BIP-Wachstum nur zwei Prozent beträgt, reicht der Zuwachs der Steuerbasis nicht aus, um die Zinszahlungen zu finanzieren. Bei unveränderten sonstigen staatlichen Ausgaben und Einnahmen steigt das staatliche Gesamtfinanzierungsdefizit und damit auch die Staatsschulden.
- Bei einem kräftigen Wirtschaftswachstum ( $g > r$ ) sind die Zinsausgaben in Relation zu den zusätzlichen, wachstumsbedingten Steuereinnahmen gering. Es kommt zu einem Finanzierungsüberschuss, der zum Abbau der Staatsschulden verwendet werden kann – der staatliche Schuldenstand geht zurück. Das bedeutet, dass eine Wirtschaftspolitik, die das Wirtschaftswachstum eines Landes steigert, auch die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen stärkt – im Idealfall wächst der Staat aus seinen Schulden heraus.<sup>4</sup>

Wichtig ist in diesem Kontext der Hinweis, dass  $g$  die Wachstumsrate des **nominalen** BIP ausdrückt. Das nominale BIP lässt sich durch eine Steigerung der Menge der im Inland produzierten Waren und Dienstleistungen (also des realen BIP) anheben oder durch eine **höhere Inflationsrate**. Letzteres bedeutet wiederum, dass die Inflation zu einer Reduzierung der staatlichen Schuldenquote beiträgt. Dazu ein fiktives Zahlenbeispiel: Der Staat leiht sich 100.000 Euro durch eine zehnjährige Staatsanleihe von privaten Sparer:innen und zahlt diese nach zehn Jahren zurück. Die Inflation führt dazu, dass sich die Preise in dem Land jedes Jahr verdoppeln. Damit verdoppelt sich der Wert des nominalen BIP, selbst wenn die Menge der in dem Land produzierten Waren und Dienstleistungen unverändert geblieben ist (und das reale BIP damit konstant bleibt). Nehmen wir weiter an, dass dieser Betrag von 100.000 Euro den gesamten Staatsschulden entspricht und dass das nominale BIP des Landes in dem Jahr der Kreditaufnahme bei 200.000 Euro liegt, was zu einer Staatsschuldenquote von 50 Prozent führt. Im nächsten Jahr hat das nominale BIP wegen der Inflation einen Wert von 400.000 Euro. Damit sinkt die Staatsschuldenquote auf 25 Prozent. Ein Jahr später liegt sie nur noch bei 12,5 Prozent usw. Die Inflation kann also als ein Mittel zur **Reduzierung der Schuldenquote** eingesetzt werden. Diese Strategie hat jedoch erhebliche Nachteile. Zum einen kommt es bei derart rasch steigenden Preisen zu einer **Kapitalflucht**, die zu einem wirtschaftlichen Schrumpfungsprozess führt (u. a. weil keine Investitionen mehr finanziert werden können und die Verbraucher:innen preiswertere Produkte im Ausland erwerben). Zum anderen führt eine hohe Inflation zu erheblichen **Vermögensumverteilungen**: Personen, die Geld sparen, erleiden Verluste ihres Realvermögens, weil die

<sup>4</sup> Das bedeutet auch, dass kreditfinanzierte staatliche Investitionen sowie Forschungs- und Entwicklungsausgaben **kurzfristig** die Staatsschuldenquote erhöhen, weil der Primärsaldo geringer wird. **Mittel- und langfristig** reduzieren diese Ausgaben jedoch die Staatsschuldenquote, weil ein steigendes BIP diese Quote über zwei Kanäle verringert: Erstens erhöhen steigende Staatseinnahmen den staatlichen Primärsaldo. Zweitens sinkt diese Quote, wenn der Nenner – also das nominale BIP – größer wird.



Kaufkraft ihrer Ersparnisse von Jahr zu Jahr kleiner wird. Besitzer:innen von Realvermögen (also Immobilien, Produktionsanlagen, Edelmetallen usw.) bleiben in der Regel von einem Realvermögensverlust verschont – wenn alle Preise steigen, steigen auch die Preise für diese langlebigen Produkte. Dadurch wird ihr inflationsbedingter Kaufkraftverlust ausgeglichen. Schuldner:innen profitieren hingegen von der Inflation. Wenn es z. B. zu einer Halbierung der Kaufkraft zwischen der Aufnahme und der Rückzahlung eines Kredits kommt, bedeutet dies Folgendes: Ein Kredit in Höhe von 10.000 Euro hat im Jahr der Kreditaufnahme eine Kaufkraft von 10.000 Euro. Die Rückzahlung des Kredits hat dann weiterhin einen Nominalwert von 10.000 Euro, aber die damit verbundene Kaufkraft entspricht nur noch einem Wert von 5.000 Euro. Derartige Vermögensveränderungen innerhalb der Gesellschaft führen häufig zu sozialen Verwerfungen.

$\frac{PB(t)}{BIP(t)}$ : Wird die Relation von  $r$  zu  $g$  konstant gehalten und der **staatliche Primärsaldo** dafür zu einer variablen Größe, führt ein steigendes Primärdefizit zu steigenden Staatsschulden. Nur zur Erinnerung: Ein defizitärer Primärsaldo hat ein negatives Vorzeichen, wodurch der Ausdruck  $(-\frac{PB(t)}{BIP(t)})$  positiv wird und die Staatsschuldenquote steigt.

Ausgehend von diesen definitorischen Zusammenhängen lassen sich nun die Wechselwirkungen zwischen Geld- und Fiskalpolitik untersuchen. Dabei ist zunächst auf den Einfluss der Geldpolitik und der Fiskalpolitik auf die Entwicklung der Zinsen und des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus einzugehen. Die **Zinsentwicklung** ist eine Determinante der staatlichen Zinsausgaben, die die Höhe des jährlichen Finanzierungssaldos beeinflusst und damit auch die Entwicklung der staatlichen Schuldenhöhe. Die **Preisniveaumentwicklung** ist die Zielgröße der Geldpolitik und nimmt ebenfalls Einfluss auf die reale Schuldenlast des Staates.

### 3 Bedeutung der Geldpolitik für die Zins- und Inflationsentwicklung<sup>5</sup>

Ziel dieses Abschnitts ist es, die grundlegenden Wirkungszusammenhänge zwischen der Geldpolitik und der Höhe der Zinsen sowie des Preisniveaus zu erläutern.

#### 3.1 Geldpolitik und Zinsentwicklung

Von besonderer Bedeutung für die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ist die Höhe des zu zahlenden Zinssatzes. Die Zinshöhe in einer Volkswirtschaft ergibt sich vereinfachend aus dem Zusammenspiel der gesamtwirtschaftlichen Kreditnachfrage und dem gesamtwirtschaftlichen Kreditangebot. Die in einer Volkswirtschaft geltende Zinshöhe hängt dabei von verschiedenen Determinanten ab. Um nur einige zu nennen:

- Bei einer hohen **Sparneigung** der Bevölkerung gibt es ein hohes Kreditangebot. Das wirkt zinssenkend.
- Bei einer hohen **Investitionsneigung** der Unternehmen gibt es eine hohe Kreditnachfrage, die für sich genommen zinserhöhend wirkt.
- Wenn es im **Ausland Anlagemöglichkeiten** gibt, die spürbar höhere Renditen abwerfen als im Inland, und wenn die Anlage im Ausland auch als sicher eingestuft wird, kommt es zu einem Kapitalabzug aus dem Inland. Dadurch verringert sich das Kreditangebot im Inland, was zu einem Zinsanstieg führt.
- Auch **Erwartungen** spielen eine Rolle. Wenn viele Wirtschaftsakteure und -akteurinnen eines Landes erwarten – bzw. genauer befürchten –, dass es in ihrem Land in den kommenden Monaten und Jahren eine hohe Inflationsrate geben wird, kann das zu einer Kapitalflucht führen. Wenn Sparer:innen und Anleger:innen ihr Geld in Länder mit einer deutlich höheren Preisniveaustabilität transferieren, führt das im Inland zu einer Verringerung des Kreditangebots. Die Folge ist ein Zinsanstieg.

<sup>5</sup> Die makroökonomischen Zusammenhänge, die in den nachfolgenden Abschnitten präsentiert werden, basieren auf Petersen 2019.

Einen entscheidenden Einfluss auf die Zinshöhe hat jedoch die **Geldpolitik** der heimischen **Zentralbank**. Hierfür hat sie zwei zentrale Instrumente: die Veränderung des Leitzinses und den Kauf (oder Verkauf) von Unternehmens- und Staatsanleihen (vor allem durch Offenmarktgeschäfte). Im Fall einer zu hohen Inflationsrate bedeutet dies, dass die Zentralbank ihren Leitzins erhöht und/oder den Kauf von Anleihen reduziert (oder sogar Anleihen verkauft):

- Mit einer **Leitzinserhöhung** erhöht die Zentralbank die Refinanzierungskosten der Geschäftsbanken. Diese geben die Zinserhöhung an ihre Kunden und Kundinnen weiter. Dadurch kommt es zu einer generellen Zinserhöhung in der Volkswirtschaft. Alternativ lässt sich der Anstieg des Zinsniveaus dadurch erklären, dass die Geschäftsbanken bei einem höheren Leitzins weniger Kredite von der Zentralbank nachfragen. Das reduziert das gesamtwirtschaftliche Kreditangebot und wirkt somit zinserhöhend.
- Wenn die Zentralbank **Staatsanleihen kauft**, bewirkt diese zusätzliche Nachfrage nach Anleihen einen Anstieg der Kurse für diese Staatsanleihen. Ein höherer Staatsanleihen- bzw. Wertpapierkurs bedeutet einen Rückgang der effektiven Verzinsung. Dazu ein einfaches Beispiel: Wenn der Staat eine Staatsanleihe im Wert von 100 Euro mit einem Zinssatz von fünf Prozent ausgibt, werden jedes Jahr Zinsen in Höhe von fünf Euro ausgezahlt. Sofern der Wertpapierkurs bei 100 Euro liegt, beträgt die effektive Verzinsung fünf Prozent. Sollte der Wertpapierkurs wegen der höheren Nachfrage seitens der Zentralbank auf 200 Euro steigen, beträgt die Zinszahlung nach wie vor fünf Euro. Die effektive Verzinsung des staatlichen Wertpapiers sinkt auf 2,5 Prozent, denn ein:e Anleger:in erhält nach wie vor fünf Euro an Zinseinnahmen, die er bzw. sie nun jedoch auf einen Anlagebetrag von 200 Euro beziehen muss. Wenn die Zentralbank das Volumen ihrer Anleihenkäufe verringert, bewirkt dieser Nachfragerückgang einen Rückgang des Kurses für die gehandelten Anleihen. Daraus resultiert ein Anstieg der effektiven Verzinsung, also auch ein Zinsanstieg in der gesamten Volkswirtschaft.

Darüber hinaus hat ein umfangreicher **Kauf von Staatsanleihen** durch die Zentralbank – bzw. bereits die Ankündigung der Zentralbank, Staatsanleihen zu kaufen – einen **zusätzlichen zinsdämpfenden Effekt**, vor allem für bereits hoch verschuldete Länder sowie in wirtschaftlichen Krisenzeiten:

- Wenn ein Staat bereits hohe Schulden hat, kann sich das negativ auf seine Bonität auswirken. Einzelne Anleger:innen können befürchten, dass sie ihr Geld nicht vollständig zurückerhalten. Das ist ein Motiv für den **Verkauf** der Staatsanleihen.
- Wenn viele Anleger:innen die Staatsanleihen eines Landes verkaufen, kommt es auf dem Anleihenmarkt zu einem Angebotsüberschuss. Dieser senkt den Kurs der Anleihen und erhöht so die effektive Rendite.
- Sinkende Anleihenurse sind für Anleger:innen das Signal, dass die Bonität des betreffenden Staates sinkt. Das kann sie dazu bewegen, eine **höhere Risikoprämie** zu verlangen. Für den Staat bedeutet das steigende Zinsausgaben.

Wenn die Zentralbank jedoch zusichert, dass sie diese Staatsanleihen kaufen wird, baut sie den Angebotsüberschuss ab. Ohne diesen Angebotsüberschuss unterbleibt der Kursrückgang der Staatsanleihen. Das hat auch zur Folge, dass die Anleger:innen **keine höhere Risikoprämie** fordern – falls sie sich von den Staatsanleihen trennen wollen, kauft die Zentralbank, ohne dass es zu nennenswerten Kursverlusten kommt. Für diesen Effekt ist es noch nicht einmal erforderlich, dass die Zentralbank entsprechende Anleihen tatsächlich erwirbt. Alleine die Aussicht darauf, dass die Zentralbank durch Anleihenkäufe einen Kursrückgang verhindern würde, kann ausreichen, damit die Anleger:innen sich nicht von diesen Staatsanleihen trennen.

### 3.2 Geldpolitik und Preisniveauentwicklung

Mit ihrer Geldpolitik beeinflusst die Zentralbank nicht nur den Zinssatz, sondern auch die Inflationsrate, die mit Blick auf das Ziel der Preisniveaustabilität die zentrale Steuerungsgröße ist. **Inflation** bedeutet im Kern, dass die Preise, die Verbraucher:innen für Konsumgüter zahlen müssen, auf breiter Front steigen. Es steigen also nicht nur Preise für einzelne Produkte, sondern der durchschnittliche Preis für einen Warenkorb an repräsentativen

Produkten – und damit auch das gesamtwirtschaftliche Preisniveau. Das geschieht, wenn eine hohe gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Konsumgütern auf ein geringeres Angebot trifft. Die daraus resultierende Knappheit lässt die Preise steigen.

Ein **niedriger Zins** infolge einer expansiven Geldpolitik kann die Verbraucherpreise in einem Land steigen lassen, wenn er dazu führt, dass die kreditfinanzierte Nachfrage von Verbraucher:innen nach Konsumgütern und die Nachfrage der Unternehmen nach Investitionsgütern (also Maschinen, Gebäuden, Fahrzeugen usw.) steigt. Sofern der **Zuwachs** der gesamtwirtschaftlichen **Nachfrage** größer ausfällt als die **Zunahme** des gesamtwirtschaftlichen **Güterangebots**, kommt es zu einem Nachfrageüberhang. Dieser lässt die Güterpreise steigen.

Wenn eine Zentralbank also die Inflation im eigenen Land bekämpfen will, muss sie die **Zinsen erhöhen**. Dadurch wird die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen über verschiedene Kanäle gedämpft:

- Steigende Zinsen erhöhen die Kosten einer Kreditaufnahme. Kreditfinanzierte Konsumgüterkäufe lassen nach. Die private Konsumnachfrage geht zurück.
- Steigende Zinsen erhöhen den Anreiz, Ersparnisse zu bilden und damit in der Zukunft Zinseinnahmen zu erhalten. Diese erhöhen die zukünftigen Konsummöglichkeiten. In der Gegenwart bedeuten höhere Ersparnisse jedoch eine Konsumeinschränkung und somit eine geringere Konsumgüternachfrage.
- Steigende Zinsen erhöhen für Unternehmen die Kosten einer Kreditaufnahme. Kreditfinanzierte Investitionen werden unattraktiver. Daher sinkt die Investitionsgüternachfrage, also die Nachfrage nach Maschinen und anderen physischen Produktionsanlagen.
- Auch für den Staat ergeben sich höhere Kreditkosten. Das schränkt seine Verschuldungsmöglichkeiten ein, sodass die staatliche Nachfrage nach Gütern nachlässt.

