

## Eine europäische Wirtschaftsregierung muss Wachstum durch Schulden steuern

Michael Dauderstädt<sup>1</sup>

### Auf einen Blick

Europa muss durch eine strikte Regulierung der Finanzmärkte und starke öffentliche Institutionen die Kapitalversorgung seiner Wirtschaft von den Launen der Märkte befreien. Wachstum braucht Schulden, die durch Wachstum auch bedient werden können. Angesichts der Überschuldung durch private Vermögensblasen und krisenbedingte Staatsverschuldung kann nur ein gesteuerter Transfer von Gläubigern zu Schuldnern und eine geldpolitische Neuorientierung auf stabiles nominales Wachstum Europa vor mehr Stagnation und Verarmung bewahren.

Lange Zeit dachte die Europäische Union (EU), dass integrierte, freiere Märkte und eine stabile Währung eine Garantie für Wachstum seien. Die EU-Kommission konzentrierte sich auf eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik und frönte der gefährlichen Obsession der Wettbewerbsfähigkeit – etwa in ihrer Lissabonstrategie. Die Nachfrage blieb nahezu unbeachtet – ebenso wie Einkommensverteilung und Verschuldungsbereitschaft, die zusammen die Nachfrage weitgehend bestimmen. Im Ergebnis wuchs Europa nur schwach. Als es endlich wuchs, lagen die Ursachen dieses Wachstums primär in einer Expansion der Nachfrage dank eines von niedrigen Realzinsen befeuerten Konsum- und Investitionsbooms in der ärmeren Peripherie der EU, der leider durch die Finanzmarktkrise abgebrochen wurde.

### Schuldner schaffen Wachstum, nicht Sparer!

Angebotsseitig entsteht Wachstum durch mehr Arbeitseinsatz und/oder höhere Produktivität. Der so gesteigerte Output kann aber nur dann eine entsprechende Nachfrage finden, wenn entweder die Kaufkraft mitwächst oder die Preise so sinken, dass die alte Kaufkraft die höhere Outputmenge abnehmen kann. Im letzten Fall gibt es kein nominales Wachstum und wahrscheinlich hätten die Investitionen, die die zusätzlichen Arbeitsplätze schaffen bzw. die Produktivität steigern, wegen schwacher

Ertragsaussichten gar nicht erst stattgefunden. Im Normalfall finanzieren sich dagegen die Investitionen durch Kredite, womit sich der Geldmantel ausdehnt und die kaufkräftige Nachfrage entsteht. Wachstum erfordert also, dass die Ausgaben über die Einnahmen steigen. Das ist nur möglich, indem entweder Vermögensbesitzer entsparen oder andere Akteure sich verschulden. Dabei muss der Finanzsektor mehr Kredite vergeben als er an Ersparnissen erhält, da sonst nur alle Einnahmen (auch die gesparten) verausgabt werden. Denn eine konstante oder langsamer als das Angebot wachsende Geldmenge führt zu sinkenden Preisen.

Im Regelfall verschulden sich Unternehmen und Haushalte. Wenn sie es unterm Strich nicht tun, bleiben nur noch der Staat oder das Ausland. Die Leistungsbilanzdefizite resultieren aus der Saldierung der Defizite der drei einheimischen Sektoren Unternehmen, Haushalte und Staat. In Deutschland wies kurz vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise fast nur noch das Ausland Ausgabenüberschüsse (= Deutschlands Exportüberschüsse) auf. Das deutsche Wachstum haben daher vor allem einige ärmere Länder, vor allem in der europäischen Peripherie, und arme Haushalte in den USA mit ihrem Schulden- und Kreditwachstum der Jahre 2003-2008 finanziert. Ein Teil dieser Schulden war unverantwortlich, da er auf übertriebenen Wachstumserwartungen beruhte.