Eine nachlassende Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen baut die Lücke zwischen einer hohen Nachfrage und einem geringeren Angebot ab. Das senkt den Inflationsdruck. Sollte die Nachfrage so stark sinken, dass sie geringer wird als das Güterangebot, kommt es sogar zu einer **Deflation** – die Preise sinken.

Einschränkend ist in diesem Kontext darauf hinzuweisen, dass der eingangs skizzierte preisniveauerhöhende Effekt eines niedrigen Zinses nur dann eintritt, wenn es infolge eines niedrigeren Zinses **erstens** zu einer höheren Kreditaufnahme kommt und wenn **zweitens** diese Kreditaufnahme für den Kauf von Gütern verwendet wird. Beides ist nicht notwendigerweise der Fall:

- Wenn die Wirtschaftsakteure und -akteurinnen auf den geringeren Zinssatz nicht mit einer höheren Kreditaufnahme reagieren – z. B. weil sie bereits hoch verschuldet sind –, kommt es auch nicht zu vermehrten Güterkäufen, die die Voraussetzung für steigende Güterpreise sind.
- Wenn die Wirtschaftsakteure und -akteurinnen ihre Kredite als Reaktion auf einen niedrigeren Zins ausweiten, ist nicht garantiert, dass sie diese Gelder für den Kauf von Konsumgütern nutzen. Sollte es beispielsweise zu kreditfinanzierten Käufen von **Vermögensgegenständen** kommen (also von Aktien, Gold, Diamanten, Immobilien, Kunstwerken usw.), löst dies einen Anstieg der entsprechenden Vermögenspreise aus. Da die zusätzliche Liquidität jedoch nicht für den Kauf von Konsum- und Investitionsgütern genutzt wird, bleiben deren Preise unverändert – die Verbraucherpreise steigen nicht.

## 4 Bedeutung der Fiskalpolitik für die Zins- und Inflationsentwicklung

Auch wenn die Zinshöhe und die Inflationsrate in einem Land maßgeblich von den geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbank geprägt werden, kann der Staat mit seiner Einnahmen- und Ausgabenpolitik diese beiden makroökonomischen Größen ebenfalls spürbar beeinflussen.

## 4.1 Fiskalpolitik und Zinsentwicklung

Eine Beeinflussung der Zinshöhe durch staatliches Handeln erfolgt vor allem durch eine **kreditfinanzierte expansive Fiskalpolitik**. Das bedeutet vor allem, dass der Staat seine Ausgaben erhöht, ohne diese Ausgabenerhöhung durch eine entsprechend hohe Einnahmensteigerung zu finanzieren. Eine kreditfinanzierte Staatsausgabenerhöhung hat das Ziel, die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage zu erhöhen und damit auch die Beschäftigung zu steigern. Eine kreditfinanzierte expansive Fiskalpolitik liegt auch vor, wenn der Staat die Steuern reduziert und so die Staatseinnahmen verringert. Ziel dieser Maßnahme ist es, die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte zu erhöhen und so die private Konsumnachfrage zu steigern. Die erhoffte Folge ist wiederum, dass die Unternehmen der Konsumgüterindustrie ihre Produktion an die höhere Nachfrage anpassen und mehr Beschäftigte einstellen.

Ziel der kreditfinanzierten expansiven Fiskalpolitik ist es also, in einer **wirtschaftlichen Schwächephase** als Stabilisierungsmaßnahme die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage zu erhöhen, um so einen Anstieg von Produktion und Beschäftigung zu erwirken (bzw. einen Produktionseinbruch mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit zu vermeiden). Es handelt sich also um eine **konjunkturpolitische** Maßnahme.

Die **Kreditfinanzierung** ist ein notwendiger Bestandteil dieser Wirtschaftspolitik. Würde der Staat seine Ausgabensteigerung durch eine Steuererhöhung finanzieren, würde das die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte verringern. Die Folge wäre ein Rückgang der Konsumgüternachfrage mit einer entsprechenden Reaktion der davon betroffenen Unternehmen – sie würden ihr Produktions- und Beschäftigungsvolumen an die geringere Konsumgüternachfrage anpassen, was dem beschäftigungsfördernden Ziel der Staatsausgabenerhöhung widerspricht.

Die Höhe der Kreditnachfrage des Staates hat auch Auswirkungen auf die Höhe des Zinssatzes im Inland. Um die höheren Staatsausgaben zu finanzieren, nimmt der Staat zusätzliche Kredite auf. Es kommt also unter sonst gleichbleibenden Rahmenbedingungen zu einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Kreditnachfrage. Die höhere Nachfrage nach Krediten erhöht den Preis für Kredite – also den zu zahlenden Zinssatz. Alternativ lässt sich der durch eine kreditfinanzierte expansive Fiskalpolitik bewirkte **Zinsanstieg** auch wie folgt erklären: Um an zusätzliches Geld zu gelangen, bietet der Staat zusätzliche Staatsanleihen an. Für sich genommen bedeutet diese Angebotserhöhung an Staatsanleihen, dass es zu einem Angebotsüberschuss auf dem Staatsanleihenmarkt kommt. Ein **Angebotsüberschuss** bewirkt einen Rückgang des Preises, hier also einen Rückgang des Preises für Staatsanleihen. Wie in Abschnitt 3.1 erläutert, folgt daraus ein **Anstieg der effektiven Verzinsung** der Staatsanleihen, und diese bewirkt schließlich einen generellen Zinsanstieg in der Volkswirtschaft.<sup>6</sup>

## 4.2 Fiskalpolitik und Preisniveauentwicklung

Ziel einer kreditfinanzierten expansiven Fiskalpolitik ist die Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage, um so in einer wirtschaftlichen Schwächephase die Produktion und die Beschäftigung zu stabilisieren. Eine Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage kann für sich genommen einen **Anstieg der Güterpreise** bewirken.

---

<sup>6</sup> Einschränkung ist darauf hinzuweisen, dass diese Zusammenhänge durch die Entwicklung im Rest der Welt modifiziert werden. Wenn also z. B. nahezu alle Volkswirtschaften der Welt massive kreditfinanzierte Konjunkturpakete schnüren und entsprechend umfangreiche Kredite aufnehmen – so wie im Zuge der durch die Coronapandemie ausgelösten weltweiten Wirtschaftskrise –, kann es passieren, dass die weltweit agierenden Anleger:innen die Staatsanleihen eines Landes als relativ sicher ansehen. In diesem Fall sind sie bereit, die zusätzlichen Staatsanleihen zu kaufen, um ihr Geld in einem „sicheren Hafen“ anzulegen. Es kommt daher zu keinem Angebotsüberschuss auf dem Markt für die Staatsanleihen des betreffenden Landes und damit auch weder zu einem Kursrückgang noch zu einem Zinsanstieg. Im Gegenteil: Wenn es weltweit nur wenige Länder gibt, deren Staatsanleihen als „sicherer Hafen“ eingestuft werden, kann es in diesen Ländern trotz eines wachsenden Volumens an Staatsanleihen zu einem Zinsrückgang kommen.

Ob es tatsächlich zu einem Anstieg der Verbraucherpreise und der Inflationsrate kommt, hängt vom **Verhältnis** der gesamtwirtschaftlichen **Güternachfrage** zum gesamtwirtschaftlichen **Güterangebot** ab:

- Wenn der durch die expansive Fiskalpolitik angestoßene Nachfrageanstieg nur die Nachfrageausfälle der privaten Haushalte bzw. der Unternehmen ausgleicht, bleibt die Höhe der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage konstant. Damit bleiben auch die **Verbraucherpreise unverändert**.
- Gleiches gilt, wenn die Produktionskapazitäten der Unternehmen nicht vollständig ausgelastet sind. In diesem Fall können die Unternehmen ihre Produktion an die höhere Güternachfrage anpassen. Es kommt zu keinem Nachfrageüberhang auf dem Gütermarkt, sodass auch die Güterpreise konstant bleiben.

Dennoch wirkt die expansive Fiskalpolitik auch in diesen beiden Situationen ceteris paribus preisniveauerhöhend, denn ohne sie käme es auf dem Gütermarkt zu einem Nachfrageausfall, der eine Reduzierung des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus (also eine Deflation) nach sich ziehen würde.

Die Auswirkungen von Geld- und Fiskalpolitik auf den Zinssatz und das gesamtwirtschaftliche Preisniveau sind zusammenfassend in Abbildung 1 dargestellt.

Abbildung 1: **Auswirkungen von Geld- und Fiskalpolitik auf Zinssatz und Verbraucherpreise**

	Zinssatz	Verbraucherpreise
Expansive Geldpolitik (Geldmengenerhöhung)	↓	↑
Expansive Fiskalpolitik (kreditfinanzierte Erhöhung der Staatsausgaben)	↑	↑

Quelle: Eigene Darstellung. | BertelsmannStiftung

## 5 Interdependenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik

Während die bisherigen Ausführungen die isolierten Auswirkungen der Geld- und der Fiskalpolitik auf zentrale makroökonomische Größen untersuchten, geht es in diesem Abschnitt um die Frage, welche Wechselwirkungen zwischen der Geld- und der Fiskalpolitik bestehen. Im Zentrum stehen dabei zwei Fragen:

1. Welchen Einfluss hat die Geldpolitik auf die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und damit auch auf die Fiskalpolitik?
2. Welchen Einfluss hat die Fiskalpolitik auf das Preisniveau und damit auch auf geldpolitische Entscheidungen?

### 5.1 Einfluss der Geldpolitik auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen

Würde die Zentralbank sich ausschließlich dem Ziel der Preisniveaustabilität widmen, könnte sie bei einem hohen Inflationsdruck die dafür erforderlichen geldpolitischen Maßnahmen durchführen – also die Zentralbankgeldmenge reduzieren, den Leitzins erhöhen und den Kauf von Anleihen verringern oder sogar Anleihen verkaufen. Allerdings haben geldpolitische Maßnahmen auch Auswirkungen auf die Entwicklung der Staatsschuldenhöhe. Wenn eine Leitzinserhöhung zu einem Anstieg der staatlichen Schulden führt, könnte die Zentralbank diese Konsequenzen in ihr Entscheidungskalkül einbeziehen und ggf. auf erforderliche Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung verzichten.

Der Einfluss der Geldpolitik auf die staatlichen Schulden lässt sich mithilfe der Bestimmungsgleichung der Staatsschuldenquote – also Gleichung (3) in Abschnitt 2 – analysieren. Diese Gleichung zeigt, dass die Geldpolitik die Staatsschuldenquote über zwei zentrale Kanäle beeinflusst: über die Zinsen bzw. die durchschnittliche Verzinsung der staatlichen Wertpapiere und über den Gewinn der Zentralbank.

### 5.1.1 Zinsentwicklung und Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen

Um den Einfluss der Geldpolitik auf die Staatsschuldenquote zu untersuchen, wird Gleichung (3) leicht modifiziert. Die Modifikation besteht darin, dass der durchschnittliche Zinssatz, der für die Gesamtheit der staatlichen Schulden zu zahlen ist, nicht mehr als eine konstante Größe angesehen wird, sondern als eine Größe, die sich im **Zeitablauf verändern** kann. Das bedeutet, dass dieser Zinssatz nun auch von  $t$  abhängt ( $r(t)$ ). Gleiches gilt für die jährliche Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g(t)$ ). Daraus folgt:

$$(3') \frac{D(t)}{BIP(t)} = \frac{(1 + r(t))}{(1 + g(t))} \cdot \frac{D(t-1)}{BIP(t-1)} - \frac{PB(t)}{BIP(t)}$$

Wenn die Zentralbank durch eine straffere Geldpolitik dafür sorgt, dass der **Zinssatz** in der Volkswirtschaft **steigt**, bedeutet dies auch, dass der Staat für neue Kredite einen höheren Zinssatz zahlen muss. Die durchschnittliche Verzinsung seiner Staatsanleihen wird größer, d. h.  $r(t)$  steigt. Der Staat muss also höhere Zinsausgaben tätigen.<sup>7</sup> Für sich genommen bedeutet das einen **Anstieg der Staatsverschuldung** und damit einen Anstieg der Staatsschuldenquote, sofern die Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g(t)$ ) unverändert bleibt (vgl. dazu ausführlicher Abschnitt 5.3).<sup>8</sup>

Einschränkend ist jedoch darauf hinzuweisen, dass dies nur für neue Staatsschulden gilt. Wenn der Staat beispielsweise im Vorjahr  $t-1$  eine 30-jährige Staatsanleihe mit einer Nominalverzinsung von 1,25 Prozent aufgelegt hat, gilt dieser Zinssatz auch für die kommenden 29 Jahre. Die Frage, wie stark ein von der Geldpolitik ausgelöster Zinsanstieg die gesamten Zinsausgaben des Staates erhöht, hängt somit von der durchschnittlichen **Restlaufzeit** aller **Staatsanleihen** bzw. staatlicher Kredite ab.

### 5.1.2 Zentralbankgewinn und Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen

Eine zweite, für die öffentlichen Finanzen relevante, Größe ist der jährliche **Gewinn** der **Zentralbank**. Er fließt in der Regel an den Staat. In Deutschland ist beispielsweise in § 27 des Bundesbankgesetzes geregelt, dass die Gewinne der Deutschen Bundesbank an den Bund abgeführt werden.

Die Zentralbank eines Landes erzielt ihren Gewinn durch verschiedene Transaktionen. Der wichtigste Posten ist dabei die Kreditvergabe an Geschäftsbanken. Weitere relevante Quellen eines Zentralbankgewinns sind die Zins-einnahmen aus erworbenen Staats- und Unternehmensanleihen, die Aufwertung von Devisenbeständen und Gewinne beim Verkauf von Anleihen, Devisen und Gold. Auch das Inumlaufbringen von Bargeld, also von Münzen und Scheinen, ist mit einem Gewinn für die Bundesbank verbunden, weil die Herstellungskosten des Bargeldes geringer sind als der Wert der jeweiligen Münzen und Geldscheine. Dieser Gewinn wird als **Seigniorage** bezeichnet (vgl. Lange 1995: 16).

Die Kreditvergabe ist für eine Zentralbank eine Quelle von Gewinnen, weil die Zentralbank diese Kredite quasi aus dem Nichts schöpfen kann. Sofern der Kredit durch eine bargeldlose Buchung vom Konto der Zentralbank auf das Konto der kreditnehmenden Geschäftsbank vergeben wird – also mit Buch- bzw. Giralgeld abgewickelt wird –, entstehen noch nicht einmal Druck- bzw. Prägekosten. Vereinfachend gesagt genügt letztendlich ein Knopfdruck zur Überweisung des Geldes. Da also die Kosten einer Kreditvergabe für die Zentralbank sehr gering

<sup>7</sup> Wegen der Relevanz der staatlichen Zinsausgaben für die Entwicklung der staatlichen Verschuldung gibt es in der Literatur auch den Vorschlag, zur Messung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen nicht mit der Staatsschuldenquote zu arbeiten, sondern mit einer Zinsquote. Dazu wird die Höhe der staatlichen Zinszahlungen in Relation zum BIP gesetzt (vgl. Sigl-Glückner et al. 2021: 5, 24 f., 30–33).

<sup>8</sup> Tatsächlich zeigen die Ausführungen des Abschnitts 5.3, dass ein Zinsanstieg das Wachstum des nominalen BIP dämpft, vor allem wegen der geringeren gesamtwirtschaftlichen Investitionen. Durch die schwächere BIP-Entwicklung steigt die Staatsschuldenquote zusätzlich.

sind – und dies auch unabhängig vom geltenden Zinsniveau –, bedeutet ein **höherer Leitzins** für sich genommen einen **höheren Zentralbankgewinn**. Einschränkend ist zu berücksichtigen, dass die Geschäftsbanken normalerweise ihr Volumen an Zentralbankkrediten reduzieren, wenn sich ihre Refinanzierungskosten – also der Leitzins – erhöhen. Dies wirkt für sich genommen gewinnreduzierend. Per saldo überwiegt jedoch der gewinnerhöhende Effekt eines höheren Leitzinses.

Da der Zentralbankgewinn dem Staat zufließt, erhöht er die **staatlichen Einnahmen**. Der Gewinn der Zentralbank ist ein Teil des staatlichen Primärsaldos (PB(t)). Wenn ein höherer Leitzins also den Zentralbankgewinn erhöht, verbessert dies den Primärsaldo des Staates. Ceteris paribus bewirkt das einen **Rückgang der Staatsschuldenquote** (oder, sofern es in der Ausgangslage ein Primärdefizit gibt, einen geringeren Anstieg der Staatsschuldenquote).

Hierbei ist jedoch noch auf einen Effekt einzugehen, der sich ergibt, wenn die **Zentralbank** in großem Ausmaß **Staatsanleihen** erwirbt. Die Zinsen, die der Staat dafür zahlen muss, fließen dann an die Zentralbank. Das erhöht den Zentralbankgewinn, der wiederum an den Staat überwiesen wird. Das **entlastet** für sich genommen die öffentlichen Finanzen: Im Falle eines Finanzierungsdefizits wird dieses verringert. Das reduziert den Schuldenanstieg. Der Umstand, dass über den Zentralbankgewinn die Zinszahlungen des Staates zumindest teilweise wieder an den Staat zurückfließen, bedeutet auch, dass die Staatsschuldenquote selbst dann stabil bleiben kann, wenn der Zinssatz ( $r$ ) größer ist als die Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g$ ) (vgl. Ehnts und Paetz 2021: 203). Zur Erinnerung: In Abschnitt 2 wurde gezeigt, dass die Staatsschuldenquote im Fall von ( $r > g$ ) steigt.

### 5.1.3 Gesamteffekt der Geldpolitik auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen

Werden beide Effekte eines höheren Zinssatzes zusammen auf jährlicher Basis betrachtet – die staatsschulden erhöhende Steigerung der Zinsausgaben und der staatsschuldenreduzierende Anstieg des Zentralbankgewinns –, **überwiegt** absolut gesehen der **schuldenerhöhende Effekt** der steigenden staatlichen Zinszahlungen. Grund ist, dass der Zentralbankgewinn empirisch wesentlich geringer ausfällt als die gesamten Zinszahlungen des Staates, die sich auf den jahrzehntelang akkumulierten Gesamtschuldenstand beziehen. Dies zeigt exemplarisch der Vergleich des Gewinns der Deutschen Bundesbank mit der Höhe der Zinsausgaben des Bundes (also noch nicht einmal der gesamtstaatlichen Zinsausgaben) in den Jahren 2015 bis 2020 (siehe Abb. 2). Das Jahr 2020 ist dabei eine Ausnahmesituation: Die 2020 erzielten Überschüsse der Deutschen Bundesbank wurden wegen der Coronapandemie vollständig als Risikovorsorge zurückgelegt, sodass das Jahresergebnis ausgeglichen war und es somit keinen Gewinn gab.

Abbildung 2: **Entwicklung der Zinsausgaben des Bundes und des Gewinns der Deutschen**

**Bundesbank zwischen 2015 und 2020, Angaben in Milliarden Euro** (gerundet auf eine Stelle hinter dem Komma)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Zinsausgaben Bund	21,1	17,5	17,5	16,4	11,9	6,4
Bundesbankgewinn	3,2	0,4	1,9	2,4	5,9	0,0

Quelle: Deutsche Bundesbank 2021 und BMF 2021.

| BertelsmannStiftung

Ein **höherer Leitzins** bewirkt also gemäß der hier skizzierten ökonomischen Theorie einen Anstieg der staatlichen Schulden und wirkt sich so gesehen **negativ** auf die **langfristige Tragfähigkeit** der öffentlichen Finanzen aus.

## 5.2 Einfluss der Fiskalpolitik auf die Preisniveaustabilität

Wie in Abschnitt 4.2 bereits erläutert, führt eine kreditfinanzierte expansive Fiskalpolitik zu einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage, was wiederum zu einem **Anstieg der Verbraucherpreise** führen kann, wenn das gesamtwirtschaftliche Güterangebot nicht groß genug ist, um die höhere Nachfrage zu bedienen. Eine

expansive Fiskalpolitik steht dann in einem Zielkonflikt mit dem geldpolitischen Ziel, die Preise einer Volkswirtschaft stabil zu halten.

### 5.2.1 Einfluss der Fiskalpolitik auf die Geldpolitik

Sollte der Inflationsdruck einer expansiven Fiskalpolitik so groß werden, dass die Inflationsrate die anvisierte Zielgröße der Zentralbank spürbar überschreitet, wird ein **Einschreiten** der **Zentralbank** erforderlich.

Ob die Zentralbank diesen geldpolitischen Schritt tatsächlich geht, ist jedoch nicht garantiert, denn es besteht die Gefahr, dass der damit einhergehende Zinsanstieg die Staatsfinanzen so stark unter Druck setzt, dass die **langfristige Tragfähigkeit** der öffentlichen Finanzen **gefährdet** wird. Dies gilt vor allem, wenn der Staat bereits einen hohen Schuldenstand erreicht hat und die Bonität des Staates daher eingeschränkt ist:

- Bei einer **hohen Staatsschuldenquote** bedeutet ein Anstieg der Zinsen einen hohen Anstieg der staatlichen Zinszahlungen. Bei staatlichen Schulden in Höhe von 150 Prozent des BIP bedeutet ein Anstieg der durchschnittlichen Verzinsung der staatlichen Kredite um einen Prozentpunkt, dass der Staat **zusätzliche Zinsausgaben** in Höhe von 1,5 Prozent des BIP finanzieren muss.
- Wenn der Staat diese Mehrausgaben nicht durch höhere Einnahmen oder geringere Ausgaben finanzieren kann oder will, muss er dafür zusätzliche Kredite aufnehmen – und zwar jedes Jahr. Das bedeutet, dass die **Staatsverschuldung** jedes Jahr um diese zusätzliche Kreditaufnahme steigt. Ein permanenter Anstieg der staatlichen Verschuldung führt früher oder später dazu, dass die Bonität des Staates weiter sinkt.
- Eine sinkende Bonität hat zur Folge, dass die Kreditgeber:innen eine **höhere Risikoprämie** fordern, um damit drohende Zahlungsausfälle abzusichern. Die staatlichen Zinsausgaben steigen noch stärker an – und mit ihnen die Höhe der staatlichen Schulden.
- Wenn sich diese Spirale immer schneller dreht, verlieren die Kreditgeber:innen irgendwann das Vertrauen, dass der Staat das ihm geliehene Geld zurückzahlen kann. Sie sind daher nicht mehr bereit, dem Staat weitere Kredite zu gewähren. Damit wird der Staat zahlungsunfähig, d. h. es kommt zu einem **Staatsbankrott**.<sup>9</sup>

Um diese Entwicklung zu vermeiden, gibt es für die Wirtschaftspolitik letztendlich nur **zwei Handlungsoptionen**: Entweder passt der Staat seine Einnahmen und Ausgaben an die höheren Zinsen an oder die Zentralbank verzichtet zur Sicherung der Bonität des Staates auf die erforderliche Leitzinserhöhung. Eine dritte Option ist, darauf zu hoffen, dass die Wirtschaftspolitik das Wirtschaftswachstum des Landes positiv beeinflusst und der Staat so langfristig aus den Schulden herauswächst. Dies bedeutet, dass die Wachstumsrate des nominalen BIP größer ist als der Zinssatz, der für die Staatsanleihen zu zahlen ist. Es muss also die Bedingung ( $g > r$ ) gelten, die in Abschnitt 2 diskutiert wurde. Die Auswirkungen der Geld- und Fiskalpolitik auf die Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g$ ) werden im Abschnitt 5.3 behandelt.

### 5.2.2 Abwendung des Staatsbankrotts durch Austeritätspolitik

Zum einen kann der Staat seiner steigenden Verschuldung entgegenwirken, indem er seine Ausgaben verringert und seine Einnahmen erhöht. Die steigenden Zinsausgaben werden also kompensiert durch eine **Erhöhung** des staatlichen **Primärsaldos**. Der Staat bringt seine Finanzen – salopp gesprochen – selbst in Ordnung. Er ist nicht auf eine Unterstützung durch die Zentralbank angewiesen. Sie kann daher unabhängig von fiskalpolitischen Restriktionen eine autonome Geldpolitik verfolgen und sich ausschließlich dem Ziel der Preisniveaustabilität widmen.

Diese Strategie wurde in Abschnitt 1 als **monetäre Dominanz** bezeichnet.

---

<sup>9</sup> Diese Entwicklung fand z. B. zu Beginn der 2000er-Jahre in Argentinien statt. Dort verschlechterten die hohen Schulden sowie der hohe Schuldendienst die Kreditwürdigkeit des Staates. Das trieb die Zinsen in die Höhe. Die daraus resultierenden höheren Finanzierungskosten erhöhten die Schulden. Im zweiten Quartal 2001 verlor Argentinien schließlich den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten (vgl. van Scherpenberg 2002: 14).



Einschränkend ist jedoch darauf hinzuweisen, dass eine Reduzierung der Staatsausgaben die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage schwächt und damit auch Wachstum und Beschäftigung dämpft. Das bedeutet eine Verringerung der Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g(t)$ ), was wiederum die Staatsschuldenquote der Gleichung (3') erhöht (vgl. dazu ausführlicher Abschnitt 5.3.2).

### 5.2.3 Abwendung des Staatsbankrotts durch weniger strikte Geldpolitik

Denkbar ist auch, dass der Staat eine Ausgabenreduktion und/oder eine Einnahmensteigerung nicht durchführen kann oder will. Ein Grund dafür kann in dem Umstand liegen, dass eine solche **Austeritätspolitik** negative Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung haben kann. In dieser Situation droht, wie bereits beschrieben, ein Staatsbankrott. Ein Staatsbankrott hat wiederum Auswirkungen auf die Geldwertstabilität:

- Ein **Staatsbankrott** hat empirisch betrachtet stets eine starke Rezession zur Folge. Es kommt zu Entlassungen und Produktionseinbrüchen. Die daraus resultierenden Versorgungsengpässe lassen die Verbraucherpreise steigen.
- Einheimische Sparer:innen sowie Investoren und Investorinnen ziehen ihr Kapital aus dem Land ab, um die inflationsbedingten Vermögensverluste zu vermeiden. Die Kapitalflucht bewirkt eine **Abwertung** der heimischen Währung. Sie verteuert importierte Vorleistungen und Endprodukte, was die **Inflation** im Inland weiter steigen lässt.

Zur Vermeidung dieses Szenarios, das im schlimmsten Fall in einer Hyperinflation mit zwei- bis dreistelligen Inflationsraten enden kann, kann sich die Zentralbank dazu entscheiden, die erforderliche **Leitzinserhöhung nicht** durchzuführen. Dadurch verhindert sie einen Anstieg der staatlichen Zinsausgaben und den damit verbundenen Anstieg der staatlichen Schulden. Der Preis dieser Strategie ist jedoch ein Anstieg des Preisniveaus, d. h., die Zentralbank opfert ihr geldpolitisches Kernziel. Stattdessen ordnet sie ihre Geldpolitik den fiskalpolitischen Erforderlichkeiten unter.

Diese Strategie wurde in Abschnitt 1 als **fiskalische Dominanz** bezeichnet.

## 5.3 Einfluss der Geld- und Fiskalpolitik auf das Wirtschaftswachstum

In der Gleichung (3'), die die Höhe der Staatsschuldenquote ausweist, spielt auch die im Zeitablauf variable Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g(t)$ ) eine Rolle. Dabei gilt: Ein Anstieg dieser Wachstumsrate reduziert ceteris paribus die Staatsschuldenquote. Sofern die Wirtschaftspolitik diese Wachstumsrate positiv beeinflusst, verbessert sie die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Dazu sind sowohl geld- als auch fiskalpolitische Maßnahmen in der Lage.

### 5.3.1 Einfluss der Geldpolitik auf das Wirtschaftswachstum

Die Geldpolitik kann durch eine Zinssenkung und durch eine moderate Preissteigerungsrate das nominale Wirtschaftswachstum eines Landes stärken.

Wenn die Zentralbank durch eine expansive Geldpolitik die **Zinsen** im Inland **reduziert**, erhöht dies das gesamtwirtschaftliche Investitionsniveau. Wenn beispielsweise eine betriebliche Investition eine Rendite von fünf Prozent abwirft und der Zinssatz in der Volkswirtschaft bei 7,5 Prozent liegt, lohnt sich diese Investition nicht. Sofern das Unternehmen diese Investition durch Eigenkapital finanzieren kann, ist eine Geldmarktanlage sinnvoller, weil dadurch höhere Zinseinnahmen generiert werden können. Auch eine Kreditfinanzierung dieser Investition ist betriebswirtschaftlich nicht sinnvoll, weil die damit verbundenen Zusatzkosten höher sind als der erwartete Gewinn. Bei einer Senkung der Zinsen auf nur noch 3,5 Prozent lohnt sich diese Investition jedoch. Die Folge: In der Volkswirtschaft werden mehr Investitionsgüter nachgefragt und daher auch produziert. Die Ausweitung der Produktionskapazitäten ist in der Regel mit einem höheren Arbeitskräftebedarf verbunden, die Beschäftigung steigt. Damit steigen die verfügbaren Einkommen, sodass die Konsumnachfrage wächst. Eine **Zinssenkung** kann so das **Wirtschaftswachstum** der Volkswirtschaft **erhöhen**.