Wachstum braucht also Schulden, aber es darf nicht zur Überschuldung kommen. Der Überschuldungsbefund ist allerdings selbst vom Wachstum abhängig. Wächst die Wirtschaft bzw. erwarten die beteiligten Unternehmen und Haushalte, dass sie wächst, so steigen die laufenden Einkommen und die Vermögenswerte. Damit tritt keine generelle Überschuldung ein, auch wenn einzelne Schuldner insolvent werden können. Wenn das Bruttoinlandsprodukt (BIP) wächst, kann sich auch der Staat in Maßen weiter verschulden, ohne dass die Staatsschuldenquote steigt oder die Zinslast den Haushalt ruiniert. Damit liegt es nahe zu versuchen, Wachstum über eine Kreditexpansion zu schaffen.

Das wirtschaftspolitische Instrument erster Wahl dafür ist die Zinspolitik der Zentralbank. Je niedriger die Zinsen, desto eher sind Unternehmen

und Haushalte bereit, sich zu verschulden, da sie die Kredite leichter bedienen können. Bei niedrigen Finanzierungskosten lassen mehr Investitionsprojekte einen Gewinn erwarten. Allerdings begünstigen niedrige Zinsen auch überoptimistisches und spekulatives Verhalten. Dass die Kreditgewährung zu optimistisch ist, zeigt sich einzelwirtschaftlich in der Zahlungsunfähigkeit des jeweiligen Haushalts oder Unternehmens, die ihre Fähigkeit, Überschüsse zu erzielen, überschätzt haben. Gesamtwirtschaftlich ist eine erhöhte Inflation ein Indikator für eine zu großzügige Kreditexpansion. Vor der Krise artikulierten sie sich aber mehr im Anstieg der Vermögens- als der Güterpreise.

Inflation zeigt, dass die Angebotsexpansion mit der Nachfrage nicht Schritt halten konnte. Gleichzeitig erleichtert sie aber auch die Bedienung der Schulden, da nominale Einkommen und Vermögenswerte ebenfalls steigen. Wenn die Zentralbank darauf mit restriktiver Geldpolitik reagiert, um die Preise zu stabilisieren, so führt das in der Regel auch dazu, dass einige Schuldner insolvent werden. Eine Insolvenzwelle gefährdet aber wiederum die Banken und ruft den Staat und die Zentralbank auf den Plan, um eine Rekapitalisierung bzw. Liquiditätsversorgung für die Banken sicherzustellen. Eine angemessene Finanzsektorpolitik kann und sollte exzessiver Kreditgewährung an spekulativ überschätzte Sektoren oder Länder vorbeugen.

### **Besser Banken vorher regulieren als hinterher retten**

Der Finanzsektor spielt somit eine entscheidende Rolle für das Wachstum. Seine Kredite recyceln nicht nur die Ersparnisse der Akteure mit Einnahmeüberschüssen, sondern erweitern darüber hinaus den Geldmantel, wie es nicht-deflationäres Wachstum benötigt. Die mögliche Kehrseite der Medaille ist eine verantwortungslose Kreditvergabe, wie sie vor der Finanzkrise grassierte, da Finanzinstitute der Aufsicht und Haftung ausweichen konnten. Dank der Deregulierung konnten sie Geschäfte außerhalb der Bilanz und über Schattenbanken abwickeln oder Risiken über Verbriefungen und komplexe Finanzprodukte an Investoren weiterreichen, die die wahren Risiken nicht kannten.

Im Ergebnis entwickelten sich Vermögensblasen, die zu weiterer Verschuldung Anlass boten. Die Verzinsung der Finanzanlagen war höher als das realwirtschaftliche Wachstum (+ Zielinflationsrate). Weder die auf überoptimistischen Ertrags-erwartungen beruhende Wertentwicklung der Finanzanlagen noch die Erträge selbst hatten noch eine seriöse realwirtschaftliche Basis. Bestenfalls beruhten sie auf einer gigantischen Umverteilung zugunsten der Kapitalgeber und des Finanzsektors. Als die Blase 2008 platzte, gerieten die Banken in eine tiefe Krise. Die Liquiditätsversorgung brach zusammen und musste durch die Zentralbanken geleistet werden. Viele Institute waren praktisch insolvent, da der Wert ihrer Aktiva und ihrer Eigenkapitalbasis implodiert war.

Die Staaten und Zentralbanken retteten das Finanzsystem und bewahrten Europa (und die Welt) vor einer Depression, indem sie Garantien aussprachen, Banken oder schlechte Aktiva übernahmen, Liquidität bereit stellten und Zinsen senkten. Zwar ist das starke Anwachsen der Staatsverschuldung weniger der Bankenrettung (Ausnahme: Irland) als der aktiven Konjunkturpolitik sowie den rezessionsbedingten Einnahmeausfällen und Mehrausgaben (automatische Stabilisatoren) zuzuschreiben. Angesichts der grenzüberschreitenden Finanzverflechtung wurden mit den Schuldern im eigenen auch die Gläubiger in fremden Ländern (etwa anderen EU-Mitgliedsstaaten) „gerettet“. Aber jetzt sind viele Euro-Staaten kaum noch verschuldungsfähig, ohne dass die Wirtschaft dank der Verschuldung anderer Akteure wieder in Schwung gekommen wäre.

Besser wäre eine weiche Landung mit präventiven Eingriffen gewesen. Dazu hätte Europa eine einheitliche Bankenaufsicht und eine Kreditsteuerung gebraucht, die eine einseitige Überschwemmung bestimmter Sektoren (z.B. spanische oder irische Immobilien) mit Krediten verhindert hätte. Die spekulativen Auswüchse hätten durch eine schärfere Regulierung mit klareren Haftungsvorschriften, eine Finanztransaktionssteuer und eine Beschränkung der übertriebenen Entlohnungen im Finanzsektor vermieden werden können. Damit künftig keine teuren schuldenfinanzierten staatlichen Ret-

tungsaktionen mehr nötig sind, müssen die Bankenaufsicht und Kreditpolitik europäisiert werden, da die Netze der Finanzinstitutionen und ihrer Verbindlichkeiten (Schulden) und Forderungen ebenfalls grenzüberschreitend sind.

### **Staatsschulden – so wenig wie möglich, so viel wie nötig!**

Die Staaten müssen zur Finanzierung öffentlicher Investitionen und im Zuge einer antizyklischen Fiskalpolitik Kredite aufnehmen können. Denn Staaten können bei Übersparen des Privatsektors durch eigene Verschuldung Nachfrageausfälle ausgleichen und so das Wachstum stabilisieren. Unterlassen sie dies (wie Deutschland es vor der Krise und auch jetzt wieder tut), dann drängen sie die privaten Ersparnisse ins Ausland. So vermeiden sie zwar die öffentliche Verschuldung, aber die privaten Gläubiger bzw. die Banken, die inländische Ersparnisse ins Ausland vermitteln, hängen von der Solvenz der ausländischen Kreditnehmer ab. Bricht diese (real oder auch nur im Zuge einer Gläubigerpanik) ein, so sind die Staaten die Garanten ihrer jeweiligen nationalen Bankensysteme. Zwar wird eine bessere Bankenregulierung diese Risiken senken, aber letztlich sind weiter Garantien und die Bereitstellung von Liquidität erforderlich.

Ob staatliche Verschuldung reale Wachstumsprozesse auslöst, ist ebenso unklar wie bei privater Verschuldung. Auch öffentliche Investitionen lösen in der Regel nicht direkt einen Einkommensstrom an den Staat aus (wenn nicht gerade eine mautpflichtige Verkehrseinrichtung gebaut wird). Indirekt können aber viele staatliche Aktivitäten Wachstum befördern (z.B. Ausgaben für Bildung), auch wenn sie in der offiziellen Statistik nicht als Investitionen zählen. Letztlich führen fast alle Staatsausgaben direkt oder indirekt zu Einkommen bei Haushalten oder Unternehmen. Ihre Zunahme führt somit zu Wachstum, und sei es nur nominal (Inflation). In dem Maße, wie volkswirtschaftliches Wachstum zu höheren Steuereinnahmen und geringeren Sozialausgaben führt, entsteht damit auch ein Einkommensstrom für die Staatskasse, aus dem die Schulden bedient werden können.