Eine Zinssenkung im Inland hat einen zweiten wachstumssteigernden Effekt: Wenn beispielsweise in Deutschland die Zinsen zurückgehen, wird es für alle Kapitalanleger:innen attraktiver, ihr Geld im Ausland anzulegen. Ausländische Anleger:innen fragen weniger deutsche Wertpapiere nach. Daher brauchen sie auch weniger Euro. An den Devisenmärkten geht die Nachfrage nach Euro zurück. Damit sinkt der Preis für den Euro an den internationalen Devisenmärkten – es kommt also zu einer **Abwertung des Euros**. Gleichzeitig fragen deutsche Anleger:innen mehr US-Dollar nach, um damit amerikanische Wertpapiere zu erwerben. Der Wert des US-Dollars steigt, es kommt zu einer **Aufwertung des US-Dollars**. Das hat Konsequenzen für die Höhe der deutschen Exporte und Importe und wirkt sich dadurch auf das deutsche BIP aus:

- Die Abwertung des Euros führt dazu, dass deutsche Produkte im Ausland günstiger werden. Die **Exporte** der deutschen Unternehmen **nehmen zu**. Damit steigen in Deutschland Produktion, Beschäftigung und BIP.
- Die Aufwertung des US-Dollars verteuert amerikanische Produkte in Deutschland. Deutsche Verbraucher:innen ersetzen die teureren US-Produkte durch einheimische Produkte. Es kommt zu einem **Importrückgang**, der die Nachfrage nach den Produkten deutscher Unternehmen erhöht. Auch das steigert in Deutschland Produktion, Beschäftigung und BIP.
- Werden **Rohstoffe** und **Vorleistungen** aus dem Ausland **importiert** und in US-Dollar bezahlt, verteuert die Aufwertung des US-Dollars diese Importe. Das erhöht in Deutschland die Produktionskosten und die zu zahlenden Güterpreise. Die Folge ist ein Rückgang der Güternachfrage nach in Deutschland hergestellten Produkten (sowohl durch die einheimischen Konsumenten und Konsumentinnen sowie Unternehmen als auch durch das Ausland). Es kommt also zu einem Rückgang der Konsumgüternachfrage, der Investitionen und der Exporte, was Produktion, Beschäftigung und BIP in Deutschland reduziert.

Der Einfluss des Preisniveaus auf das Wirtschaftswachstum ist komplexer. Zu den wichtigsten Interdependenzen zwischen Preisniveau und Wirtschaftswachstum gehören die folgenden:

- Wenn das Preisniveau in einer Volkswirtschaft steigt, geht der **Reallohn** (dieser ergibt sich aus der Division des Nominallohns durch das Preisniveau) zurück. Für Unternehmen wird es dadurch attraktiver, zusätzliche Arbeitskräfte einzustellen und die Produktion auszuweiten. Mehr Beschäftigung bedeutet höhere Einkommen. Damit steigt die Konsumgüternachfrage. Die Unternehmen der Konsumgüterindustrie erhöhen ihre Produktion – und in der Regel auch ihr Beschäftigungsvolumen. Dieser Beschäftigungsanstieg bewirkt einen Einkommensanstieg bei der Gesamtheit der privaten Haushalte, weil nun mehr Menschen Lohn Einkommen beziehen. Werden diese für den Kauf von Konsumgütern verwendet, passen sich die Unternehmen der Konsumgüterindustrie an diese höhere Nachfrage an. Das nominale BIP wächst somit stärker, d. h. die Wachstumsrate  **$g(t)$  steigt**.
- Diese Argumentation gilt auch für die **Realzinsen** als Preis für den Produktionsfaktor Kapital. Bei einem sinkenden Realzins werden Investitionen attraktiver. Es kommt somit zu einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Investitionsgüternachfrage. Die Unternehmen passen ihre Produktion an diese höhere Nachfrage an, sodass auch das nominale BIP **steigt** – und damit auch die Wachstumsrate  **$g(t)$** .
- Wenn die Verbraucherpreise steigen, steigen auch die Umsatzerlöse der Unternehmen. Kurzfristig sind die Preise für die meisten Produktionsfaktoren fix, d. h. sie passen sich nicht sofort an die höheren Güterpreise an: Die Lohnhöhe wird durch Tarifverträge festgelegt. Diese Verträge haben normalerweise eine Laufzeit von einem Jahr. So bleiben die Nominallöhne während der Laufzeit der Tarifverträge konstant. Gleiches gilt für Miet-, Pacht- und Kreditverträge, die auch längere Laufzeiten als ein Jahr haben können. Zumindest **kurzfristig** bedeutet eine höhere Inflationsrate daher **höhere Gewinne** für die Unternehmen. Das erhöht die Rendite von Investitionsprojekten. Die Folge ist erneut ein Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Investitionen mit den bereits skizzierten positiven Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum (also ein **Anstieg** der Wachstumsrate  **$g(t)$** ).
- Höhere Güterpreise verschlechtern die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Unternehmen im Rest der Welt. Das wirkt sich negativ auf die **Exporte** des Inlands aus. Wenn die einheimischen Unternehmen weniger exportieren können, passen sie ihre Produktion an. Im Inland kommt es zu einem

Rückgang von Produktion und Beschäftigung – das Wirtschaftswachstum lässt nach, die Wachstumsrate  **$g(t)$  geht zurück**. Allerdings bewirken höhere Preise im Inland im Fall flexibler Wechselkurse eine Abwertung der einheimischen Währung. Das verbessert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen im Inland. Im modelltheoretischen Idealfall gleicht die **Abwertung** der heimischen Währung den Nachteil der höheren Preise aus, sodass die Exporte unverändert bleiben (vgl. ausführlicher Petersen 2012). In der Realität gibt es jedoch Rigiditäten, sodass der Wechselkurs sich nicht so flexibel anpasst – die Folge sind dann moderate Exportrückgänge, die sich negativ auf die Höhe der Wachstumsrate  $g(t)$  auswirken.

Ein **moderater Anstieg** der Güterpreise im Zeitablauf ist per saldo wachstumsförderlich – und damit auch positiv für die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen.

Allerdings darf der Preisniveauanstieg **nicht zu stark** ausfallen. Hohe Inflationsraten haben zur Folge, dass die **Kaufkraft** der **Einkommen** sinkt. Damit geht die mengenmäßige Nachfrage nach Konsumgütern zurück. Für die Unternehmen, die diese Produkte herstellen, bedeutet das Umsatzeinbußen, an die sie ihre Produktion anpassen. Wenn Produktion, Beschäftigung und Einkommen zurückgehen, geht auch die Wachstumsrate  **$g(t)$  zurück**. Ein höheres Preisniveau verringert darüber hinaus die **Kaufkraft** von **Ersparnissen**. Auch das wirkt sich negativ auf die Konsumgüternachfrage aus. Noch stärker werden die Wachstumsrückgänge, wenn Sparer:innen wegen der inflationsbedingten Vermögensverluste ihrer Ersparnisse das Geld aus dem eigenen Land abziehen und es stattdessen in Ländern mit einer größeren Geldwertstabilität anlegen. Im Fall einer **Kapitalflucht** fehlen im Inland die finanziellen Mittel, um Investitionen zu tätigen. Daher wird das Wirtschaftswachstum zusätzlich geschwächt. Wenn schließlich auch noch die finanziellen Mittel für Kredite an den Staat wegen der Kapitalflucht fehlen, kommt es zu einem **Staatsbankrott** – mit einer erheblichen Einschränkung der wirtschaftlichen Aktivitäten im Inland, also einer **schweren Rezession**.

Schließlich kann die Zentralbank durch ihre Geldpolitik auch eine **Deflation** bewirken, also einen Rückgang der Verbraucherpreise im Zeitablauf. Diese Entwicklung wirkt sich negativ auf das Wirtschaftswachstum aus, weil sie die weiter oben skizzierten Effekte eines moderat steigenden Preisniveaus umkehrt: Die Reallöhne, die die Unternehmen zahlen, steigen, was in der Regel mit einem Rückgang der Beschäftigung einhergeht. Wenn die Preise für alle Produkte sinken, verschieben viele Verbraucher:innen den Kauf von langlebigen Konsumgütern in die Zukunft: Falls ein hochwertiges Elektrogerät, das jetzt noch einen Preis von 1.000 Euro hat, im nächsten Jahr nur noch 950 Euro kostet, lassen sich durch einen späteren Kauf 50 Euro einsparen. Damit geht jedoch in der Gegenwart die mengenmäßige Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern zurück – mit den schon beschriebenen negativen Auswirkungen auf Produktion, Beschäftigung und BIP.

Diese Zusammenhänge erklären, warum beispielsweise die EZB **keine** vollständige **Konstanz** des gesamtwirtschaftlichen **Preisniveaus** anstrebt – das wäre eine Inflationsrate von null. In einer solchen Situation droht ein Abdriften in die Deflation mit den negativen Auswirkungen auf Produktion und Beschäftigung. Gleichzeitig gilt es, einen zu starken Anstieg der Inflationsrate zu verhindern. Die Grenze dafür liegt nach Auffassung der EZB bei den bereits genannten jährlichen **zwei Prozent** Inflation. Das bedeutet nicht, dass bei einer Inflationsrate von mehr als zwei Prozent bereits ein Szenario mit massiven Kaufkraftverlusten, Kapitalflucht und Staatsbankrott droht. Eine derartige Entwicklung ist erst zu erwarten, wenn die monatlichen Inflationsraten einen zweistelligen Wert annehmen und dabei von Monat zu Monat größer werden – in diesem Fall kann von einer **Hyperinflation** gesprochen werden.<sup>10</sup>

Im Ergebnis ergeben sich aus diesen Zusammenhängen also folgende Auswirkungen der Geldpolitik auf die Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g(t)$ ):

<sup>10</sup> In der Literatur wird von einer Hyperinflation gesprochen, wenn die monatliche Inflationsrate 50 Prozent und mehr beträgt (vgl. Illing 2016: 3).

- Wenn die Zentralbank durch eine **expansive Geldpolitik** die Zinsen im Inland reduziert bzw. niedrig hält und dabei gleichzeitig das gesamtwirtschaftliche Preisniveau nur moderat steigen lässt, wirkt sich dies tendenziell positiv auf die Wachstumsrate **g(t)** aus.
- Wenn die Zentralbank durch eine **restriktive Geldpolitik** die Inflationsrate reduzieren will, wirkt sich dies über nachlassende Investitionen tendenziell **negativ** auf die Wachstumsrate **g(t)** aus.
- Bei einer **zu hohen Inflationsrate**, die sich bei einer expansiven Geldpolitik auch ergeben kann, kommt es zu Kaufkraftverlusten, zum Verlust der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und möglicherweise zur Kapitalflucht. Alle diese Entwicklungen wirken sich **negativ** auf die Wachstumsrate **g(t)** aus.

Mit dieser Beeinflussung der Wachstumsrate des nominalen BIP  $g(t)$  beeinflusst die Zentralbank wiederum über die durch die Gleichung (3') beschriebenen definitorischen Zusammenhänge die Höhe der Staatsschuldenquote und mit ihr die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen.

### 5.3.2 Einfluss der Fiskalpolitik auf das Wirtschaftswachstum

Eine kreditfinanzierte **Erhöhung** der **staatlichen Ausgaben** wirkt sich unmittelbar auf die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage aus. Wenn der Staat seine Ausgaben für den Straßenbau oder die Digitalisierung der Schulen und der Verwaltung steigert, erhöht er die Nachfrage nach den damit verbundenen Sachgütern und Dienstleistungen. Dadurch steigert er das Wirtschaftswachstum nachfrageseitig. Auch eine kreditfinanzierte Steuersenkung wirkt nachfrageerhöhend, wenn die privaten Haushalte das daraus resultierende höhere verfügbare Einkommen für Konsumausgaben verwenden. Die Unternehmen, die die Produkte für diese Nachfragessteigerung herstellen, erhöhen folglich ihre Produktion und in der Regel auch ihre Beschäftigung. Für die davon betroffene Beschäftigten bedeutet dies eine Einkommenssteigerung, die die Konsumnachfrage zusätzlich erhöht. Die Wachstumsrate des nominalen BIP **g(t)** wird somit insgesamt **größer**.

Diese Zusammenhänge gehen auf die gesamtwirtschaftlichen Analysen von John Maynard Keynes zurück und werden daher auch als keynesianische Effekte bezeichnet. Das bedeutet, dass eine **Verringerung** der **staatlichen Ausgaben** für sich genommen einen **wachstumsdämpfenden** Effekt hat.

Allerdings gibt es auch einige wenige Beispiele, in denen eine Verringerung der staatlichen Ausgaben einen **positiven Wachstumseffekt** hat. Da diese Entwicklung den Resultaten der Analysen von Keynes widerspricht, handelt es sich um sogenannte **nicht-keynesianische Effekte**. Sie lassen sich wie folgt erklären (vgl. ausführlicher Petersen 2006):

- Eine Haushaltskonsolidierung über Ausgabenkürzungen führt bei den privaten Haushalten zu der Erwartung, dass zukünftig die Steuern gesenkt werden, weil der Staat in der Zukunft weniger Gelder zur Finanzierung seiner Zinsausgaben und Tilgungszahlungen benötigt. Damit erhöht sich das **permanente verfügbare Einkommen** der privaten Haushalte, sodass schon in der Gegenwart die Konsumnachfrage steigt. Grund dafür ist die empirisch belegte Theorie der **Konsumglättung**, die besagt, dass private Haushalte ihre „Konsumententscheidung am Lebenszeiteinkommen ausrichten“ (SVR 2013: 132).
- Die Unternehmen haben wegen der steigenden Konsumnachfrage einen Anreiz, ihre **Investitionen zu erhöhen**.
- Infolge der zunehmenden Konsumnachfrage und Investitionstätigkeiten steigt die **Beschäftigung** sowohl in der Konsumgüterindustrie als auch in der Investitionsgüterindustrie, was sich positiv auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Beschäftigung auswirkt.

Insgesamt führt die Haushaltskonsolidierung somit zu einem höheren Wachstum des BIP und zu mehr Beschäftigung. Kurz gefasst treten nicht-keynesianische Effekte auf, wenn durch die Konsolidierung das **Vertrauen** der Konsumenten und Konsumentinnen sowie der Unternehmen in die positive zukünftige wirtschaftliche Entwicklung **zunimmt**. Diese Erwartungsbildung sorgt für mehr Konsum, also auch für mehr Produktion und Beschäftigung.

Die **empirische Relevanz** der nicht-keynesianischen Effekte ist jedoch gering. Zwar gibt es einige Fälle, in denen eine Staatsausgabenreduzierung tatsächlich das BIP erhöhte. Als „klassische“ Lehrbuchbeispiele gelten die

Erfahrungen aus Dänemark (Konsolidierungsphase 1983–1986) und Irland (Konsolidierungsphase 1986–1989) (vgl. Prammer 2004: 43). Allerdings treten die wachstumsfördernden Effekte in der Regel erst mittelfristig auf. In der kurzen Frist reduzieren fast alle Konsolidierungsmaßnahmen die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage und wirken sich daher negativ auf das BIP aus (vgl. SVR 2013: 136). Dies gilt insbesondere in Rezessionsphasen, in denen staatliche Ausgaben eine höhere Bedeutung für das Wirtschaftswachstum haben als in Phasen mit einem stabilen BIP-Wachstum (vgl. SVR 2013: 142).

Wegen der hohen Bedeutung der Staatsausgaben in Krisenzeiten ist daher in einer wirtschaftlichen Schwäche-phase **per saldo** mit einem **Rückgang** von Produktion, Beschäftigung und **BIP** zu rechnen, wenn der **Staat** seine **Ausgaben reduziert**, sodass die Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g(t)$ ) geringer wird.

## 5.4 Folgen einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik

Die Ausführungen des Abschnitts 5 haben gezeigt, dass eine geld- oder fiskalpolitische Maßnahme zahlreiche makroökonomische Auswirkungen hat. Die gegenwärtige weltwirtschaftliche Lage zeichnet sich durch zwei grundsätzliche Tendenzen aus:

- Mit dem Ausbruch der Coronapandemie haben alle Volkswirtschaften erhebliche Anstrengungen unternommen, um in ihrem Land die Produktion und die Beschäftigung zu stabilisieren. Die **expansive** Geld- und Fiskalpolitik hat die wirtschaftlichen Einbrüche abgemildert. Allerdings hat diese Stabilisierung zwei gravierende Nebeneffekte: Die **Schulden der Staaten** sind erheblich **gestiegen** und die starke Geldmengenausweitung stellt die monetäre Basis für hohe und **steigende Inflationsraten** dar.
- Der Anstieg der Staatsschulden und der wachsende Inflationsdruck haben zur Folge, dass sowohl bei der Geldpolitik als auch bei der Fiskalpolitik ein restriktiver Kurs immer wahrscheinlicher wird. Eine **restriktive Geldpolitik** dient dem Ziel, dem Anstieg der Verbraucherpreise entgegenzuwirken. Die **restriktive Fiskalpolitik** soll den Anstieg der Staatsschulden bremsen.

Beide Maßnahmen sind isoliert betrachtet geeignet, die damit angestrebten Ziele zu erreichen. Die skizzierten Wechselwirkungen können diese Zielerreichung jedoch gefährden oder sogar verhindern. Dabei sind die Auswirkungen auf das Ziel der **Preisniveaustabilität** relativ gut durch die Zentralbank und die Geldpolitik steuerbar, denn eine restriktive Fiskalpolitik unterstützt die Preisniveaustabilität: Eine Reduzierung der staatlichen Ausgaben dämpft die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage. Das hat eine **inflationsreduzierende** Wirkung.

Problematischer sind die Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik auf die Höhe der **staatlichen Schulden** sowie auf das **nominale BIP** – und damit auf die **Staatsschuldenquote**:

- Der mit einer **restriktiven Geldpolitik** verbundene **Zinsanstieg** kann zu einem Anstieg der Staatsschuldenquote führen: Höhere Zinsen reduzieren die Investitionen und erhöhen über ein sinkendes BIP die Staatsschuldenquote. Steigende Zinsausgaben bedeuten höhere Staatsausgaben, die ohne eine Ausgabenreduzierung oder Einnahmeerhöhung an anderer Stelle ein bestehendes staatliches Finanzierungsdefizit erhöhen und damit auch die Schulden des Staates steigen lassen. Die zinsinduzierte Aufwertung der heimischen Währung reduziert die Exporte und erhöht die Staatsschuldenquote wegen des sinkenden BIP.
- Der mit der **restriktiven Geldpolitik** verbundene **Rückgang** des gesamtwirtschaftlichen **Preisniveaus** hat unterschiedliche Auswirkungen auf die staatlichen Schulden. Der mit einem geringeren Preisniveau verbundene Anstieg des Reallohns reduziert die Beschäftigung. Das wirkt sich negativ auf das BIP aus, wodurch die Staatsschuldenquote steigt. Die geringeren Preise im Inland steigern die Exporte des Inlands. Das erhöht das BIP und senkt für sich genommen die Staatsschuldenquote. Dieser Wettbewerbsvorteil kann jedoch durch eine Aufwertung der heimischen Währung gedämpft werden. Ein sinkendes gesamtwirtschaftliches Preisniveau erhöht die Kaufkraft der Haushaltseinkommen. Dies kann

die Konsumgüternachfrage erhöhen, was zu einem steigenden BIP führt und die Staatsschuldenquote reduziert.

- Die mit einer **restriktiven Fiskalpolitik** einhergehende Staatsausgabenreduzierung hat unterschiedliche Auswirkungen auf die Staatsfinanzen. Geringere Staatsausgaben bedeuten geringere staatliche Defizite und verringern so die Staatsschulden. Wenn der Staat seine Schulden über geringere Ausgaben reduziert, sinkt die Gefahr, dass der Staat seinen Kreditverpflichtungen nicht nachkommen kann. Die Risikoprämien für staatliche Anleihen gehen zurück und damit sinken auch die Zinsausgaben des Staates. Die Folge ist eine Verringerung der staatlichen Schulden. Die Auswirkungen der Staatsausgabenverringering auf das BIP sind in einer wirtschaftlichen Schwächephase negativ, d. h. geringere Staatsausgaben bewirken einen Rückgang von Produktion, Beschäftigung und BIP. Dieser BIP-Rückgang erhöht die Staatsschuldenquote.

Übersichtsartig werden diese Wechselwirkungen in Abbildung 3 dargestellt. Bei einer **Gesamtabwägung** der Wirkungen einer **restriktiven Geldpolitik** überwiegen die **staatsschuldenerhöhenden** Effekte (vor allem wegen der höheren Zinsausgaben, der wachstumsdämpfenden Effekte der geringeren Investitionen und des aufwertungsbedingten Exportrückgangs). Bei der **restriktiven Fiskalpolitik** überwiegt **kurzfristig** – wegen der großen Bedeutung der staatlichen Nachfrage für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auch für das BIP in einer wirtschaftlichen Schwächephase – ebenfalls der **staatsschuldenerhöhende** Effekt.

Abbildung 3: **Kurzfristige Auswirkungen einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik auf die Staatsschuldenquote**

Maßnahme	Wirkungszusammenhänge	Auswirkung auf Staatsschuldenquote
restriktive Geldpolitik	Zins ↑ ⇒ Investitionen ↓ ⇒ BIP ↓	↑
	Zins ↑ ⇒ staatliche Zinsausgaben ↑	↑
	Zins ↑ ⇒ Aufwertung ⇒ Exporte ↓ ⇒ BIP ↓	↑
	Preisniveau ↓ ⇒ Reallohn ↑ ⇒ Beschäftigung ↓ ⇒ BIP ↓	↑
	Preisniveau ↓ ⇒ Exporte ↑ ⇒ BIP ↑	↓
	Preisniveau ↓ ⇒ Konsumgüternachfrage ↑ ⇒ BIP ↑	↓
<b>Gesamteffekt einer restriktiven Geldpolitik</b>		<b>↑</b>
Staatsausgaben-senkung	Güternachfrage ↓ ⇒ Produktion ↓ ⇒ BIP ↓	↑
	staatliches Finanzierungsdefizit ↓	↓
	Risikoprämie auf Staatsanleihen ↓ ⇒ staatliche Zinsausgaben ↓	↓
<b>Gesamteffekt einer restriktiven Fiskalpolitik</b>		<b>↑</b>

Quelle: Eigene Darstellung. | BertelsmannStiftung

**Langfristig** überwiegen bei einer restriktiven Fiskalpolitik hingegen die **staatsschuldensenkenden** Effekte, also der Umstand, dass die jährlichen Finanzierungsdefizite geringer werden (oder es sogar zu Überschüssen kommt) und dass die Risikoprämien, die Anleger:innen verlangen, wenn sie dem Staat Geld leihen, ebenfalls geringer werden. Voraussetzung ist jedoch, dass die anfänglichen Staatsausgabenreduzierungen nicht so groß sind, dass sie das wirtschaftliche Wachstum „abwürgen“ – in diesem Fall käme es zu einer längeren Phase mit Produktions- und Beschäftigungsrückgängen. Deren Folge sind höhere Staatsausgaben im Kontext der Arbeitslosigkeit, geringere Staatseinkünfte infolge der geringeren wirtschaftlichen Aktivitäten und ein Rückgang des BIP – alles Entwicklungen, die die Staatsschuldenquote ansteigen lassen.

## 6 Aktuelle wirtschaftspolitische Lage und Handlungsbedarfe

Nach der **Lehman-Pleite** im September 2008 haben viele Zentralbanken ihren Leitzins drastisch gesenkt, um über die daraus resultierende Verringerung des inländischen Zinsniveaus die Investitionen und die kreditfinanzierten Güterkäufe anzukurbeln und damit den Wirtschaftseinbruch abzumildern. Zudem wurden die Geldmengen, die der Wirtschaft zur Verfügung stehen, erhöht (sogenanntes Quantitative Easing, kurz: QE). Die Ausweitung der Liquidität diente dem Ziel, den Unternehmen ausreichend Liquidität zu gewähren, um eine

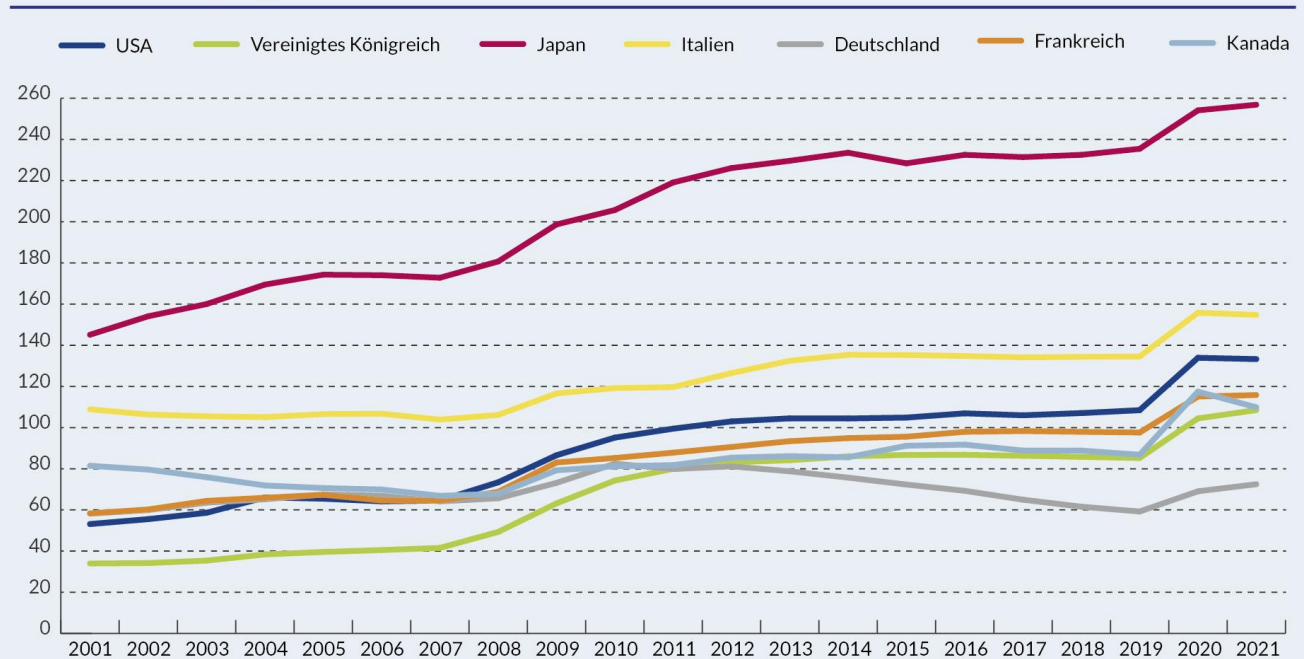
krisenbedingte Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden. Gleichzeitig wurden staatliche Konjunkturprogramme aufgelegt, um über die damit verbundene höhere Güternachfrage Produktion und Beschäftigung in den Unternehmen zu sichern. Die Folge waren steigende Staatsschulden.

Mit der wirtschaftlichen Erholung nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise wurden die staatlichen Ausgaben wieder zurückgefahren, was zu einer Entspannung der staatlichen Finanzen führte.<sup>11</sup> Die Leitzinsen der Zentralbanken blieben jedoch vielfach auf dem erreichten niedrigen Niveau.<sup>12</sup> Die Ausweitung der Geldmenge durch den Kauf von Anleihen wurde jedoch gedämpft.

Mit dem Ausbruch der **Coronapandemie** im Frühjahr 2020 wiederholte sich dieses wirtschaftspolitische Handlungsmuster. Da die Leitzinsen jedoch bereits sehr niedrig waren, wählten die Zentralbanken in noch stärkerem Umfang als in der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 das geldpolitische Instrument des Quantitative Easing. Das bedeutet, dass die Zentralbanken Staats- und ggf. auch Unternehmensanleihen kaufen. Durch den Ankauf dieser Wertpapiere wird Geld in die Wirtschaft gepumpt. Die Staaten legten erneut kreditfinanzierte Konjunkturpakete auf, die jedoch vom Volumen spürbar größer ausfielen – und immer noch ausfallen – als in der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09.

Das Ergebnis dieser Wirtschaftspolitik ist ein starker Anstieg der Staatsschuldenquoten. Dies zeigt sich exemplarisch an der Staatsschuldendynamik der **G7-Staaten** zwischen 2001 und 2021 (siehe Abb. 4).

Abbildung 4: Entwicklung der Staatsschulden in Relation zum BIP in den G7-Staaten zwischen 2001 und 2021, Angaben in Prozent des BIP



Quelle: IMF World Economic Outlook Database, Oktober 2021, Download der Daten am 14.1.2022.

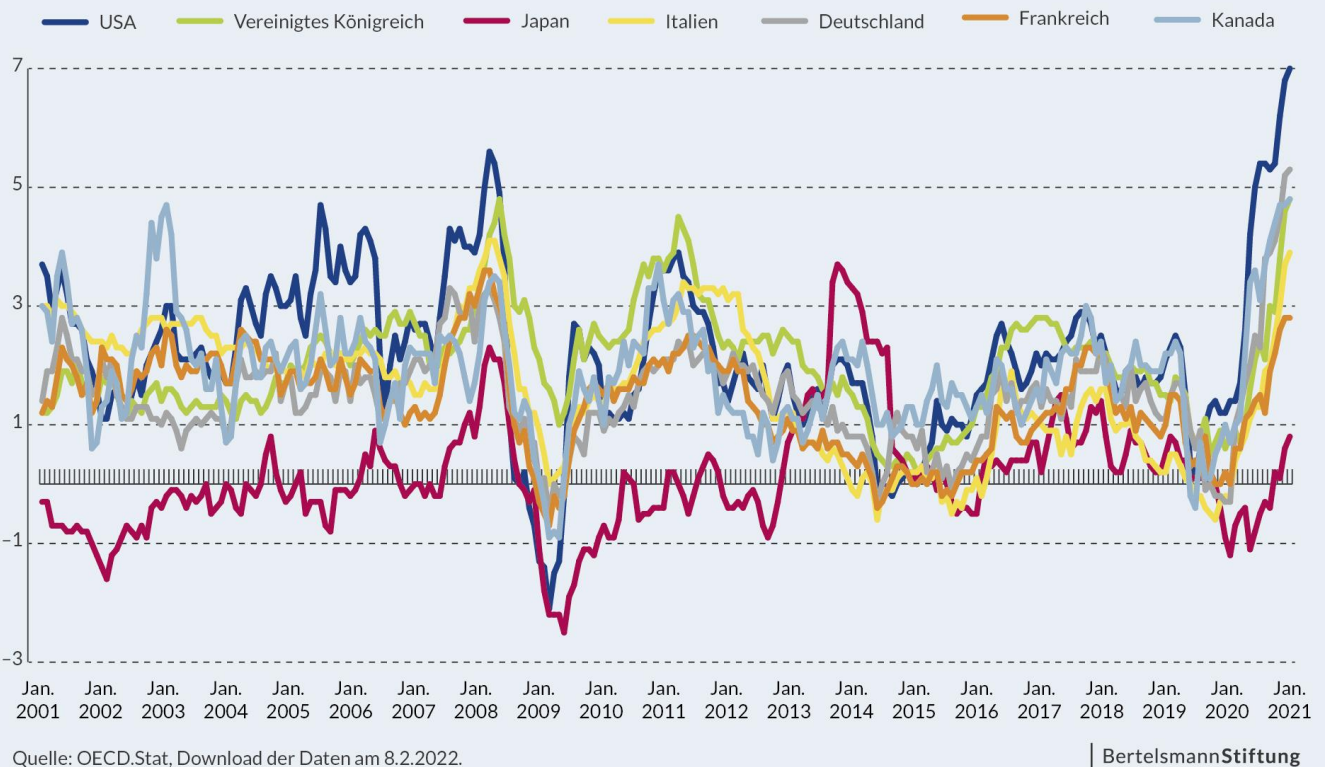
| BertelsmannStiftung

<sup>11</sup> Einschränkung ist jedoch darauf hinzuweisen, dass der Ausstieg aus der expansiven Fiskalpolitik in den südeuropäischen Volkswirtschaften kritisch zu betrachten ist, weil vor allem die Staatsausgabenkürzungen dort die wirtschaftliche Erholung gestoppt haben. Die Folge ist ein niedriges Wirtschaftswachstum, das sich nicht nur negativ auf die Beschäftigung und die Einkommen auswirkt, sondern über ein geringes nominales BIP auch die Staatsschuldenquote erhöht (vgl. zur Diskussion der Austeritätspolitik exemplarisch Engler und Klein 2017).

<sup>12</sup> Die Beibehaltung der niedrigen Zinsen ist vor allem darauf zurückzuführen, dass ein Rückgang der Investitionen und damit auch des Wirtschaftswachstums verhindert werden sollte. Nach der geplatzten Dotcom-Blase Anfang der 2000er-Jahre hatte vor allem die US-Notenbank ihre Leitzinsen ab 2004 sukzessive erhöht. Das war letztendlich der Auslöser für das Platzen der US-Immobilienblase, die über die Lehman-Pleite die globale Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 auslöste.

Ein Anstieg der Verbraucherpreise ist allerdings erst seit der zweiten Jahreshälfte 2021 erkennbar. Exemplarisch zeigt sich dies an der Entwicklung der monatlichen Inflationsraten in den G7-Staaten zwischen 2001 und 2021. Hier ist jedoch zu berücksichtigen, dass dieser Anstieg der Verbraucherpreise maßgeblich von höheren Rohstoffpreisen – allen voran für **Energie** wie Erdöl und Gas – sowie internationalen Lieferkettenengpässen getrieben wird.

Abbildung 5: **Veränderungen der monatlichen Verbraucherpreise im Vergleich zum gleichen Monat des Vorjahres in den G7-Staaten zwischen Januar 2001 und Dezember 2021, Angaben in Prozent**



Wie Abbildung 5 zeigt, ist der Anstieg der Verbraucherpreise in den USA momentan am stärksten. Daher ist dort auch zuerst ein Einstieg in eine restriktivere Geldpolitik zu erwarten.

## 6.1 Nahende Zinswende in den USA

Wegen der steigenden Verbraucherpreise in den USA hat die amerikanische Zentralbank (das Federal Reserve System, häufig Federal Reserve bzw. kurz: Fed) bereits angekündigt, im Jahr 2022 nicht nur das Ausmaß der Anleihenkäufe zu reduzieren, sondern auch den US-Leitzins zu erhöhen.

Mit diesem Einstieg in eine restriktivere Geldpolitik sind jedoch potenziell die beschriebenen negativen Auswirkungen auf Produktion, Beschäftigung und Wachstum für die US-Wirtschaft verbunden. Hinzu kommen die negativen Folgen für die staatlichen Finanzen in Form der höheren staatlichen Zinsausgaben. Dennoch hat sich die Fed für diesen geldpolitischen Kurs entschieden. Dafür gibt es im Kern zwei Ursachen.

**Erstens** entwickelt sich die US-Wirtschaft dynamischer als die Wirtschaft der Eurozone. Der Blick auf die Veränderungsraten des realen BIP in beiden Volkswirtschaften zeigt: 2018 und 2019 waren die amerikanischen Wachstumsraten größer als die der Eurozone. Der Einbruch des realen BIP war 2020 in den USA nur halb so hoch wie in der Eurozone. Für die Jahre 2021 und 2022 fallen die Schätzungen bezüglich der wirtschaftlichen



Erholung für die USA stärker aus als für die Eurozone. Ein zentraler Grund für das stärkere Wachstum der amerikanischen Wirtschaft liegt in den enormen **staatlichen Konjunkturpaketen**, die zur Stabilisierung der US-Wirtschaft verabschiedet wurden. Sie treiben jedoch auch die Staatsschulden der USA in die Höhe.

Abbildung 6: **Veränderung des realen BIP in den USA und der Eurozone zwischen 2015 und 2022** (Daten ab 2021: Schätzungen), Angaben in Prozent



Quelle: IMF World Economic Outlook Database, Oktober 2021, Download der Daten am 14.1.2022.

| BertelsmannStiftung

Der Umstand der größeren wirtschaftlichen Dynamik in den USA lässt die negativen Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik weniger stark ausfallen: Wenn die amerikanische Wirtschaft bereits stark wächst, fällt der **Investitionsrückgang**, der sich aus einem Zinsanstieg in den USA ergibt, weniger stark ins Gewicht. Die US-Wirtschaft kann daher die wachstumsdämpfende Wirkung höherer Zinsen besser verkraften als die Eurozone.

Zudem bewirkt das starke Wirtschaftswachstum, dass es ein **hohes Beschäftigungsniveau** in den USA gibt. Auch das macht es leichter, mit den wachstumsdämpfenden Effekten einer Zinserhöhung umzugehen. Abgesehen von einer kurzen Phase zu Beginn der Coronapandemie, war die amerikanische **Arbeitslosenquote** sowohl vor als auch nach dieser Phase spürbar geringer als in der Eurozone (siehe Abb. 7). Die Belastung des Arbeitsmarktes, die mit einer restriktiven Geldpolitik verbunden ist, ist daher in den USA geringer als in der Eurozone.

Abbildung 7: **Monatliche Arbeitslosenquote in den USA und der Eurozone zwischen Januar 2019 und Dezember 2021, Angaben in Prozent**



Quelle: Eurostat, Download der Daten am 8.2.2022.

| BertelsmannStiftung

Der hohe Beschäftigungsgrad in den USA hat zudem die Konsequenz, dass es bei steigenden Verbraucherpreisen eher zu einer **Lohn-Preis-Spirale** kommt, die dann die Inflation in den USA weiter anheizen würde: Wenn die Verbraucherpreise stark ansteigen, reduziert das die Kaufkraft der Lohneinkommen. Die Arbeitnehmer:innen werden daraufhin ihre Forderungen bezüglich der Nominallohnsteigerungen an diese Inflationsrate anpassen und entsprechend hohe Nominallohnzuwächse fordern. Die damit verbundene Steigerung der Produktionskosten wird von den Unternehmen durch weitere Preissteigerungen auf die Verbraucher:innen überwältigt, und diese Preissteigerungen führen wiederum zu entsprechenden Nominallohnsteigerungen. Die **Inflation verfestigt** sich dann.

Ob Arbeitnehmer:innen ihre Lohnforderungen tatsächlich durchsetzen können, hängt maßgeblich von der Höhe der Arbeitslosigkeit ab: Wenn es viele Arbeitslose gibt – und damit viele Menschen, die einen Job suchen und dafür ggf. geringere Löhne akzeptieren –, wird es für die Beschäftigten schwierig, ihre Forderungen durchzusetzen. Wenn Arbeitskräfte hingegen knapp sind, stärkt das die Verhandlungsposition der Beschäftigten. Um also bei dem derzeit hohen Beschäftigungsgrad in den USA eine Lohn-Preis-Spirale zu verhindern, ist eine restriktive Geldpolitik der Fed notwendig. In der Eurozone ist dieser Handlungsdruck geringer.

**Zweitens** haben die USA den Vorteil, mit dem US-Dollar über die derzeit einzige globale Leitwährung zu verfügen. Das erleichtert dem amerikanischen Staat die Aufnahme von Krediten: Mit dem US-Dollar als internationaler Leitwährung ist dem **Staat** eine nahezu grenzenlose **Verschuldung** möglich. Da Anleger:innen im Rest der Welt den US-Dollar als „sicheren Hafen“ für ihre Ersparnisse nutzen,<sup>13</sup> streben sie den Erwerb von amerikanischen Vermögensgegenständen wie zinsbringenden Wertpapieren an. Dies bedeutet eine hohe Nachfrage nach **US-Schuldverschreibungen**. Amerikanische Wirtschaftsakteure und -akteurinnen, die Kredite benötigen – also vor allem der amerikanische Staat und US-Unternehmen –, können sich diese Kredite daher leicht verschaffen. Das

<sup>13</sup> Das Argument des „sicheren Hafens“ gilt in etwas abgeschwächter Form auch für einige andere westliche Industrienationen, allen voran Deutschland und die Schweiz. Auch hier vertrauen die internationalen Anleger:innen darauf, dass sie ihr dem Staat geliehenes Geld zurückerhalten. Allerdings sind derzeit weder der Euro noch der Schweizer Franken eine globale Leitwährung.

bedeutet auch, dass die zu zahlenden Zinsen relativ niedrig sind. Für den amerikanischen Staat hat das erhebliche Vorteile: Trotz des Zinsanstiegs, der mit einer restriktiven Geldpolitik verbunden ist, und des daraus resultierenden Anstiegs der staatlichen Verschuldung droht dem Staat kein automatischer Verlust an Bonität. Daher sind auch keine großen Anstiege bei den Risikoprämien für US-Staatsanleihen zu befürchten. Der Anstieg der Zinsausgaben bleibt daher überschaubar, sodass auch der dadurch ausgelöste Anstieg der staatlichen Schulden moderat ausfällt.<sup>14</sup>

Im Ergebnis hat die Kombination aus einer höheren wirtschaftlichen Dynamik mit dem Verfügen über die derzeit einzige globale Leitwährung für die USA zwei zentrale Konsequenzen hinsichtlich der Geldpolitik der Fed: **Ers-**tens ist der Inflationsdruck in den USA wegen des stärkeren Wirtschaftswachstums höher als in der Eurozone, sodass die Notwendigkeit einer restriktiven Geldpolitik in den USA größer ist als in Europa. **Zweitens** sind die negativen Folgen einer restriktiven Geldpolitik – also der wachstumsdämpfende Effekt und der staatsschuldenerhöhende Effekt – in den USA geringer als in der Eurozone. Daraus folgt, dass die Fed – wie eingangs erwähnt – eher als die EZB die Anleihenkäufe zurückfahren und den Leitzins erhöhen kann und wird.

## 6.2 Fiskalische Dominanz in der Eurozone

In der Eurozone ist eine Leitzinserhöhung nicht nur wegen der geringeren wirtschaftlichen Dynamik im Durchschnitt aller Eurozonen-Mitgliedstaaten gegenwärtig weniger wahrscheinlich als in den USA. Hinzu kommt, dass die schwächere wirtschaftliche Dynamik mit höherer Arbeitslosigkeit in der Eurozone auch noch eine erhebliche Heterogenität aufweist. Dies zeigt sich exemplarisch beim Vergleich von **vier südeuropäischen** mit **drei westeuropäischen** Mitgliedstaaten der Eurozone anhand ausgewählter makroökonomischer Daten (siehe Abb. 8). Hier werden deutliche **Unterschiede** zwischen den betrachteten Volkswirtschaften sichtbar:

- Der **Wirtschaftseinbruch** im Jahr 2020 war in den vier südeuropäischen Volkswirtschaften spürbar größer als in Deutschland, Österreich und den Niederlanden. Das Wachstum der Jahre 2021 und 2022 reicht in den südeuropäischen Staaten nicht aus, um diesen Nachteil zu kompensieren. Über alle drei Jahre gesehen ist der durchschnittliche Zuwachs des realen BIP – mit Ausnahme von Griechenland – nur halb so hoch wie in Deutschland und den Niederlanden. Zudem ist die **Arbeitslosigkeit** in den vier südeuropäischen Ländern spürbar höher als in den anderen drei Ländern.
- Die geringere wirtschaftliche Dynamik hat zur Folge, dass die Nachfragezuwächse geringer ausfallen und der **Inflationsdruck** in Südeuropa somit geringer ist (mit Ausnahme von Spanien).
- Die **staatlichen Schulden** haben in den vier südeuropäischen Ländern wesentlich höhere Werte als in den drei Vergleichsländern.

---

<sup>14</sup> Einschränkung ist darauf hinzuweisen, dass eine steigende Inflationsrate die Zinsen auch für den amerikanischen Staat erhöht, weil die Anleger:innen für den inflationsbedingten Kaufkraftverlust eine Kompensation in Form eines höheren Nominalzinssatzes fordern.

Abbildung 8: Makroökonomische Kernindikatoren ausgewählter Länder der Eurozone und der gesamten Eurozone

	Monatliche Inflationsrate			Jährliche BIP-Veränderung				ALQ	Staatl. SQ
	Okt. 2021	Nov. 2021	Dez. 2021	2020	2021	2022	Durchschnitt	Dez. 2021	2021
Griechenland	3,4	4,8	5,1	-8,2	6,5	4,6	1,0	12,7	206,7
Italien	3,0	3,7	3,9	-8,9	5,8	4,2	0,4	9,0	154,8
Portugal	1,8	2,6	2,7	-8,4	4,4	5,1	0,4	5,9	130,8
Spanien	5,4	5,5	6,6	-10,8	5,7	6,4	0,4	13,0	120,2
<b>Eurozone</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>-6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,3</b>	<b>1,0</b>	<b>7,0</b>	<b>96,3</b>
Österreich	3,7	4,3	4,3	-6,2	3,9	4,5	0,7	4,9	84,2
Deutschland	4,5	5,2	5,3	-4,6	3,1	4,6	1,0	3,2	72,5
Niederlande	3,4	5,2	5,7	-3,8	3,8	3,2	1,0	3,8	58,1

Erläuterungen und Quellen: Inflationsrate, definiert als Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahresmonat, Angaben in Prozent: OECD. Stat (Download der Daten am 8.2.2022), Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahr, Angaben in Prozent (Daten für 2021 und 2022: Schätzungen), und Staatsschuldenquote (SQ), definiert als Relation staatlicher Schulden zum BIP, Angaben in Prozent (Schätzungen): IMF World Economic Outlook Database, Oktober 2021 (Download der Daten am 15.1.2022), Arbeitslosenquote (ALQ), Angaben in Prozent: Eurostat (Download der Daten am 8.2.2022).

| BertelsmannStiftung

Diese Unterschiede haben zur Folge, dass die **Notwendigkeit** einer **restriktiven Geldpolitik** und deren **Auswirkungen** für diese Eurozonen-Länder ebenfalls sehr unterschiedlich sind:

- In den südeuropäischen Volkswirtschaften ist der **Inflationsdruck** gegenwärtig noch nicht so groß wie in den stärker wachsenden westeuropäischen Volkswirtschaften.
- Die geringere Wachstumsdynamik lässt erwarten, dass die südeuropäischen Volkswirtschaften weniger gut mit einem **Zinsanstieg** und dessen **wachstumsdämpfenden Effekten** umgehen können als die westeuropäischen Länder.
- Besonders gravierend sind die signifikant **höheren Staatsschuldenquoten** in Südeuropa. Für die vier dort gelegenen Länder bedeutet ein Zinsanstieg eine wesentlich höhere Belastung mit Blick auf die **Erhöhung der Zinsausgaben** als in den drei Vergleichsländern. Daher verstärkt eine restriktive Geldpolitik den Anstieg der staatlichen Schulden in den südeuropäischen Ländern. Das verschlechtert die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den südeuropäischen Staaten. Dort droht ein Anstieg der **Risikoprämien**, der die Schuldenproblematik verschärft – vor allem, weil der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik für diese Länder auch wegen der nach wie vor nur schwachen wirtschaftlichen Entwicklung zu früh kommt.

Für die EZB ergibt sich daraus eine erhebliche **Herausforderung**: Wenn sie die Auswirkungen einer Leitzinserhöhung auf die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in ihr Entscheidungskalkül einbezieht, muss sie die staatlichen Schulden **aller 19 Eurozonen-Staaten** berücksichtigen. Dabei gilt: Wenn einer dieser Staaten seine Bonität verliert, droht dort ein Staatsbankrott, der historisch gesehen auch immer negative realwirtschaftliche Dominoeffekte für das betreffende Land nach sich zieht, also einen Rückgang von Produktion, Beschäftigung und Einkommen. Bei großen Volkswirtschaften wie z. B. Italien wirkt sich dieser Wirtschaftseinbruch auch auf die Eurozonen-Länder aus, die enge wirtschaftliche Verflechtungen mit Italien haben.

Gleichzeitig könnte der Bankrott eines Staates der Eurozone zu der Erwartung bzw. Befürchtung führen, dass auch andere Eurozonen-Länder zahlungsunfähig werden könnten. Diese Unsicherheit kann dazu führen, dass auch diesen Ländern keine weiteren Kredite mehr gewährt werden – und wenn, dann nur zu höheren Zinsen,

was die Schuldendynamik verschärfen würde. Damit würde die gesamte Eurozone unter Druck geraten.<sup>15</sup> Während also die **Fed** ihre Geldpolitik an der **durchschnittlichen** Entwicklung aller **US-Bundesstaaten** ausrichten kann, muss sich die **EZB** letztendlich am **schwächsten Eurozonen-Land** orientieren. Erst wenn in allen 19 Eurozonen-Ländern die wirtschaftliche Dynamik stark genug ist, dass Zinssteigerungen den Aufschwung nicht abwürgen, kann eine Erhöhung des Leitzinses erfolgen.<sup>16</sup> Dann aber kann es in den stark wachsenden Ländern der Eurozone bereits zu hohe Inflationsraten geben. Hier gibt es einen **Zielkonflikt**, der sich nicht auflösen lässt.

Erschwerend kommt hinzu, dass eine **Erhöhung des US-Leitzinses** ebenfalls Einfluss auf die Geldpolitik der EZB hat:

- Wenn die Fed ihren Leitzins erhöht, führt das zu einem Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Zinsniveaus in den USA. Weltweit wird es für Anleger:innen attraktiver, ihr **Geld** in den **USA anzulegen** und so von höheren Zinsen zu profitieren.
- Das bedeutet gleichzeitig, dass die Anleger:innen – europäische ebenso wie amerikanische und andere nicht europäische – ihr Geld aus der Eurozone abziehen. Der **Kapitalabzug** aus Europa verringert das Kapital- und damit auch das Kreditangebot in der Eurozone. Sofern die Kreditnachfrage unverändert bleibt, bewirkt die Angebotsverknappung von Krediten einen **Zinsanstieg** in der Eurozone – ohne eine Erhöhung des Leitzinses durch die EZB.
- Diesem Zinsanstieg kann die **EZB** entgegenwirken, indem sie ihrerseits das **Kreditangebot erhöht**. Das bedeutet eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge, also eine expansive Geldpolitik mit niedrigen Zinsen und inflationären Tendenzen. Allerdings ist nicht garantiert, dass diese zusätzliche Liquidität auch tatsächlich in der Eurozone verbleibt: Weltweit agierende Anleger:innen können sich in der Eurozone Geld zu niedrigen Zinsen leihen, diese Euro in US-Dollar umtauschen und damit zinstragende Wertpapiere in den USA erwerben. Diese Anlagestrategie, bei der internationale Zinsunterschiede ausgenutzt werden, wird als **Carry Trade** oder auch als Currency Carry Trade bezeichnet. Ihre Anwendung kann dazu führen, dass die EZB zwar permanent ihre Geldmenge erhöht, aber die Zinsen in der Eurozone dennoch steigen, weil das Geld in die USA fließt. Der wachstumsdämpfende und staatsschuldenerhöhende Zinsanstieg kann dann nicht verhindert werden. Immerhin ist in diesem Fall nicht mit inflationserhöhenden Entwicklungen in der Eurozone zu rechnen, weil das Geld der Zentralbank gar nicht in der Eurozone für den Kauf von Konsum- und Investitionsgütern verwendet wird.
- Will die EZB diesen Kapitalabzug aus Europa verhindern, muss sie also ihrerseits den **Leitzins erhöhen**. Der Druck auf die EZB steigt, wenn die Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone größer wird.

In jedem Fall kommt es also früher oder später in der **Eurozone** als Reaktion auf die Leitzinserhöhung in den USA zu einem **Zinsanstieg** – mit den beschriebenen negativen Effekten für Wachstum, Beschäftigung und die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen.

Die Frage ist lediglich, wie lange und mit welchen Mitteln sich die EZB diesem Zinsanstieg entgegenstemmt. Die Antwort auf diese Frage hängt im Kern davon ab, wie stark die EZB auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen Rücksicht nimmt – d. h. wie lange sie die **fiskalische Dominanz** akzeptiert bzw. akzeptieren muss, um ein Ende des Euros zu verhindern.

<sup>15</sup> Um diese Entwicklung zu verhindern, gibt es den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Der ESM ist eine Art Europäischer Währungsfonds, der seine Arbeit im Herbst 2012 aufnahm. In Finanzierungsschwierigkeiten geratene Staaten können sich – unter Einhaltung wirtschaftspolitischer Auflagen – bei ihm Geld leihen, um so zahlungsfähig zu bleiben (vgl. Illing und König 2014: 554). Der ESM trägt der Gefahr Rechnung, dass die Zahlungsunfähigkeit eines Eurozonen-Mitglieds die Finanzstabilität der gesamten Eurozone in Bedrängnis bringen kann.

<sup>16</sup> Für die wirtschaftliche Entwicklung der gesamten Eurozone ist die wirtschaftliche Entwicklung kleiner Volkswirtschaften nur von geringer Bedeutung – eine wirtschaftliche Schwächephase in z. B. Estland oder Lettland hat nur geringe realwirtschaftliche Konsequenzen für die übrigen Eurozonen-Staaten. Eine drohende Zahlungsunfähigkeit der beiden genannten Länder könnte hingegen spürbare Folgen für die Finanzstabilität des Euros haben.

## 7 Wirtschaftspolitische Handlungsoptionen für die EU

Mit Blick auf die derzeit hohen Inflationsraten in **Europa** ist zwischen rein krisenbedingten Inflationsursachen auf der einen und monetären Ursachen auf der anderen Seite zu unterscheiden. Dies ist wichtig, um auch die wirtschafts- und geldpolitischen Optionen besser einordnen zu können, die geeignet sein könnten, um die angestrebte Preisniveaustabilität in Einklang mit den Zielen für Wachstum, Beschäftigung und die öffentlichen Finanzen zu bringen.

### 7.1 Coronabedingte Inflationsursachen

Die **krisenbedingten Gründe** für das starke Ansteigen der Verbraucherpreise in Europa – und auch in den USA – sind letztendlich auf die Coronapandemie zurückzuführen. Hier spielen vier zentrale Ursachen eine Rolle (vgl. Petersen 2021):

1. **Aufschwung mit steigenden Energiepreisen:** Unmittelbar nach Ausbruch der Coronapandemie in Europa und den USA wurden dort spürbar weniger Konsumgüter gekauft. Unternehmen passten sich an die Nachfragerückgänge an, verringerten ihre Produktion – und damit auch die Nachfrage nach Rohstoffen, besonders nach fossilen Brennstoffen. Entsprechend gingen die Rohstoffpreise mit Ausbruch der Coronapandemie zurück, vor allem im März und April 2020. Als die Preise mit dem wirtschaftlichen Aufschwung wieder stiegen, waren sie in den gleichen Monaten des Jahres 2021 deutlich höher. Das ist jedoch ein einmaliger Basiseffekt.
2. **Kräftiger weltweiter Nachfrageanstieg:** Der weltweite wirtschaftliche Aufholprozess seit Herbst 2020 führt zu einer höheren Nachfrage nach Rohstoffen und Vorleistungen, deren Preise deshalb steigen. Hinzu kommt, dass mit dem Ausbruch der Coronapandemie Vorleistungen aus China bzw. Asien ausblieben. Unternehmen in Europa, die mit Lagervorräten arbeiten, haben diese mittlerweile aufgebraucht. Die Wiederauffüllung dieser Vorräte bewirkt einen zusätzlichen Nachfrageschub nach Rohstoffen und Vorleistungen. Und auch die staatlichen Konjunkturpakete kurbeln die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage an und wirken damit inflationär.
3. **Fehlende Produktionskapazitäten:** Als die Güternachfrage mit Ausbruch der Coronapandemie absackte, haben viele Unternehmen weltweit ihre Produktionskapazitäten heruntergefahren, also auch Beschäftigte entlassen und Investitionen gedrosselt. Diese Kapazitäten lassen sich nicht immer von heute auf morgen wieder hochfahren, schließlich haben sich die Beschäftigten möglicherweise neue Jobs gesucht und stehen ihren ursprünglichen Arbeitgeber:innen somit nicht mehr zur Verfügung. Die Konsequenz: Das Angebot der Unternehmen kann nicht sofort an die höhere Nachfrage angepasst werden. Der daraus resultierende Nachfrageüberhang wirkt weltweit preisniveaue erhöhend.
4. **Störung der globalen Transportwege:** Selbst wenn Rohstoffe, Vorleistungen und Endprodukte bereitstehen, lassen sie sich nicht immer zeitnah dorthin transportieren, wo sie benötigt werden. Das betrifft allen voran die Verfügbarkeit von Containern: Besonders in Asien fehlen immer wieder Hafentarbeiter:innen wegen coronabedingter Quarantäne. Container werden nicht entladen und stehen deshalb nicht für weitere Transporte zur Verfügung. Das führt weltweit zu Lieferengpässen. Die Blockade des Suezkanals durch das Containerschiff „Ever Given“ im Frühjahr 2021 verschärfte diese Engpässe.

Diese Unterbrechungen der globalen Lieferketten durch Produktionsausfälle und Störungen der Transporte, die gegenwärtig für steigende Preise sorgen, sind ein temporäres Phänomen, das sich im Laufe des Jahres 2022 abschwächen sollte – sofern es nicht zu erneuten infektionsbedingten Störungen der Produktionsprozesse und Transportwege kommt. Die hohen monatlichen Inflationsraten des Winters 2021/22 sind folglich ein **vorübergehendes Phänomen**, das zwar auch noch in das Jahr 2022 hineinreicht, dann aber weiter nachlassen sollte. So geht die EU-Kommission in ihrer im November 2021 veröffentlichten Herbstprognose davon aus, dass die jährliche Inflationsrate der Eurozone nach 2,4 Prozent im Jahr 2021 auf 2,2 Prozent im Jahr 2022 und 1,4 Prozent im

Jahr 2023 zurückgeht (vgl. EU-Kommission 2021: 1). Für sich genommen dämpft das den Handlungsdruck der EZB.

Hinzu kommt, dass diese Preisniveausteigerungen primär von den **Rohstoff-** und **Energiepreisen** getrieben werden. Es handelt sich also um einzelne Preise (vor für allem Öl, Gas und Strom), die von der EZB nicht gesteuert werden können.

## 7.2 Monetäre Inflationsursachen

Daneben hat jedoch die lang anhaltende **expansive Geldpolitik** der EZB die **monetäre Basis** für inflationäre Prozesse geschaffen. Das macht früher oder später eine geldpolitische Reaktion der EZB erforderlich. Die vorangehenden Ausführungen haben jedoch gezeigt, in welchem **Dilemma** sich die EZB – anders bzw. zumindest stärker als die Fed – befindet:

- Will sie sich dem **Inflationsdruck** in den Eurozonen-Mitgliedstaaten mit einem hohen Wachstum und hohen Inflationsraten entgegenstemmen, erfordert das eine restriktive Geldpolitik, die das ohnehin schwache Wachstum in einigen anderen Volkswirtschaften der Eurozone abzuwürgen droht und gleichzeitig die dort vorherrschenden hohen Staatsschulden über höhere Zinsausgaben weiter in die Höhe zu treiben könnte.
- Sofern die betroffenen Staaten ihre Fiskalpolitik anpassen und daher eine **Austeritätspolitik** einschlagen, droht auch dies das Wachstum kurzfristig zu drosseln – was sich ebenfalls negativ auf die Entwicklung der Staatsschulden auswirkt.
- Durch die **Einbeziehung der Auswirkungen** ihrer Geldpolitik **auf die Staatsfinanzen** wird die Autonomie der EZB eingeschränkt.
- Die zu erwartende **Erhöhung der Leitzinsen** in den **USA** durch die Fed engt den Handlungsspielraum der EZB zusätzlich durch die beschriebenen Wechselwirkungen ein.

Der Umgang mit diesen Restriktionen und Zielkonflikten ist eine enorme Herausforderung für die Geldpolitik der EZB und die Fiskalpolitik der 19 Mitgliedstaaten der Eurozone. Bezüglich der Frage, wie die europäische Wirtschaftspolitik auf diese Herausforderung reagieren kann, ist zwischen kurz- und mittelfristigen Maßnahmen zu unterscheiden.

**Kurzfristig**, d. h. bis Ende 2022, ist davon auszugehen, dass die Fiskalpolitik der Eurozone auf unverändert niedrige Zinsen angewiesen ist. Das gilt insbesondere für die hoch verschuldeten südeuropäischen Volkswirtschaften mit einer hohen Arbeitslosigkeit. Dort würde ein Anstieg der Zinsen die Investitionen – und dadurch auch das Wirtschaftswachstum – schwächen und gleichzeitig die staatlichen Zinsausgaben erhöhen. Eine Reduzierung der staatlichen Ausgaben hätte ebenfalls einen wachstumsschwächenden Effekt, d. h. die EZB kann nicht davon ausgehen, dass diese Staaten ihre Ausgaben reduzieren. Das Regime der **fiskalischen Dominanz** wird deshalb aller Voraussicht nach auch 2022 für die EZB gelten.

Dennoch sollten sich die für die Geld- und Fiskalpolitik verantwortlichen Akteure und Akteurinnen auf eine Phase mit höheren Zinsen in der Eurozone **vorbereiten**. Wegen des erwarteten Zinsanstiegs in den USA wird es – wie beschrieben – früher oder später auch in der Eurozone zu einem Zinsanstieg kommen. Zu den derzeit wichtigsten möglichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen gehören die nachfolgenden fünf Handlungsoptionen:

1. Die **EZB** sollte eine möglichst klare **Kommunikation** über die von ihr geplanten geldpolitischen Maßnahmen betreiben, um alle Wirtschaftsakteure und -akteurinnen frühzeitig auf höhere Zinsen vorzubereiten. Das betrifft möglichst konkrete Angaben sowohl über die Volumina der geplanten Reduzierung der Anleihenkäufe durch die EZB als auch über die Zeitpunkte sowie das Ausmaß der Zinssteigerungen. Angesichts der nach wie vor hohen Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone wird sie dazu keinen verbindlichen Zeitplan kommunizieren können. Das gibt allen Marktteilnehmer:innen

- Zeit, aber auch Anreize, um sich an die veränderte Geldpolitik anzupassen (vgl. SVR 2021: 148). Denkbar wäre jedoch, dass die EZB skizziert, ab welchen Werten für bestimmte makroökonomische Indikatoren sie die Zeit für gegeben hält, geldpolitisch aktiv zu werden. Die Kommunikation über eine **langfristig angelegte geldpolitische Normalisierungsstrategie** würde dann auch zu einer Stabilisierung der Erwartungen über die zukünftigen Zinsen und Inflationsraten führen (vgl. SVR 2021: 150).
2. Die **staatlichen Ausgaben** werden zumindest kurzfristig nicht reduziert werden können, ohne einen Wirtschaftsabschwung zu riskieren – vor allem in Ländern mit einer hohen Arbeitslosigkeit. Zur Verbesserung der langfristigen **Wachstumskräfte** sollten staatliche Ausgaben zu deren **Stärkung** eingesetzt werden. Staatsausgaben sollten also gezielt für die digitale und ökologische Transformation der Wirtschaft sowie für Bildungsausgaben zum Einsatz kommen, um so die Grundlagen für ein stabiles langfristiges Wirtschaftswachstum zu legen. Die Folge wäre eine höhere Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g(t)$ ), was für sich genommen die Staatsschuldenquote reduziert.
  3. Die Staaten könnten eine **Umstrukturierung** ihrer **Schulden** anstreben. Sie könnten also versuchen, Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten auszugeben, um sich so die derzeit noch niedrigen Zinsen zu sichern. Ob diese Strategie aufgeht, ist jedoch eine Frage der Erwartungshaltung der Anleger:innen: Wenn Anleger:innen davon ausgehen, dass sich in den nächsten Jahren die Zinsen erhöhen, werden sie jetzt nicht bereit sein, dem Staat für zehn Jahre oder länger Geld zum derzeit niedrigen Zinssatz zu leihen.
  4. Um die EZB aus der Position der fiskalischen Dominanz herauszuholen, bedarf es einer **Kooperation mit der Fiskalpolitik**. Im Frühjahr 2020, also beim Ausbruch der Coronapandemie in Europa, gab es ein koordiniertes Vorgehen der Geld- und Fiskalpolitik: Die Staaten legten umfangreiche Konjunkturpakete auf, die die staatlichen Schulden in die Höhe schießen ließen. Ein starker Schuldenanstieg in einer wirtschaftlichen Abschwungphase dämpft das Vertrauen der Kreditgeber:innen, dass diese Staaten ihre Schulden vollständig zurückzahlen können. Die EZB flankierte diese kreditfinanzierten Staatsausgabenerhöhungen jedoch dadurch, dass sie garantierte, Staatsanleihen in großem Umfang aufzukaufen. Das erhöhte das Vertrauen der Kreditgeber:innen. Daher kam es nicht zu massenhaften Verkäufen von Staatsanleihen. Die Bonität der Staaten litt nicht, folglich wurden auch keine erhöhten Risikoprämien gefordert. Eine Koordinierung von Geld- und Fiskalpolitik wäre auch in der Phase der wirtschaftlichen Erholung ein stabilisierender Faktor. Wenn also die EZB einen Anstieg des Leitzinses ankündigt, könnten die Eurozonen-Länder ein koordiniertes fiskalisches Verhalten skizzieren. Denkbar wäre z. B., dass die Länder, deren Wirtschaft überdurchschnittlich wächst, weniger Gelder aus dem EU-Haushalt erhalten (und das nicht durch höhere kreditfinanzierte Staatsausgaben kompensieren) und die weniger schnell wachsenden Eurozonen-Länder mehr. Denkbar wären auch EU-finanzierte Innovationsprojekte – z. B. der Ausbau erneuerbarer Energien in den sonnen- und windreichen südeuropäischen Ländern – zur Förderung der EU-weiten ökologischen Transformation mit einer regionalen Schwerpunktsetzung.
  5. Ein intensiv diskutiertes Instrument zur Stabilisierung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den derzeit überdurchschnittlich hoch verschuldeten Eurozonen-Staaten sind **Eurobonds**. Wenn die Gesamtheit der Eurozonen-Mitgliedstaaten für die Rückzahlung der staatlichen Kredite einsteht, senkt das die Gefahr, dass einzelne hoch verschuldete Mitglieder der Eurozone ihre Bonität verlieren. Da so eine Maßnahme aber auch mit der Gefahr verbunden ist, dass sich Staaten darauf verlassen, dass sie von anderen Ländern gerettet werden (moral hazard), gibt es einen erheblichen Widerstand gegen dieses Instrument. Denkbar wäre, dass Eurobonds zeitlich befristet eingesetzt und nach dem Ende der aktuellen Wirtschaftskrise wieder beendet werden. Um den Ausnahmecharakter dieser Bonds zu unterstreichen, könnten sie als **Corona-Eurobonds** bezeichnet werden.

Neben diesen kurzfristigen Handlungsoptionen ist auch an Maßnahmen zu denken, die **mittel- und langfristiger** Natur sind:

- Eine Maßnahme zur Verringerung der Dollar-Abhängigkeit besteht darin, den Euro als zusätzliche **globale Leitwährung** neben dem US-Dollar zu etablieren. Wenn der Euro weltweit als ein „sicherer Hafen“ für Anleger:innen angesehen wird, sind internationale Anleger:innen eher bereit, ihr Geld in der Eurozone anzulegen. Das erleichtert es den Staaten der Eurozone, Kredite ohne hohe Risikoprämien zu erhalten. Das verringert die staatlichen Zinszahlungen. Das Problem globaler Zinsdifferenzen lässt sich damit



jedoch nicht eliminieren. Wenn das Zinsniveau der USA über dem der Eurozone liegt, kommt es zu einem Kapitaltransfer in die USA, um hiermit höhere Zinseinnahmen zu erzielen. Die daraus resultierende Verringerung des Kreditangebots in der Eurozone wirkt zinssteigernd – mit den beschriebenen wachstumsdämpfenden und staatsschuldenerhöhenden Konsequenzen.

- Denkbar ist eine Änderung des **rechtlichen Rahmens** für die **EZB**, z. B. durch ein höheres Inflationsziel, wodurch die EZB mehr geldpolitische Spielräume hätte, um durch niedrige Zinsen die staatlichen Schuldenlagen zu stabilisieren. Eine andere Option ist eine Ausweitung der Ziele der EZB. Das gäbe der EZB die Möglichkeit, mit ihrer Geldpolitik weitere wirtschaftspolitische Ziele zu erreichen, z. B. das Ziel eines hohen Beschäftigungsniveaus, so wie es bei der Fed der Fall ist (vgl. Tokarski und Wiedmann 2021: 8).

In der Diskussion sind auch noch andere weiter reichende Vorschläge. Zu ihnen gehört die Überlegung, dass die EZB coronabedingte Staatsschulden erwirbt und diese anschließend gestrichen werden. Ein solcher **Schulden-erlass** würde die Staatsschulden unmittelbar reduzieren. Mittel- und langfristig sind jedoch negative Effekte für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu befürchten: Private Investoren und Investorinnen, die Staatsanleihen von Ländern der Eurozone erwerben, könnten befürchten, dass ihre Anleihen eines Tages auch einen teilweisen oder sogar kompletten Schuldenschnitt erleiden. Die Folge wären höhere Risikoprämien zur Kompensation dieses Risikos, was die Staatsschulden steigen ließe (vgl. Tokarski und Wiedmann 2021: 6). Dieses Kreditausfallrisiko für Investoren und Investorinnen könnte die EZB reduzieren, indem sie sich bereit erklärt, alle Staatsanleihen auf den Märkten zu kaufen, wenn diese verkauft werden und somit an Wert verlieren. Das würde aber wiederum Zentralbankgeld in die Wirtschaft pumpen und damit die monetäre Basis für inflationäre Entwicklungen erhöhen.

Es gibt in der **aktuellen Diskussion** also eine Vielzahl von möglichen wirtschaftspolitischen Instrumenten, mit denen auf die monetären Inflationsursachen und die hohen Staatsschuldenquoten reagiert werden kann. Welche der hier vorgestellten Maßnahmen ein **optimales Maßnahmenpaket** bilden, lässt sich erst nach einer Abwägung aller Vor- und Nachteile sowie der Wechselwirkungen und Nebenwirkungen sagen. Eine solche Analyse sprengt den Rahmen dieses Diskussionspapiers.

Dennoch kann zumindest eine Empfehlung abgegeben werden: Bei der Suche nach einem geeigneten **geld- und fiskalpolitischen Maßnahmenpaket** sollten stets mehrere makroökonomische Zielgrößen im Auge behalten werden: die **Inflationsrate**, das **Beschäftigungs-** und **BIP-Niveau** sowie die **Staatsverschuldung**. Um soziale Spannungen zu vermeiden, sind zudem die **Verteilungswirkungen** der untersuchten wirtschaftspolitischen Instrumente zu berücksichtigen.

## Literatur

- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (2021). „Gesamtübersicht über die Entwicklung des Bundeshaushalts 1969 bis 2020 (Finanzierungsrechnung, wichtige Ausgabe- und Einnahmegruppen)“. Monatsbericht des BMF Januar 2021 (<https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2021/01/Inhalte/Kapitel-6-Statistiken/6-1-11-gesamtuebersicht-entwicklung-bundeshaushalt.html>).
- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (2019). *Tragfähigkeitsbericht 2020 – Fünfter Bericht zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen*. Berlin.
- Deutsche Bundesbank (2021). *Gewinne der Deutschen Bundesbank*. (3. März 2021). Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2019). *Geld und Geldpolitik*. Frankfurt am Main.
- Ehnts, Dirk, und Michael Paetz (2021). „Wie finanzieren wir die Corona-Schulden?“. *Wirtschaftsdienst* (101). 200–206.
- Engler, Philipp, und Mathias Klein (2017). „Austeritätspolitik hat in Spanien, Portugal und Italien die Krise verschärft“. *DIW-Wochenbericht* (84) 8. 127–132.
- EU-Kommission (2021). „European Economic Forecast – Autumn 2021“. *Institutional Paper 160*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2021). „EZB-Rat verabschiedet neue geldpolitische Strategie“. Pressemitteilung vom 8. Juli 2021. Frankfurt am Main ([EZB-Rat verabschiedet neue geldpolitische Strategie \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20210708/ezbratverabschiedetneuegeldpolitischestrategie.en.html)).
- Gerhards, Eva, Caroline-Antonia Goerl und Michael Thöne (2012). „Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen: Eine Bestandsaufnahme national und international praktizierter Methoden der langfristigen Budgetanalyse“. *FiFo-Berichte Nr. 14*. Köln.
- Illing, Gerhard (2016). „Geldpolitik und Staatsverschuldung“. *Aus Politik und Zeitgeschichte* (66) 1/2. 3–10.
- Illing, Gerhard, und Philipp König (2014). „Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort“. *DIW Wochenbericht* (81). 541–554.
- IMF (International Monetary Fund) (2021). *World Economic Outlook Database – October 2021*. Washington DC (<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October>).
- KfW (2020). „EZB-Inflationsziel: Flexibel in die Zukunft“. *KfW Research – Fokus Volkswirtschaft Nr. 297*. Frankfurt am Main.
- Krüger, Anne (2002): „Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina“. International Monetary Fund / National Bureau of Economic Research (NBER): *Conference on „The Argentina Crisis“, Cambridge, 17. Juli 2002* (<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp071702>).
- Lange, Carsten (1995). *Seigniorage – Eine theoretische und empirische Analyse des staatlichen Geldschöpfungsgewinnes*. Berlin.
- Petersen, Thieß (2021). „Kommt nun die Inflation?“. *Policy Brief Zukunft Soziale Marktwirtschaft #2021/04* der Bertelsmann Stiftung. Gütersloh
- Petersen, Thieß (2019). *Makroökonomie: Schritt für Schritt*, 3. Aufl. München.

Petersen, Thieß (2012). „Flexible Wechselkurse, internationale Wettbewerbsfähigkeit und optimaler Währungsraum“. *Das Wirtschaftsstudium* (41). 317–320.

Petersen, Thieß (2006). „Nicht-keynesianische Effekte und Haushaltskonsolidierung“. *Das Wirtschaftsstudium* (35). 188–190.

Prammer, Doris (2004). „Wirken Budgetkonsolidierungen expansiv? Kritische Würdigung der Literatur zu nicht-keynesianischen Effekten der Fiskalpolitik mit einer Fallstudie für Österreich“. *Österreichische Nationalbank: Geldpolitik & Wirtschaft*, Quartalsheft 3/2004. 36–56.

Sigl-Glöckner, Philippa, Max Krahe, Pola Schneemelcher, Florian Schuster, Viola Hilbert und Henrika Meyer (2021). „Eine neue deutsche Finanzpolitik“. *Dezernat Zukunft*. Berlin.

SVR (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2021). „Transformation gestalten: Bildung, Digitalisierung und Nachhaltigkeit“. *Jahresgutachten 2021/22*. Wiesbaden.

SVR (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2013). „Gegen eine rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik“. *Jahresgutachten 2013/14*. Wiesbaden.

Tokarski, Pawel, und Alexander Wiedmann (2021). „Das Corona-Schuldenproblem in der Eurozone“. *SWP-Aktuell Nr. 24*. Berlin.

Van Scherpenberg, Jens (2002). „Rettung aus eigener Kraft oder durch Hilfe von außen?“. *Argentinien: Wege aus dem Staatsbankrott*. SWP-Studie. Berlin. 9–32.

## **Impressum:**

### **© 2022 Bertelsmann Stiftung**

Bertelsmann Stiftung  
Carl-Bertelsmann-Straße 256  
33311 Gütersloh  
Telefon +49 5241 81-0  
[www.bertelsmann-stiftung.de](http://www.bertelsmann-stiftung.de)

### **Verantwortlich**

Thieß Petersen und Marcus Wortmann

### **Autor**

Thieß Petersen

### **Lektorat**

Paul Kaltefleiter, Bielefeld

### **Grafikdesign**

Jürgen Schultheiß, Bielefeld

### **Titelbild**

© magele-picture - stock.adobe.com



#### Adresse | Kontakt

Bertelsmann Stiftung  
Carl-Bertelsmann-Straße 256  
33311 Gütersloh  
Telefon +49 5241 81-0

Dr. Thieß Petersen  
Senior Advisor  
Telefon +49 5241 81-81218  
Fax +49 5241 81-681218  
[thiess.petersen@bertelsmann-stiftung.de](mailto:thiess.petersen@bertelsmann-stiftung.de)

[www.bertelsmann-stiftung.de](http://www.bertelsmann-stiftung.de)