## Wachstum braucht eine expansive europäische Geld- und Kreditpolitik

Angesichts der zentralen Rolle der Staaten für die Stabilität des Wachstums sind europäische Institutionen notwendig, die die Liquidität und Solvenz von Staaten und (zumindest der systemisch wichtigen) Banken sicherstellen. Dazu müssen diese Institutionen über marktunabhängige Kapitalressourcen und über klare Überwachungs- und Regulierungskompetenzen verfügen. Letztlich muss die Europäische Zentralbank mit ihren prinzipiell unbeschränkten Geld- und Krediterschöpfungsmöglichkeiten der Garant des Gesamtsystems sein. Hier sind auch Statutenänderungen denkbar, um Beschränkungen aufzuheben, die einer überholten geldpolitischen Philosophie geschuldet sind, die de facto auch schon in der Krise (durch Ankauf von Staatspapieren etc.) überwunden wurde. Ein klares Signal an die Märkte, dass eine Spekulation gegen wichtige Institutionen der Eurozone immer mit dem Widerstand auch der Zentralbank rechnen muss, würde das Risiko solchen Marktverhaltens schon massiv reduzieren.

Die zweite wichtige Sicherung dieser Institutionen der europäischen Kapitalversorgung sind solidarische Garantien aller Mitgliedsstaaten, zunächst der Eurozone selbst. Ein zentrales Instrument könnte ein Europäischer Währungsfonds sein, der Gemeinschaftsanleihen (Eurobonds) ausgibt, die gemeinsam von den Mitgliedsstaaten der Eurozone garantiert, zu einem einheitlichen und niedrigen Zinssatz emittiert und bei Bedarf auch von der EZB gehalten würden.

Bei der Kreditallokation in Europa ist den ärmeren Regionen eine Präferenz einzuräumen. Da dort der Kapitalstock noch wachsen muss (und tendenziell eine höhere Grenzproduktivität zu erwarten ist), haben Investitionen in der Peripherie den größeren volkswirtschaftlichen Nut-

zen. Dringendste Aufgabe ist es kurzfristig, die Krisenstaaten mit Investitionen in Sachkapital, Innovationen und Bildung auf einen Wachstumskurs zurückzuführen. Auch die Inflation darf in aufholenden Volkswirtschaften höher sein, um die Produzenten von nicht handelbaren Gütern am allgemeinen Einkommenswachstum teilhaben zu lassen. Bei handelbaren Gütern sollten die Produktivitätsgewinne vor allen in die Preise weitergegeben werden, um die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Insgesamt ist in der Peripherie ein stärkeres Wachstum sowohl möglich als auch erstrebenswert.

Allgemeines Ziel der Geldpolitik sollte eine Wachstumsrate des nominalen BIP in Höhe von vier bis sechs Prozent sein. Dabei wäre eine möglichst hohe reale Komponente von zwei bis vier Prozentpunkten (+ ca. zwei Prozent Preissteigerung) wünschenswert. Trotzdem sollte die EZB auch ein rein nominales Wachstum (also auch Inflationsraten bis max. sechs Prozent) akzeptieren, um die reale Schuldenlast zu erleichtern. In einem solchen makroökonomischen Umfeld werden Realinvestitionen auch attraktiver als Finanzinvestitionen, da sie besser gegen Inflation zu schützen sind.

Eine Solidaritätsabgabe der hohen Vermögen in den Euroländern würde Kapital von den Gläubigern zu den Schuldern lenken. Neben Inflationierung und Insolvenz ist ein solcher Transfer die dritte und sozialste Art des Schuldenabbaus. Eine derartige Abgabe ist nicht zuletzt dadurch gerechtfertigt, dass die Vermögenswerte durch die Staatsintervention vor der schnellen Entwertung in der Krise bewahrt wurden und langfristig nur in einem Wachstumsprozess ihren Wert behalten können. Nur wenn die Gläubiger – freiwillig über den Markt oder unfreiwillig über Besteuerung – Geld an die Schuldner fließen lassen, ist die Krise ohne große Wohlstandsverluste zu überwinden.

1 Dr. Michael Dauderstädt ist Leiter der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung.