

Eine neue deutsche Finanzpolitik

Philippa Sigl-Glöckner, Max Krahe, Pola Schneemelcher, Florian Schuster,
Viola Hilbert, Henrika Meyer*

Dezernat Zukunft

„...es gibt eine wachsende Gruppe von Top Ökonomen—rechts, mitte, links—die sagen, wir sollten uns weniger auf das Defizit konzentrieren und mehr auf die Investitionen, die wir jetzt tätigen können: In Jobs, um Familien aus Armut zu halten und um langfristigen wirtschaftlichen Schaden von unserem Land fernzuhalten.

Die einfache Wahrheit ist, wenn wir jetzt diese Investitionen machen, mit Zinsen auf historisch niedrigem Niveau, werden wir mehr Wachstum, höhere Einkommen, eine stärkere Wirtschaft hervorbringen und die Finanzen unserer Nation werden stärker sein. [...]

Ich sehe es so: „Das größte Risiko ist nicht, zu viel Geld in die Hand zu nehmen—es ist zu wenig Geld in die Hand zu nehmen.“¹

Joe Biden, 5. Februar 2021

Während die US-amerikanische Finanzpolitik sich bereits auf Investitionen fokussiert, steht in Deutschland noch die Begrenzung der Schuldenquote im Zentrum. Im Folgenden argumentieren wir, dass dieser Rahmen der heutigen Zeit nicht mehr angemessen ist.

Unsere Vorschläge basieren dabei auf zwei Prämissen, für die wir in jüngerer Zeit starke Evidenz sehen: erstens, dass für die **Tragfähigkeit der Staatsfinanzen** nicht mehr vergangene Defizite der entscheidende Faktor sind. Die Tragfähigkeit zukünftiger Haushalte basiert stattdessen auf einer **langfristig wettbewerbsfähigen Wirtschaft**, die entsprechende Steuereinnahmen generiert, der **Vollauslastung des Arbeitsmarkts**, die Einkommen stärkt und damit die Notwendigkeit staatlicher Zuschüsse zur Rente und Sozialausgaben limitiert und zuletzt auf der **Vermeidung von Notlagen, Klimawandel und Naturkatastrophen**, die — selbst wenn sie nicht in Deutschland stattfinden — das wirtschaftliche Potenzial deutscher Unternehmen empfindlich treffen können.

Unsere zweite Prämisse ist, dass die Finanzpolitik selbst ein **effektives und dringend benötigtes Werkzeug** darstellt, um diese drei Herausforderungen für einen tragfähigen Haushalt zu meistern. Dies ist offensichtlich im Fall des Klimawandels: Ein Großteil der für die

*Dieses Papier wurde von dem Forum New Economy in Auftrag gegeben. Wir danken Thomas Fricke, Philipp Heimberger, Christian Odendahl, Katja Rietzler, Jens Südekum und Jeromin Zettelmeyer für ihr hilfreiches Feedback, Florian Kern für seinen fachlichen Rat, Joost Pietschmann für Unterstützung bei Recherche und Redaktion und den ehrenamtlich Tätigen beim Dezernat Zukunft, ohne die unsere Arbeit nicht möglich wäre. Das Dezernat Zukunft wird von Open Philanthropy, dem Institute for New Economic Thinking, der European Climate Foundation und der New Economics Foundation sowie Spenden finanziert. Die in diesem Papier vertretenen Meinungen sind die der Autoren und reflektieren nicht notwendigerweise die Meinungen des Forum New Economy.

¹Eigene Übersetzung: Joe Biden, "Remarks by President Biden on the State of the Economy and the Need for the American Rescue Plan" (Rede, State Dining Room, Februar 2021), White House, <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2021/02/05/remarks-by-president-biden-on-the-state-of-the-economy-and-the-need-for-the-american-rescue-plan/>.

Dekarbonisierung notwendigen Investitionen hat keinen profitablen Business Case. Damit sie getätigt werden, bedarf es öffentlicher Gelder. Doch auch die Aufgabenstellungen der Vollauslastung und der Produktivitätssteigerung, so hat die jüngere Forschung gezeigt, sind genuine Aufgaben der Finanzpolitik. Denn in Zeiten säkularer Stagnation führt eine übermäßig sparsame Fiskalpolitik nicht nur zu wirtschaftlicher Unterauslastung heute — mit entsprechenden Folgen für den Haushalt — sondern aufgrund von Hysterese Effekten und der Existenz multipler Gleichgewichte und Entwicklungspfade auch zu geringerer Produktivität und schwächerem Wachstum morgen, mit weiteren negativen Effekten auf den Haushalt.

Auf diese beiden Prämissen aufbauend skizzieren wir Vorschläge für eine neue deutsche Finanzpolitik, die die Herausforderungen unserer Zeit angeht.

Im Weiteren ist das Papier wie folgt aufgebaut: Teil 1 bietet einen Überblick der jüngeren Fachdebatte zu Fiskalpolitik. Hier zeigen wir auf, dass ein erheblicher Reformbedarf Konsens geworden ist, jedoch noch keine Vorschläge vorliegen, die der Summe der berechtigten Kritiken Rechnung tragen. Damit dies gelingen kann, ist eine klares Verständnis der gegenwärtigen Herausforderungen notwendig. Teil 2 spezifiziert diese Herausforderungen, sowie ihre Verbindung zur Finanzpolitik. Teile 3 bis 5, der analytische Kern des Papiers, führen dann aus, wieso Vollauslastung zentral ist, um diese Herausforderungen zu meistern; dass es eine neue Arbeitsteilung zwischen Geld- und Finanzpolitik braucht, um diese zu erreichen; und dass wir einen anderen Blick auf Schulden haben sollten als bisher, es jedoch auch in diesem neuen Rahmen Möglichkeiten zur Schuldenreduktion gibt. In Teilen 6 und 7, dem handlungsorientierten Abschluss des Papiers, schlagen wir vier Eckpfeiler einer neuen Finanzpolitik vor und beschreiben, wie erste — das Grundgesetz unberührt lassende — Reformschritte in Deutschland gemacht werden könnten.

1 Status quo der Schuldendebatte und Alternativen zur Schuldenbremse

Die jüngere Fachdebatte zu Fiskalpolitik und insbesondere Fiskalregeln kann in zwei Strängen zusammengefasst werden: Ein erster Debattenstrang fokussiert sich auf die Frage der Investitionen. Laut dem Internationalen Währungsfonds (IWF) hinkt Deutschland hier hinterher; der IWF fordert daher schon lange ein höheres staatliches Investitionsniveau von der Bundesregierung.² Das Institut der deutschen Wirtschaft (IW) und das Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) haben hierzu 2019 eine Studie vorgelegt, die den gesamtstaatlichen Investitionsrückstand auf über 450 Mrd. Euro beziffert.³ Sie schlagen vor, jenen mittels zusätzlicher Investitionen von 45 Mrd. Euro pro Jahr über ein Jahrzehnt abzubauen.

Da der Schuldenfinanzierung von Investitionen ihrer Ansicht nach wenig entgegensteht — insbesondere in einem Niedrigzinsumfeld — wird die Einführung einer „Goldenen Regel“ vorgeschlagen. Unter der Goldenen Regel wäre eine Nettokreditaufnahme im Umfang der Nettoinvestitionen (also aller Investitionen minus Abschreibungen) gestattet. Der Vorschlag orientiert sich dabei an der Expertise des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vor der Einführung der Schuldenbremse. Dieser empfahl bereits 2007, die Schuldenbremse mit einer solchen Ausnahmeregel für Investitionen zu verse-

²Siehe zum Beispiel IWF. *Germany: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation* (Washington D.C.: IWF, 2017), <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/07/07/Germany-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-45048>.

³Hubertus Bardt et al., „Für eine solide Finanzpolitik: Investitionen ermöglichen!“ (IMK Report Nr. 152, IMK, 2019), https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_152.2019.pdf.

hen.⁴ Achim Truger schlug 2015 die Einführung einer Goldenen Regel auf europäischer Ebene vor.⁵

Kreditfinanzierte Investitionen zu befürworten verlangt jedoch nicht, von der grundsätzlichen Annahme abzuweichen, dass staatliche Schulden generell zu minimieren sind. Stattdessen fußt die Argumentation zumeist auf zwei Aspekten: (1) Die Rendite der Investitionen übersteigt die Finanzierungskosten (der Kredit bezahlt sich also selbst) und (2) es ist gerecht, zukünftige Generationen, die ebenso von den Investitionen profitierten, an deren Kosten zu beteiligen.

Ein zweiter Debattenstrang dreht sich um die grundsätzlichere Frage, ob und inwiefern schuldenfinanzierte Staatsausgaben überhaupt zu minimieren sind. Spätestens seit Olivier Blanchards Rede bei der American Economic Association im Januar 2019⁶ ist dies keine Nischendebatte mehr. Blanchard, ehemaliger Chefvolkswirt des IWF, argumentierte damals, dass die Finanzierungs- und Wohlfahrtskosten von Schulden oft geringer ausfallen als gedacht. Insbesondere solange das Wachstum die risikofreie Zinsrate übersteigt ($r - g < 0$) — historisch gesehen normalerweise der Fall⁷ — fällt das Verhältnis von Schulden zu Bruttoinlandsprodukt (BIP), ohne dass Überschüsse erwirtschaftet werden müssen. Blanchard spricht sich nicht zwingend für höhere Schulden aus, widerspricht aber einer zentralen, in der Schuldenbremse impliziten Annahme: dass die Finanzierung staatlicher Aufgaben durch Neuverschuldung grundsätzlich abzulehnen sei.⁸ Stattdessen kommt er zu dem Schluss, dass die Welt sehr viel komplexer ist, als es der bestehende fiskalpolitische Konsens abbilde. Angesichts dieser Schlussfolgerung forderte er, eine öffentliche Debatte über neue fiskalpolitische Leitlinien zu führen.

Zusammen mit Jeromin Zettelmeyer und Álvaro Leandro kam Blanchard 2020 seiner eigenen Aufforderung nach. In ihrem Diskussionsbeitrag schlugen die drei vor, die Fiskalregeln der EU durch *fiscal standards* zu ersetzen.⁹ Hauptkritikpunkt der Autoren ist, dass Fiskalregeln der Komplexität der Frage tragfähiger Finanzen nicht Rechnung tragen können. Das gelte insbesondere dann, wenn man von einem reinen *public finance view*, der keine Nachfrageeffekte berücksichtigt, abweiche.

Blanchard et al. setzen diesem Ansatz die *Functional Finance* Perspektive entgegen, die auf Abba Lernalers Arbeit beruht. Lerner argumentiert, dass die Qualität von Fiskalpolitik sich nicht an dem Erreichen spezifischer Finanzgrößen wie zum Beispiel einem ausgeglichenen Haushalt bemessen ließe, sondern allein mit Blick auf ihre Funktion und Auswirkungen beurteilt werden sollte.¹⁰ Die wichtigste Funktion der Staatsfinanzen sei dabei, für eine vollausgelastete Wirtschaft

⁴Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Staatsverschuldung wirksam begrenzen* (Wiesbaden: Statistisches Bundesamt (Destatis), 2007), Zugriff am 03. Mai, 2021, https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Expertisen/Staatsverschuldung_wirksam_begrenzen.pdf.

⁵Achim Truger, „Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe: Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery“ (Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft Nr. 138, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, 2015), <https://www.eesc.europa.eu/resources/docs/achim-truger---implementing-the-golden-rule-for-public-investment-in-europe.pdf>.

⁶Olivier Blanchard, „Public Debt and Low Interest rates“ (Vortrag, American Economic Association (AEA), 4. Januar, 2019), Zugriff am 03. Mai, 2021, <https://www.aeaweb.org/webcasts/2019/aea-presidential-address-public-debt-and-low-interest-rates>.

⁷Paolo Mauro und Jing Zhou, „ $r - g < 0$: Can We Sleep More Soundly?“ (IMF Working Paper WP/20/52, Internationaler Währungsfonds, 2020), <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/03/13/r-minus-g-negative-Can-We-Sleep-More-Soundly-49068>.

⁸Dr. Theodor Maunz und Dr. Günter Dürig, „Der Auffassung, die Aufnahme von Schulden sei ein grundsätzlich legitimes Mittel zur staatlichen Aufgabenfinanzierung, ist jedenfalls im Angesicht der heutigen Lage der Staatsfinanzen [einer Bundesschuld von über einer Billion Euro] deutlich zu widersprechen“, siehe Theodor Maunz und Günter Dürig, *Maunz/Dürig – Grundgesetz Kommentar* (München: C.H. Beck, 93. Auflage, 2021).

⁹Olivier Blanchard, Álvaro Leandro, and Jeromin Zettelmeyer, „Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards“ (Entwurf, 72nd Economic Policy Panel Meeting, 2020), https://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2020/10/9100_Redesigning-EU-Fiscal-Rules.pdf.

¹⁰Abba P. Lerner, „Functional Finance and the Federal Debt“, *Social Research* 10, no. 1 (Februar 1943): 38-51; Abba P. Lerner, *The Economics of Employment* (New York: McGraw-Hill Book Company, 1951).

zu sorgen. Bei unzureichender Nachfrage bedeute dies ein Defizit, bei übermäßiger Auslastung einen Überschuss. Darauf aufbauend ist für Blanchard et al. die Aufgabe von Fiskalpolitik, insbesondere in Zeiten von Nullzinsen, die Nachfragerlücke zu füllen. Das gelte umso mehr in der Eurozone, in der eine unzureichende Stimulation der Nachfrage negative Externalitäten für andere Mitgliedsländer der Währungsunion habe. Diese Perspektive fließt in unsere eigenen Vorschläge ein, die weiter unten präsentiert werden.

Der konkrete Politikvorschlag von Blanchard et al. kann der *Functional Finance* Perspektive jedoch nur begrenzt Rechnung tragen. So schlagen die Autoren *fiscal standards* und eine stochastische *Debt Sustainability Analysis* (DSA)¹¹ vor. Die *fiscal standards* würden vorschreiben, dass exzessive Verschuldung nicht erlaubt sei; es bleibt offen, wie genau die Wirtschaft zur Vollauslastung gebracht wird. Exzessive Verschuldung wäre definiert als ein erwartetes Primärdefizit (das Defizit ohne Finanzierungskosten), das mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einer ansteigenden Schuldenquote führt. Auch wenn Blanchard et al. die Festlegung auf eine starre Zahl (zum Beispiel 60%) ablehnen, definieren sie die Nachhaltigkeit von Fiskalpolitik indirekt doch über eine Schuldenquote. Und selbst wenn sie Nachfrageeffekte in der Analyse berücksichtigen, bleiben diese doch in einer DSA normalerweise außen vor, da keine Auswirkungen der Staatsfinanzen auf das BIP modelliert werden.¹²

Michael Hüther und Jens Südekum greifen die Idee der *fiscal standards* auf. Ihre Kritik an der deutschen Schuldenbremse fokussiert sich auf drei Aspekte: (1) Ein unzureichendes Investitionsniveau, (2) die Blindheit der Schuldenbremse gegenüber Kosten/Nutzen-Abwägungen und (3) das Risiko, durch Austerität Nachfragemangel und somit Wachstumsschwäche zu generieren. In der heutigen Situation sei das problematischer als nach der Finanzkrise, da die Erwerbstätigenquote bereits so hoch liege, dass es kaum noch Raum für eine Steigerung der Steuereinnahmen basierend auf der Schaffung von Arbeitsplätzen gäbe, um so Schulden abzubauen. Ein expansiver Wachstumskurs sei außerdem die einzige Möglichkeit aus den Schulden herauszuwachsen, da in Folge der Coronakrise keine Nachfrageimpulse aus dem Ausland zu erwarten seien. Diese müssten daher in Deutschland generiert werden. Ob ein Herauswachsen aus den Schulden allein durch Produktivitätsgewinne möglich sei, sei bereits fraglich, aber es bedürfe auf jeden Fall eines effizienten Managements des Strukturwandels sowie intelligenter öffentlicher Investitionen.¹³

Hüther und Südekum schlagen daher vor, mit folgender Fragestellung zu beginnen: „Was genau sind die Investitions- und Ausgabenbedarfe des öffentlichen Sektors und was ist die implizierte gesellschaftliche Rendite der einzelnen Projekte“?¹⁴ Als konkrete Reform des deutschen fiskalpolitischen Rahmens schlagen sie vor, ein spezielles Investitionsvermögen zu begründen, das nicht von der Schuldenbremse erfasst wird. Der Begriff „Investitionen“ müsse ökonomisch sinnvoll definiert werden und der Investitionsprozess so ausgestaltet werden, dass er effiziente und effektive Investitionen garantiere. Der (reformierte und gestärkte) Stabilitätsrat könne dann entscheiden, welche Projekte durch dieses Vermögen finanziert werden dürften.¹⁵ Langfristig sollten flexible *fiscal standards*, die die Entwicklung des Realzinses als zentralen Input nutzen und der Schuldenquote weniger Gewicht geben, die starren Fiskalregeln ersetzen.

¹¹Eine Schuldentragfähigkeitsanalyse, die die Wahrscheinlichkeiten möglicher Entwicklungspfade der Verschuldung schätzt.

¹²Siehe zum Beispiel IWF DSA market access countries: Internationaler Währungsfonds (IWF), „Review of The Debt Sustainability Framework For Market Access Countries“, (IMF Policy Paper, IWF, 2021), <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2021/02/03/Review-of-The-Debt-Sustainability-Framework-For-Market-Access-Countries-50060>.

¹³Michael Hüther und Jens Südekum, „How to re-design German fiscal policy rules after the COVID19 pandemic“ (Working Papers 4, Forum New Economy, 2020), 32, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/228778/1/1743366876.pdf>.

¹⁴Ibid., 31.

¹⁵Ibid., 35.

Abgesehen von der Schwierigkeit, gerade potenziell stark produktivitätssteigernde Investitionen mittels Kosten/Nutzen Analyse zu evaluieren,¹⁶ ist fraglich, ob staatliche Investitionsentscheidungen allein nach Effizienzkriterien getätigt werden sollten und daher von einem technischen Gremium gefällt werden können. Ebenso bleibt unklar, ob ein Investitionsvolumen, das auf Grundlage von Einzelprojekt- und Bedarfsanalysen mikroökonomisch bestimmt wird, zu makroökonomisch optimalen Ausgaben-, Defizit- und Schuldenniveaus führt. Die zentrale Fragestellung von Hüther und Südekum verfolgt zwar einen holistischeren Ansatz als die Schuldenbremse, aber auch sie vernachlässigt in der Operationalisierung die (in der Analyse präzise) Erkenntnis, dass Wachstum unter anderem von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage abhängt.

Jason Furman und Lawrence Summers schließen sich der Kritik an einer starren Schuldenquote an. Diese sei aus drei Gründen ein irreführender Indikator für die fiskalische Position eines Landes: (1) Schulden können im Zeitverlauf zurückbezahlt werden, die Schuldenquote vergleicht aber die Schulden mit dem BIP eines Jahres. (2) Sie ignoriert das Zinsniveau. (3) Sie ist von Natur aus rückwärtsgewandt, da sie vergangene Defizite summiert, aber keine zukünftigen Entwicklungen miteinbezieht. Ganz fundamental kritisieren sie den Vergleich einer Fluss- mit einer Bestandsgröße (BIP mit dem Schuldenstand).¹⁷

Ebenso wie Blanchard et al. argumentieren sie dafür, über die *public finance* Perspektive (die die Auswirkungen der Fiskalpolitik auf die Nachfrage ignoriert) hinauszugehen und *maximizing employment* explizit als Aufgabe aktiver Fiskalpolitik anzusehen, solange die Zinsen auf sehr niedrigem Niveau verharren. Sie vergleichen dabei die Risiken einer zu großen mit denen einer zu geringen Schuldenaufnahme und kommen zu dem Schluss: „Heute ist die Hauptsorge bei Politikmaßnahmen in den USA und anderen Ländern, dass zu wenig getan wird, um die Schulden auszuweiten, nicht, dass zu viel getan wird.“¹⁸

Mit anderen Worten: Staaten könnten es sich heute nicht leisten, keine expansive Fiskalpolitik zu betreiben, da die langfristigen Effekte von schwindenden Arbeitsplätzen in Folge unzureichender Nachfrage (die sogenannte Hysterese) einen sehr viel größeren Effekt auf das Defizit hätten als die Zinskosten der Neuverschuldung. Trotzdem sehen auch Furman und Summers eine Grenze der Verschuldungsmöglichkeiten. Diese Grenze wird aber nicht — wie von Blanchard et al. — durch steigende Schuldenquoten, sondern durch das Verhältnis von Zinszahlungen des Staats zum BIP bestimmt. Sie schlagen daher vor, reale Zinszahlungen im Verhältnis zum BIP auf 2% zu begrenzen, ein Wert, der mit Blick auf die US-Geschichte machbar erscheint.

Alle drei Vorschläge, Blanchard et al., Hüther und Südekum und Furman und Summers, lösen sich von einer starren Schuldenquote als Anker heutiger Fiskalpolitik. Insbesondere in ihrer Analyse deuten sie in Richtung einer nachfrageorientierten Fiskalpolitik. Sobald es um die Entwicklung konkreter Politikvorschläge geht, beschränken sich die drei Papiere allerdings auf Methoden zur Identifikation problematischer Verschuldungsdynamiken (im ersten Fall durch eine stochastische DSA, im zweiten durch die Beobachtung des Realzins, im dritten eine Zins/BIP Quote).

Damit konzentrieren sich die bisherigen Vorschläge zu einer neuen Finanzpolitik vor allem darauf, was nicht passieren darf, sei es der Anstieg der Schuldenquote, der konsumtiven Ausgaben

¹⁶Siehe zum Beispiel Mariana Mazzucato, „How to make better economic policy choices“, *Project Syndicate*, 21. Dezember, 2020, <https://www.project-syndicate.org/commentary/uk-treasury-complex-system-economic-policy-making-framework-by-mariana-mazzucato-and-simon-sharpe-2020-12>.

¹⁷Jason Furman und Lawrence H. Summers, „A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates“ (Working Paper, Brookings Institution, 2020), <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/11/furman-summers-fiscal-reconsideration-discussion-draft.pdf>.

¹⁸„Currently the primary worry for policy in the United States and several other countries is doing too little to expand the debt, not doing too much“ (Ibid., 36).

oder der Finanzierungskosten. Zugrunde liegt hier die Annahme, dass die Politik in einer Demokratie systematisch dazu tendiere, unverantwortlich hohe Defizite zu beschließen.¹⁹ Diese Annahme verleitet dazu, eine Obergrenze mit einem Ziel gleichzusetzen.

Aber diese Annahme ist nicht mehr zeitgemäß.²⁰ Wie Furman selbst vor kurzem sagte:

„Früher war ich der Meinung, dass die Politik nur in eine Richtung Fehler macht, nämlich in Richtung eines unverantwortlich hohen Anstiegs der Defizite, und dass daher Fiskalregeln eine nützliche Rolle bei ihrer Einschränkung spielen könnten. In den letzten 25 Jahren hat man jedoch viele Fehler in die entgegengesetzte Richtung gesehen. [...] Die gesamte Prämisse der Regeln ist also für viele Länder falsch.“²¹

Wenn kein inhärenter Defizit-Bias vorliegt, reicht eine Obergrenze nicht mehr aus, um Finanzpolitik Richtung und Ziel zu geben. Eine **positive Zielsetzung** wird notwendig.

Doch keiner der drei diskutierten Vorschläge liefert eine vollständige und kohärente, positive Vision: Blanchard et al. schlagen vor, „exzessive Schulden und Defizitlevel“ neu zu definieren;²² was die richtigen Level sind beantworten sie nicht. Furman und Summers argumentieren zwar, dass „stronger long-term growth“ Ziel der Finanzpolitik sein sollte, und dass es „ein Feature, not a Bug“ sei, dass ihr Ansatz keine bestimmte Schuldenquote anvisiert, doch eine Methode, wie die Größe des Defizits entschieden werden sollte, legen auch sie nicht vor. Hüther und Südekum wiederum schlagen vor, Investitionen aus der Schuldenbremse auszuklammern, um eine langfristige Investitionsagenda zu finanzieren — ein Ansatz, auf dem wir vorschlagen aufzubauen. Doch es bleibt unklar, ob ein Investitionsvolumen, das *mikroökonomisch* bestimmt wird, zu *makroökonomisch* optimalen Defizit- und Schuldenniveaus führt.

Eine positive Zielsetzung setzt eine Analyse der bestehenden Herausforderungen, die mittels der Finanzpolitik gemeistert werden können, voraus. Teil 2 spezifiziert daher dieser Herausforderungen genauer, bevor wir in Teil 3 den Versuch unternehmen, eine positive Zielsetzung zu skizzieren.

2 Die heutigen Herausforderungen

Die Bundesrepublik steht heute vor drei großen Herausforderungen: der Dekarbonisierung; dem demographischen Wandel; und der langfristigen Stabilisierung des Außenhandels. Damit diese nachhaltig bewältigt werden können, ist es entscheidend, eine vollausgelastete und kaufkräftige Wirtschaft, produktive Arbeit, sowie hohe Investitionen sicherzustellen. Im Folgenden werden diese Herausforderungen und insbesondere ihre Verbindung zur Finanzpolitik näher geschildert.

Bis spätestens 2045 soll Deutschland nahezu komplett **dekarbonisiert** sein. In den letzten 30 Jahren gelang es, teils durch Einmaleffekte der Deindustrialisierung Ostdeutschlands und im letzten Jahr begünstigt durch die Auswirkungen der Corona Pandemie, Emissionen um 41% zu reduzieren.²³ In den kommenden zehn Jahren müssen die Emissionen um weitere 24% sinken.²⁴

¹⁹zum Beispiel James M. Buchanan und Richard E. Wagner, *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes* (New York: Academic Press, 1977) oder Karl Schiller, „Die Grenzen der Wirtschaftspolitik (neu betrachtet)“, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 201 (1986): 1-11.

²⁰Zusätzlich ist unklar, ob sie je der Realität entsprach: siehe Moritz Schularick, „Public and Private Debt: The Historical Record“, *German Economic Review* 15, no. 1 (2013): 191-207.

²¹Jason Furman, „10 Fragen an Jason Furman“, *Dezernat Zukunft*, bevorstehende Veröffentlichung.

²²Blanchard, Leandro und Zettelmeyer, „Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards“, 21.

²³„Treibhausgase sinken 2020 um 87 Prozent“, Umwelt Bundesamt, Zugriff am 04. Mai, 2021, <https://www.umweltbundesamt.de/presse/pressemitteilungen/treibhausgasemissionen-sinken-2020-um-87-prozent>.

²⁴Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), „Deutschland soll bis 2045 klimaneutral werden“, *FAZ*, 5. Mai, 2021, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/deutschland-soll-bis-2045-klimaneutral-werden-17326849.html>.

Selbst ohne eine weitere Anhebung des Einsparziels wäre bis 2030 der vollständige Kohleausstieg, Gewinnung von 70% des Stroms aus erneuerbaren Energien, 14 Mio. Elektroautos auf der Straße, sechs Mio. verbaute Wärmepumpen und eine Erhöhung der jährlichen Sanierungsrate von Gebäuden um mindestens 50% erforderlich.²⁵ Präzise und belastbare Zahlen zu den staatlichen Kosten der Dekarbonisierung existieren unseres Wissens nach noch nicht. Bricht man die in der Net Zero Studie von McKinsey berechneten Bedarfe auf Deutschland herunter, entspräche das für Deutschland zusätzlichen Investitionen von mindestens 27 Mrd. Euro oder ca. 30% pro Jahr mehr.²⁶ Angesichts Corona ist diese Aufgabe nicht einfacher geworden: Die Länder haben signifikante Tilgungsverpflichtungen, 57% der Kommunen schätzen heute, dass ihr Investitionsvolumen tendenziell in Folge der Krise zurückgehen wird.²⁷

Damit diese Investitionen umgesetzt werden können, bedarf es Arbeitskräfte. So projiziert McKinsey einen signifikanten Beschäftigungsaufwuchs im Gebäudesektor, den erneuerbaren Energien und in neuer Transporttechnologie.²⁸ Zusätzlich befördern Digitalisierung und Automatisierung den Strukturwandel, gesellschaftliche und demographische Veränderungen erhöhen den Bedarf an sozialen Dienstleistungen. Laut Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS) werden bis 2030 1,7 Mio. Arbeitsplätze wegfallen und 2 Mio. neue Arbeitsplätze entstehen.²⁹ Das erfordert Ausgaben für Bildung, Weiterbildung, Forschung und Infrastruktur, insbesondere wenn das Ziel ist, wie in den USA, nicht nur das Nötigste zu tun, sondern eine innovative klimaneutrale Wirtschaft mit einem **vollausgelasteten Arbeitsmarkt** zu schaffen, die langfristige Wohlstand sichert.

Dafür gibt es gute Gründe, auch ohne das Bestreben mit China um wirtschaftliche Dominanz zu konkurrieren: Deutschland hat eine **stark alternde Bevölkerung**. Einer zurückgehenden Anzahl von Menschen im Erwerbsalter kommt die Aufgabe zu, ausreichend produktiv zu sein, damit Renten und Pflegekosten gezahlt werden können. 2040 wird die **demografische Abhängigkeitsquote** in Deutschland bei 52% liegen, 2019 befand sie sich noch bei 36%.³⁰

²⁵Agora Energiewende. *Klimaneutrales Deutschland* (Berlin: Agora Energiewende, 2020), <https://www.agora-energiewende.de/veroeffentlichungen/klimaneutrales-deutschland-zusammenfassung/>.

²⁶McKinsey NetZero, Destatis, eigene Berechnung; laut McKinsey haben 60% der Investitionen keinen eigenständigen profitablen Business Case, siehe McKinsey & Company, *Net-Zero Europe: Decarbonization pathways and socioeconomic implications* (McKinsey & Company, 2020), <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/how-the-european-union-could-achieve-net-zero-emissions-at-net-zero-cost>; Rechnung als Untergrenze, da es neben der Profitabilität auch andere Gründe für staatliche Investitionen gibt, siehe Mariana Mazzucato, *The Entrepreneurial State* (London: Anthem Press, 2013).

²⁷KfW Bankengruppe. *KfW-Kommunalpanel 2020* (Frankfurt am Main: KfW Bankengruppe, 2020), 37, <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-KfW-Kommunalpanel/KfW-Kommunalpanel-2020.pdf>.

²⁸McKinsey & Company, *Net-Zero Europe: Decarbonization pathways and socioeconomic implications*, 186

²⁹„Fachkräftemonitoring: Aktualisierte Projektion zur Entwicklung des Arbeitsmarktes“, Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS), Zugriff am 30. April, 2021, <https://www.bmas.de/DE/Arbeit/Fachkraeftesicherung-und-Integration/Fachkraeftemonitoring/fachkraeftemonitoring.html>.

³⁰Bevölkerung ab 65 im Verhältnis zur Bevölkerung zwischen 20 und 64, siehe „Old-age dependency ratio increasing in the EU“, Eurostat, Zugriff am 6. Mai, 2021, <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/DDN-20200713-1>; Daten: European Commission, „The 2021 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies (Institutional Paper 142, European Commission, November 2020)“, https://ec.europa.eu/info/publications/2021-ageing-report-underlying-assumptions-and-projection-methodologies_en.

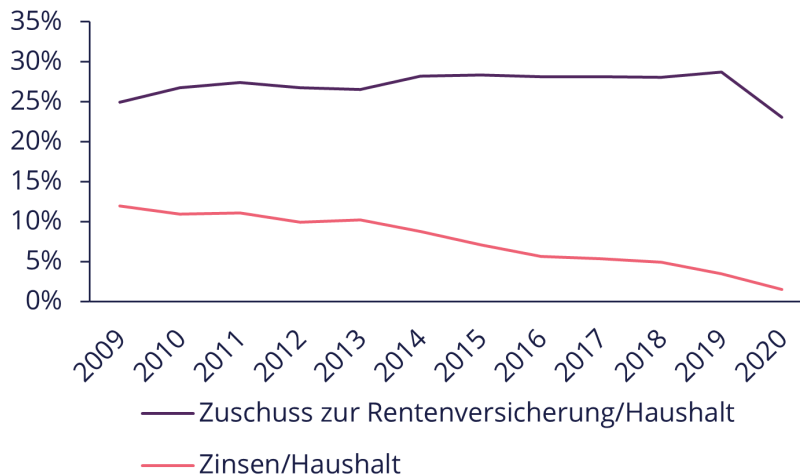


Abbildung 1: Zinskosten vs. Zuschuss zur allgemeinen Rentenversicherung in % des Bundeshaushalts, Sollzahlen für 2020
 Daten: Deutsche Rentenversicherung, BMF

Die Auswirkungen auf den Bundeshaushalt sind schon heute sichtbar. Zuschüsse zur Rentenversicherung belaufen sich bereits auf über 100 Mrd. Euro. 2019 machten sie 29% des Bundeshaushalts aus, Zinszahlungen nur 3,5% (Abbildung 1).³¹ Möchte man also die langfristige Tragfähigkeit des Bundeshaushalts sichern, ist **gut bezahlte Beschäftigung**, die den Bedarf an staatlichen Zuschüssen zur Rente (und weiteren sozialen Leistungen) minimiert, eine zentrale Stellschraube.³² Hier ist noch Spielraum: Die **ökonomische Abhängigkeitsquote**, das Verhältnis von Transferabhängigen zu Erwerbstätigen, lag 2020 bei 62%, deutlich über der rein demografischen Quote von 36%.³³ Denn Deutschland mag zwar eine niedrige Arbeitslosenquote haben, 4,5 Mio. Erwerbstätige (über 10%) sind jedoch ausschließlich geringfügig beschäftigt.³⁴ Zusätzlich befinden sich 0,8 Mio. nicht in der Arbeitslosenstatistik geführte Personen in Arbeitsmarktmaßnahmen oder haben einen Sonderstatus.³⁵

Auch die schwache Entwicklung niedriger Gehälter in den letzten 25 Jahren stellt eine Herausforderung für die Finanzierung der Alterssicherung und des Sozialstaats dar: Die realen Bruttostundenlöhne der untersten drei Dezile lagen 2018 noch immer unter dem Wert von 1995 (auch wenn sie sich seit 2013 im Aufwärtstrend befinden) — zwei verlorene Jahrzehnte, deren Wiederholung wir uns nicht leisten können. Zudem verdienen knapp 22% der abhängig Beschäftigten

³¹Es wird hier auf 2019 Bezug genommen, da der Krisenhaushalt 2020 nicht repräsentativ für die Zusammensetzung des Bundeshaushalts ist.

³²Gemeinschaftsdiagnose, *Pandemie verzögert Aufschwung – Demografie bremst Wachstum* (Essen: Gemeinschaftsdiagnose, 2021), https://gemeinschaftsdiagnose.de/wp-content/uploads/2021/04/GD.F21.Langfassung_online.pdf; Bundesministerium der Finanzen (BMF), *Tragfähigkeitsbericht 2020* (Berlin: BMF, 2021), https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/2020-03-11-tragfaehigkeitsbericht.pdf?__blob=publicationFile&v=14.

³³Verhältnis von Transfer- und Rentenempfängern zu Erwerbstätigen, eigene Berechnungen basierend auf der Definition von Erik Türk et al., „Den Demographischen Wandel Bewältigen: Die Schlüsselrolle des Arbeitsmarktes“ (IMK Report 137, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), 2018), https://www.imk-boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-006858. Anstelle der Altersspanne 15 bis 64 wird die Altersspanne 20 bis 64 angesetzt, um Vergleichbarkeit mit der demographischen Abhängigkeitsquote herzustellen.

³⁴Sozialpolitik Aktuell <http://www.sozialpolitik-aktuell.de/files/sozialpolitik-aktuell/Politikfelder/Arbeitsmarkt/Datensammlung/PDF-Dateien/abbIV91.pdf>.

³⁵Bundesagentur für Arbeit, *Jahreszahlen – Teil Arbeitsmarkt (2020)*, veröffentlicht durch Bundesagentur für Arbeit im April 2021, https://statistik.arbeitsagentur.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Einzelheftsuche_Formular.html?nn=1610080&topic_f=anba-arbeitsmarkt.

nur einen Niedriglohn³⁶, 1995 waren es 17%.³⁷ Dabei gibt es deutliche Geschlechterunterschiede: Nicht nur haben Frauen eine niedrigere Arbeitsmarktbeteiligung als Männer, knapp 50% von ihnen arbeiten in Teilzeit, zumeist aufgrund familiärer Verpflichtungen.^{38,39}

Eine steigende *demografische* Abhängigkeitsquote führt nicht notwendigerweise zu fiskalischen Problemen, insbesondere wenn sie mit stetigen Produktivitätsgewinnen einhergeht. Sie macht aber die Reduktion der *ökonomischen* Abhängigkeitsquote und eine starke Lohnentwicklung, insbesondere in den unteren Einkommensdezilen, zu zentralen Faktoren für die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen.

Niedrige Verdienste sind nicht nur aus haushälterischer Sicht problematisch, sie führen aufgrund niedriger Kaufkraft auch zu fehlender Binnennachfrage und tragen zum **Außenhandelsungleichgewicht** bei. Die so fehlende heimische Nachfrage wird von einem derart großen Exportüberschuss kompensiert, dass die EU Deutschland seit Jahren signifikante makroökonomische Ungleichgewichte vorwirft. In ihren länderspezifischen Empfehlungen fokussiert sich die EU-Kommission auf die Erhöhung von Investitionen und Verdiensten (sowohl durch höhere Löhne als auch längere Arbeitszeit). Fortschritte bei der Umsetzung dieser waren laut Länderreport 2020 jedoch zuletzt ‚begrenzt‘.⁴⁰

Ein Exportüberschuss ist zwar kein unmittelbares Problem für den deutschen Haushalt, bringt Deutschland aber in außenpolitische Abhängigkeit. Außerdem erfordert er, dass sich andere Länder immer mehr verschulden (da sie mehr importieren als exportieren), was kein dauerhaft tragbarer Zustand ist und zu internationalen Spannungen führen kann. Die US-Treasury, auf deren Monitoring Liste Deutschland wegen seines hohen Handelsbilanzüberschusses steht, erwähnt die Schuldenbremse explizit als einen Grund des Handelsbilanzüberschusses und fordert Deutschland zu einer dauerhaft expansiveren Fiskalpolitik nach der Coronakrise auf. Dies könne helfen, angemessene Fortschritte in Richtung einer ausgeglicheneren Handelsbilanz zu machen.⁴¹

Zusammengefasst: die Aufgabenstellung, vor der die deutsche Finanzpolitik heute steht, ist eine vollausgelastete und kaufkräftige Wirtschaft, produktive Arbeit, sowie hohe Investitionen sicherzustellen, um damit den demographischen Wandel sowie die Dekarbonisierung zu bewältigen und das Außenhandelsungleichgewicht zu reduzieren.

Das heutige Rahmenwerk der deutschen Finanzpolitik (siehe Box 1), und insbesondere die Schuldenbremse verfehlen diese Aufgabenstellung. Ihr Fokus liegt auf der Stabilisierung der Schuldenquote bei 60%. Das birgt das Risiko, falsche Sicherheit zu vermitteln: Selbst wenn dieses Ziel erreicht werden sollte, wie es 2019 kurz der Fall war, garantiert das weder hinreichende Investitionen, noch Produktivitätswachstum oder einen ausgeglichenen Außenhandel. Gewichtige Risiken können so ungesehen anwachsen und bei ihrem Eintreten erhebliche haushalterische Konsequenzen entwickeln.

³⁶Die Niedriglohnschwelle liegt bei 11,40 Euro brutto pro Stunde.

³⁷Alexandra Fedorets, Markus M. Grabka, Carsten Schröder und Johannes Seebauer. *DIW Wochenbericht: Lohnungleichheit in Deutschland sinkt* (Berlin: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), 2020), <https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw.01.c.725379.de/20-7-1.pdf>.

³⁸Pola Schneemelcher und Philippa Sigl-Glückner, „Close the Gap!“, *Dezernat Zukunft*, 11. März, 2021, <https://dezernatzukunft.org/close-the-gap/>.

³⁹„Unfreiwillig Teilzeitbeschäftigte“, Statistisches Bundesamt (Destatis), Zugriff am 30. April, 2021, <https://www.destatis.de/DE/Themen/Arbeit/Arbeitsmarkt/Qualitaet-Arbeit/Dimension-3/unfreiwillig-teilzeitbeschaeftigte.html>.

⁴⁰Europäische Kommission. *Länderbericht Deutschland 2020* (Brüssel: Europäische Kommission, Februar 2020), 20, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020SC0504&from=EN>.

⁴¹U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs. *Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States* (Washington D.C.: U.S. Department of the Treasury, 2021), 25, <https://home.treasury.gov/system/files/206/April.2021.FX.Report.FINAL.pdf>.

Box 1. Das Rahmenwerk der heutigen deutschen Fiskalpolitik

Die deutsche Fiskalpolitik wird heute im Wesentlichen von zwei ökonomischen Ideen geleitet: (1) Eine Begrenzung der **Schuldenquote** auf einem bestimmten Niveau ist sinnvoll. (2) Die Begrenzung der Schuldenquote lässt sich mit antizyklischer Fiskalpolitik vereinen, indem man die Abweichung des BIPs von dem **geschätzten Produktionspotenzial** mittels automatischer Stabilisatoren ausgleicht.

Diese Ideen spiegeln sich im europäischen **Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP)** sowie seiner Übersetzung in nationales Recht, der im Grundgesetz verankerten **Schuldenbremse** wider. Der SWP sieht eine Beschränkung des Bruttoschuldenstands auf 60% und des Defizits auf 3% vor.⁴² Unter dem 2011 hinzugekommenen präventiven Arm sollen Mitgliedstaaten zudem ein Medium Term Objective (MTO) erreichen, zu dem für Deutschland vor der Coronakrise auch ein strukturelles Defizit von 0,5% des BIPs gehörte.⁴³

Die Schuldenbremse begrenzt das jährliche Defizit.⁴⁴ Die Höhe der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme hängt dabei von der konjunkturellen Lage ab. Die Methode zur Berechnung der sogenannten **Konjunkturkomponente** ist einfachgesetzlich, beziehungsweise durch eine Verordnung, geregelt. Sie beruht heute auf einem Verfahren, das die bei der EU-Kommission angesiedelte Output Gaps Working Group (unter Beteiligung deutscher Ministerien) festlegt. Unterschiede in der Berechnungsmethode können den Verschuldungsspielraum um mittlere zweistellige Milliardenbeträge ausweiten oder reduzieren. Aufgrund ihrer großen politischen Bedeutung wird die Methodik kontinuierlich angepasst und weiterentwickelt.

Im Kontext der Coronakrise wurden sowohl die Begrenzung der maximalen Nettokreditaufnahme unter der Schuldenbremse als auch die Vorgaben des SWPs auf Basis von Notfallklauseln, die in den jeweiligen Regelungen enthalten sind, ausgesetzt.

Dies ist wenig überraschend: Die Zielsetzung der Schuldenbremse und des Fiskalrahmens insgesamt ist rückwärts-, nicht vorwärtsgerichtet. Sie stammt aus einer Zeit, in der Zinskosten ca. 9% des Haushalts ausmachten, die Renditen deutscher Staatsanleihen bei 9% und das Wachstum bei 5% lagen, die Inflation sich in Richtung 5% bewegte⁴⁵ und auf eine Person im Rentenalter fünf im arbeitsfähigen Alter kamen;⁴⁶ eine Zeit, in der nicht die Arbeit, sondern das Kapital das Problem war.⁴⁷

⁴² „Der neue Stabilitäts- und Wachstumspakt“, Bundesministerium der Finanzen (BMF), Zugriff am 30. April, 2021, https://www.bundesfinanzministerium.de/Web/DE/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euroraums/Haushaltspolitische_Ueberwachung_der_EU/Stabilitaets_und_Wachstumspakt/stabilitaets_und_wachstumspakt.html.

⁴³ Bundesministerium der Finanzen (BMF). *Deutsches Stabilitätsprogramm 2019* (Berlin: BMF, 2019), https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Press_Room/Publications/Brochures/2019-04-17-german-stability-programme-2019.pdf?__blob=publicationFile&v=7.

⁴⁴ Philippa Sigl-Glückner, Max Krahe, Nicolas Gassen, Joost Pietschmann, Mathis Richtmann und Pola Schneemelcher, „Schuldenbremse 101: Die wichtigsten Begriffe rund um die Schuldenbremse“, *Dezernat Zukunft*, 01. April, 2021, <https://dezernatzukunft.org/schuldenbremse-101/>.

⁴⁵ Jan Priewe, „Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Grenzwerte für Defizite und Schulden in der Kritik“, *Wirtschaftsdienst* 100 (Juli 2020): 538 – 544.

⁴⁶ „koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung für Deutschland - Variante 1: Moderate Entwicklung bei niedrigem Wanderungssaldo (G2L2W1)“, Statistisches Bundesamt (Destatis), Zugriff am 30. April, 2021, <https://service.destatis.de/bevoelkerungspyramide/#!y=1992&a=20,65&v=2&g>.

⁴⁷ So lautete zum Beispiel ein Kapitel in dem Manifest Weil das Land sich ändern muss „Kapitalismus, der an Kapitalmangel leidet“ (Marion Dönhoff, Helmut Schmidt, Wolfgang Thierse et al. (Hamburg: Rowohlt, 1992)).

Heute sind die Renditen auf deutsche Staatsanleihen negativ. Es müssen nicht die Zinskosten unter Kontrolle gebracht werden, sondern Arbeitskräfte mobilisiert, Investitionen getätigt, Kaufkraft gesteigert und das internationale Umfeld stabilisiert werden. Wir sind in einer Situation, in der uns nicht der Schuldenstand kostet, sondern der Fokus auf rückwärtsgewandte Regeln. Es ist höchste Zeit für ein Update, für eine neue deutsche Finanzpolitik. Im Folgenden skizzieren wir einen Vorschlag.

3 Produktionspotenzial maximieren, nicht stabilisieren

In der jüngeren volkswirtschaftlichen Forschung hat sich herauskristallisiert, dass Wirtschaften auch längerfristig an Nachfragemangel (*demand side secular stagnation*) leiden können.⁴⁸ Weder Exportmöglichkeiten auf dem Weltmarkt noch die heimische Nachfrage garantieren automatisch, dass eine Wirtschaft voll ausgelastet wird.⁴⁹ Daraus ergibt sich ein zentrales positives Ziel für gute Finanzpolitik: die Auslastung der Wirtschaft zu sichern.

Box 2. Definition Vollauslastung

Vollauslastung wird oft mit Vollbeschäftigung gleichgesetzt. Gerade angesichts der eingangs beschriebenen Situation am deutschen Arbeitsmarkt greift diese Definition jedoch zu kurz. Trotz eines hohen Beschäftigungsniveaus gibt es eine Vielzahl Konstellationen, unter denen das Arbeitseinkommen nicht für eine Alters- und soziale Absicherung ausreicht und die betreffende Person auf staatliche Leistungen angewiesen ist. Wir definieren Vollauslastung daher als einen Zustand, in dem jede und jeder die Möglichkeit hat, ausreichend produktiv zu sein, um den eigenen Lebensunterhalt zu bestreiten. Die ökonomische Abhängigkeitsquote nach Türk et al. kann ein erster Anhaltspunkt hierfür sein, darüber hinaus sollte aber auch die Lohnentwicklung beobachtet werden: Sie ist auf der einen Seite zentral für die Finanzierung sozialstaatlicher Aufgaben, kann auf der anderen Seite aber auch ein Indikator für (Über)vollauslastung und steigende Preise sein.

Eng verbunden mit dem Konzept der Vollauslastung ist die Außenhandelsbilanz. Falls diese über viele Jahre einen Exportüberschuss ausweist, spricht dies dafür, dass die Binnennachfrage strukturell zu schwach ist. Der Exportüberschuss fördert dann zwar die Auslastung der heimischen Wirtschaft, entzieht aber den Handelspartnern Nachfrage und erschwert damit die Auslastung der Wirtschaft im Ausland.

3.1 Konjunkturstabilisierung ist nicht gleich Vollauslastung

Auf den ersten Blick scheint das Ziel, die Wirtschaft voll auszulasten, in das bestehende Rahmenwerk der deutschen Fiskalpolitik integriert zu sein. Die Schuldenbremse erlaubt bereits jetzt, durch Konjunkturkomponente und Notfallklausel in einem gewissen Maß konjunkturstabilisierende Finanzpolitik, sprich in Abschwüngen zusätzliche Nachfrage in die Wirtschaft zu speisen.

Auf den zweiten Blick zeigt sich jedoch, dass Konjunkturstabilisierung und Vollauslastung zwei grundverschiedene Zielsetzungen sind. Der Ansatz der Konjunkturstabilisierung zielt darauf ab, die Entwicklung und Auslastung der Wirtschaft um einen historischen Trend herum zu stabilisieren. Ob dieser Trend dem einzigen oder dem bestmöglichen Entwicklungspfad der

⁴⁸Lawrence H. Summers, „Demand Side Secular Stagnation“, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 105, no. 5 (2015): 60-65.

⁴⁹Locus classicus: John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London: Palgrave Macmillan, 1936).

Wirtschaft entspricht, ist zunächst unklar, wird aber von Vertretern des Stabilisierungsansatzes oft bejaht.⁵⁰ Solange man davon ausgeht, dass es nur einen Trend gibt, würden Reformen, die dazu führen, dass das Wirtschaftswachstum über den Trend hinausgeht (zum Beispiel durch eine erhöhte Erwerbsbeteiligung von Frauen), als Überhitzung der Konjunktur interpretiert werden, welche wiederum Einsparungen nötig macht.

Der Ansatz der Vollauslastung hingegen basiert auf der Annahme, dass Wirtschaften mehrere mögliche Gleichgewichte und Entwicklungspfade haben. Wo dies gegeben ist, kann eine Demokratie mittels Finanzpolitik nicht nur die Wirtschaft um einen Trend herum stabilisieren, sondern den Versuch unternehmen, den Trend selber in die gewünschte Richtung zu beeinflussen. Dies erfordert allerdings, von dem Ziel über den Konjunkturzyklus ausgeglichener Haushalte abzurücken.⁵¹ Bei struktureller Nachfrageschwäche können zum Beispiel auch langfristig Haushaltsdefizite notwendig sein, um die Wirtschaft längerfristig voll auszulasten; ebenso könnten bei strukturellen Nachfrageexzessen langfristig Haushaltsüberschüsse notwendig sein, um eine Überhitzung der Wirtschaft nachhaltig zu verhindern. Trotz der Möglichkeit anhaltender Haushaltsdefizite kann eine auf Vollauslastung ausgerichtete Finanzpolitik nachhaltiger sein als eine konjunkturstabilisierende, wenn der höhere Entwicklungspfad der Wirtschaft für höhere Steuereinnahmen, niedrigere Sozialausgaben und eine stärkere, innovativere Realwirtschaft sorgt. Voraussetzung ist ein Zinsniveau, das unter dem Wirtschaftswachstum liegt.

Wir schlagen vor, dass sich eine neue deutsche Finanzpolitik vom Ansatz der Konjunkturstabilisierung löst und stattdessen auf Vollauslastung zielt. Und das nicht, weil nachhaltige Finanzen sekundär sind, sondern weil nachhaltige Finanzen heute primär vom Pfad der wirtschaftlichen Entwicklung abhängen.

Zwei Argumente sprechen für diesen Wechsel: ein rückschauendes und ein vorwärtsblickendes.

3.2 Die mäßig erfolgreiche Suche nach dem Produktionspotenzial

Rückblickend hat sich gezeigt, dass die tragende Säule des Konjunkturstabilisierungsansatzes inhärente Schwächen aufweist: Ein konjunkturunabhängiges **Produktionspotenzial**, um das herum die Konjunktur stabilisiert werden soll, lässt sich nicht eindeutig bestimmen.⁵² Damit fehlt der Trend, um den herum die Stabilisierung vorgenommen werden soll. Der Ansatz der Konjunkturstabilisierung wird dadurch effektiv indeterminant, sprich er gibt keine gut begründbare finanzpolitische Richtung vor.

Diese Schwäche hat sich auf beiden Seiten des Atlantiks offenbart. Die Schätzmethode der EU, die unter Beteiligung der Bundesregierung entwickelt und auch für die Umsetzung der deutschen Schuldenbremse verwendet wird, wurde 2002, 2004, 2010, 2013 und 2016 abgeändert.⁵³ Die

⁵⁰So zum Beispiel von Andrew Bailey, Gouverneur der Bank of England: „Monetary policy cannot increase output above potential in the long term”, in „Bank of England is not doing ‘monetary financing’”, *Financial Times*, 5. April, 2020, <https://www.ft.com/content/3a33c7fe-75a6-11ea-95fe-fcd274e920ca>.

⁵¹Bzw. von der Idee, dass ausgeglichene Haushalte mittels *Finanzpolitik* zu erreichen seien. In Teil 5 erläutern wir, dass auch im Rahmen eines Vollauslastungsansatzes eine Begrenzung des Defizits und der Schuldenquote möglich ist, jedoch mittels *Struktur-* und nicht *Finanzpolitik*.

⁵²Für einen ausführlicheren Beleg dieser Aussage, siehe Florian Schuster, Philippa Sigl-Glöckner und Max Krahe. „Wird die Konjunkturkomponente der Schuldenbremse in ihrer heutigen Ausgestaltung ihrer Aufgabe noch gerecht? Analyse und ein Reformvorschlag.”. (Working Paper, Dezernat Zukunft, bevorstehende Veröffentlichung).

⁵³2002: Wechsel von rein statistischem zu modellbasierten Schätzungsverfahren. 2004: Aufhebung der Vorgabe, dass die Abweichung der NAWRU von der Erwerbslosenquote über den Konjunkturzyklus durchschnittlich bei null liegen müsse. 2010: Wechsel von Hodrick-Prescott- (HP) zu Kalman-Filter. 2013: Einführung der New Keynesian Phillips-Kurve (NKP), neben der Traditionellen Phillips-Kurve (TKP). 2016: Einführung des *constrained judgement approach*.

quantitativen Auswirkungen waren teils erheblich⁵⁴ und ergänzten die ohnehin großen Revisionen, die dadurch entstehen, dass zunächst geschätzte Modell-Inputs ex post durch tatsächliche Ist-Werte ersetzt werden.⁵⁵ Zudem wurde bereits 2016 das Prinzip des *constrained judgement* eingeführt, also die Möglichkeit der EU-Kommission, unter bestimmten Umständen eine von den Berechnungen abweichende Einschätzung der Produktionslücke zu treffen.⁵⁶ Weitere ad-hoc Anpassungen der Schätzmethode wurden im Zuge der Coronakrise nötig, um unplausibel große Reduktionen des Produktionspotenzials zu vermeiden.

Hintergrund dieser vielen Änderungen war weniger der volkswirtschaftliche Wissensfortschritt,⁵⁷ sondern eher der wiederholte Versuch, die Berechnungsmethode so anzupassen, dass ihre Ergebnisse eine gewisse Mindestplausibilität erreichen, anstatt prozyklische Fiskalpolitik zu befördern.⁵⁸ Darin zeigte sich, dass es in den vergangenen zwei Jahrzehnten nicht gelungen ist, eine stabile Schätzungsmethode für das Produktionspotential zu entwerfen, die belastbar genug ist, um wiederholte Plausibilitätsüberprüfungen zu überstehen.

In den USA war in den letzten Jahren zu beobachten, was passiert, wenn Produktionspotenzialschätzungen in der Finanz- und Geldpolitik praktisch ignoriert werden. Dort lag die tatsächliche Wirtschaftsleistung seit 2017 jeweils über dem geschätzten Produktionspotential. Trotzdem blieben sowohl Fiskal- als auch Geldpolitik expansiv, entgegen dessen, was ein Konjunkturstabilisierungsansatz hier empfohlen hätte. Anstatt zu Überhitzung und steigender Inflation zu führen, fiel die Arbeitslosigkeit weiter und die Größe der Erwerbsbevölkerung stieg an, da Menschen aus der Inaktivität in den Arbeitsmarkt zurückkehrten.⁵⁹ Hier hat sich in der Praxis erwiesen, dass eine Wirtschaftsleistung deutlich über dem vorher geschätzten Produktionspotential möglich war. Das Potential war im positiven Sinne elastisch.

Diese Erfahrung führte dazu, dass die US Federal Reserve im Sommer 2020 von einem symmetrischen Konjunkturstabilisierungsansatz zu einem asymmetrischen Vollauslastungsansatz wechselte.⁶⁰ Ebenso orientiert sich die Finanzpolitik von Präsident Biden nicht an der Stabilisierung des Produktionspotentials, sondern zielt, wie im Eingangszitat beschrieben, bewusst auf „mehr Wachstum, höhere Einkommen, eine stärkere Wirtschaft“ — unter anderem mit einem Konjunkturpaket, das die geschätzte Produktionslücke um circa das Dreifache übertrifft.⁶¹

⁵⁴So veränderte sich zum Beispiel aufgrund der 2013er Anpassung die Arbeitslosenquote, bei der Spaniens Wirtschaft als ausgelastet galt, von circa 26% auf 21%.

⁵⁵Dieser Prozess der nachträglichen Neuberechnung führt im Schnitt zu Veränderungen des geschätzten Produktionspotenzials von ca. 1,5 BIP-Prozentpunkten; siehe Eugen Tereanu, Anita Tuladhar und Alejandro Simone, „Structural Balance Targeting and Output Gap Uncertainty“ (IMF Working Paper WP/14/107, Internationaler Währungsfonds, 2014), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14107.pdf>.

⁵⁶Europäische Kommission, „Vade Mecum on the Stability & Growth Pact“ (Institutional Paper 101, Europäische Kommission, 2019), <https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip101.en.pdf>.

⁵⁷Das zeigt sich zum Beispiel daran, dass nicht einheitlich auf eine New Keynesian Phillips Curve umgestellt wurde. Stattdessen behielten einige Länder die Traditional Phillips Curve bei, während andere die New Keynesian Phillips Curve übernahmen.

⁵⁸Philipp Heimberger, Jakob Huber und Jakob Kapeller, „The power of economic models: The case of the EU’s fiscal regulation framework“, *Socio-Economic Review* 18, no. 2 (April 2020): 337-366.

⁵⁹Arbeitslosigkeit: siehe „Unemployment Rate“, Federal Reserve Bank of St. Louis, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>. Erwerbsquote: siehe „Labor Force Participation Rate“, Federal Reserve Bank of St. Louis, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://fred.stlouisfed.org/series/CIVPART>.

⁶⁰Jerome Powell, „New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review“ (Rede, Economic Policy Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, 27. August 2020), <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>. Siehe insbes. den Text bei Fußnoten 23, 24, und 25.

⁶¹Das Congressional Budget Office (CBO) schätzte die Produktionslücke für 2021 auf knapp 2% des BIPs (CBO, *An Overview of the Economic Outlook* (Washington D.C.: CBO, Februar 2021), 3, <https://www.cbo.gov/system/files/2021-02/56965-Economic-Outlook.pdf>). Der American Rescue Plan, Präsident Biden’s Konjunkturpaket, umfasst circa 1,9 Billionen Dollar, mehr als 8% des US BIPs, welches vor Corona bei knapp 22 Billionen US Dollar pro Jahr lag.

3.3 Multiple Gleichgewichte und Entwicklungspfade

Die amerikanische Erfahrung deutet bereits auf das zweite, vorausblickende Argument: **Marktwirtschaften haben multiple nachfrageseitige Gleichgewichte und Entwicklungspfade.** Volkswirtschaften können durch Krisen, Booms oder andere nachfrageseitige Veränderungen auf verschiedene Entwicklungspfade gelangen. Dies macht es möglich, durch expansive Fiskalpolitik die Wirtschaft auf einen permanent höheren Wachstumspfad zu bewegen. **Angesichts der oben besprochenen Herausforderungen für die Bundesrepublik sehen wir dies als starkes Argument dafür, mit Finanzpolitik auf Vollauslastung abzielen, um damit maximale Kapazitäten für die Bewältigung des Klima- und demographischen Wandels zu schaffen.** Mit anderen Worten: das Produktionspotential sollte — mittels eines Vollauslastungsansatzes — maximiert, nicht stabilisiert werden.

Es gibt zahlreiche Gründe, weswegen Wirtschaften multiple nachfrageseitige Gleichgewichte und Entwicklungspfade haben, so dass Vollauslastung langfristig das Produktionspotential steigern kann. Hier beschreiben wir drei:

1. Die Vergangenheit zählt. Sogenannte Hysterese-Effekte führen dazu, dass Wirtschaften infolge einer Krise dauerhaft auf niedrigeren Wachstumspfaden verbleiben.⁶² Wie Abbildung 2 zeigt, hat die Eurozone zum Beispiel in der Finanzkrise ihren ehemaligen Wachstumspfad dauerhaft verlassen.

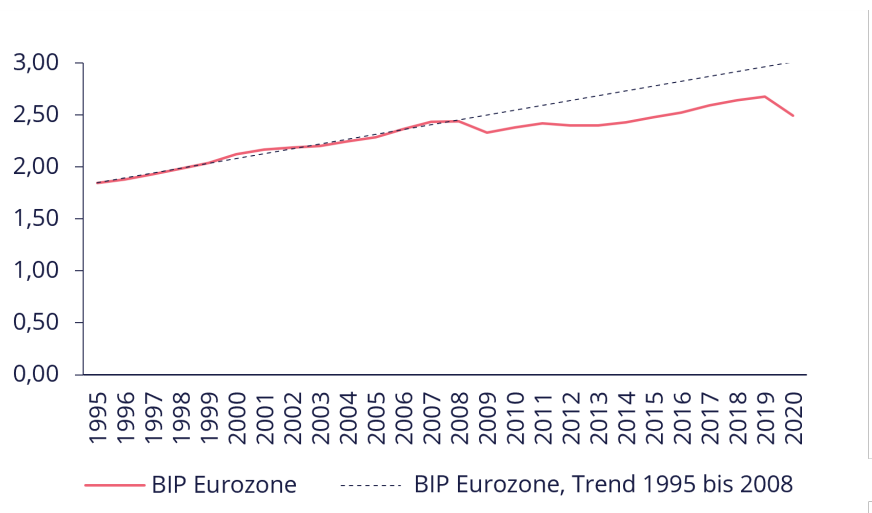


Abbildung 2: Hysterese-Effekt in der Eurozone; reales BIP vs. BIP Trend 1995 bis 2008 in Bio. Euro, kalenderbereinigt und verkettet
Daten: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)

Ein möglicher Grund sind mangelnde Investitionen in der Krise, die im Anschluss nicht notwendigerweise nachgeholt werden. Das kann daran liegen, dass Unternehmen in Folge der Krise hoch verschuldet sind und nur limitierten Zugang zu Kapital haben, insbesondere dann, wenn der Finanzsektor auch gebeutelt wurde;⁶³ oder auch daran, dass Unternehmer in Krisen risikoavers werden und trotz Finanzierungsmöglichkeiten Investitionen scheuen (siehe auch Punkt 2.). Auch Arbeitsmärkte sind pfadabhängig: Insbesondere, wenn es über längere Zeit unzureichende Nachfrage gibt, geben Menschen die Suche nach Arbeit auf und ziehen sich vom

⁶²Für eine umfassende Übersicht zu Hysterese-Effekten und Evidenz siehe: J. Bradford DeLong und Lawrence H. Summers, „Fiscal Policy in a Depressed Economy“ (Brookings Papers on Economic Activity 2012(1), Brookings Institution, 2012), https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a_DeLong.pdf.

⁶³Richard Koo, „Balance sheet recession is the reason for ‘secular stagnation’“, *VoxEu*, 11. August, 2014, <https://voxeu.org/article/balance-sheet-recession-reason-secular-stagnation>.

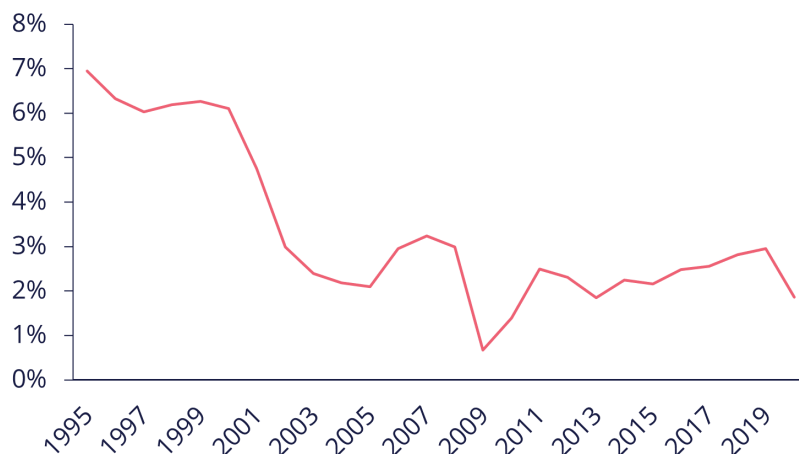


Abbildung 3: Private Nettoanlageinvestitionen in Deutschland in % des BIPs
 Daten: Annual Macro-economic Database of the European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs (AMECO)

Arbeitsmarkt zurück. Längere Perioden in der Arbeitslosigkeit führen dazu, dass Kompetenzen verloren gehen und Menschen stigmatisiert werden. Besonders betroffen sind oft ältere Menschen, die sich angesichts einer schwierigen Lage am Arbeitsmarkt für einen früheren Eintritt in die Rente entscheiden; junge Erwerbstätige, die den Eintritt in den Arbeitsmarkt versuchen und darauf angewiesen sind, dass jemand in ihre Fähigkeiten investiert; sowie Geringqualifizierte, die sich zumeist in unsichereren Arbeitsverhältnissen befinden.⁶⁴ Eine dritte mögliche Quelle von Hysterese-Effekten sind dauerhafte Verschiebungen in der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Falls zum Beispiel ein Anstieg der Ungleichheit Einkommen von unten nach oben verschoben hat, kann dies aufgrund unterschiedlicher marginaler Konsumneigungen zu dauerhaft niedrigerer Nachfrage führen. Falls diese nicht ausgeglichen wird, zum Beispiel durch höhere Haushaltsdefizite, ist ein dauerhaft niedrigeres Produktionsniveau zu erwarten.

2. Die Zukunft zählt. Investitionsentscheidungen hängen neben Zinsen von Umsatz- und Profiterwartungen ab. Diese wiederum basieren auf radikal ungewissen Annahmen über die Zukunft. Endogene Erwartungsbildungsprozesse können daher das Investitionsniveau nach oben oder unten verschieben.⁶⁵ Entscheidend ist dabei, dass dieser Faktor die Effektivität geldpolitischer Konjunktursteuerung begrenzt. Selbst wenn in einer Krise die Zentralbank oder Marktbewegungen den Zinssatz absenken, bleibt unklar, ob dieser niedrigere Zinssatz das Investitionsniveau auf das makroökonomisch notwendige Niveau anhebt. Pessimismus über zukünftige Absätze, ungewisse Personalkosten, Vorsicht vor aggressiver Konkurrenz, Sorgen über Lieferketten oder eine allgemeine negative Marktstimmung; all dies kann günstigere Finanzierungskosten überwiegen und tut es in der Praxis oft. Trotz der ultralockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank liegen zum Beispiel die Nettoanlageinvestitionen privater Investoren in der Eurozone weiterhin unter dem Niveau von 2008 (siehe Abbildung 3).

3. Auch Finanzmärkte haben ihre Eigenheiten. Die Risikoneigung von Geldgebern kann sich im Lauf der Zeit verändern, sei es aufgrund externer Faktoren wie Bankenregulierung, weil sich Erwartungen geändert haben oder weil die Gesellschaft altert und sichere Vorsorgeprodukte so wichtiger werden als die Chance auf schnelle Vermögensakkumulation. Wenn Investoren

⁶⁴Danny Yagan, „Employment Hysteresis from the Great Recession“, *Journal of Political Economy* 127, no. 5 (2019): 2505-2558.

⁶⁵Robert Shiller, *Narrative Economics* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2019).

risikoaverser werden und sich ihre Präferenzen hin zu liquiden Anlagen verschieben, werden die Finanzierungskosten für illiquide, realwirtschaftliche Investitionen teurer, ganz unabhängig von anderen Entwicklungen der Realwirtschaft. Der Zins für risikobehaftete Investitionen kann infolgedessen zu hoch liegen, als dass genügend Investitionsprojekte realisiert würden, um die Wirtschaft an ihre Kapazitätsgrenze bringen.

Diese und andere Mechanismen sorgen dafür, dass eine Wirtschaft angebotsseitig weder auf ein bestimmtes Gleichgewicht noch auf einen bestimmten Entwicklungspfad festgelegt ist. Im Gegenteil, die Angebotsseite wird jeden Tag durch eine Vielzahl von Investitions- oder Nichtinvestitionsentscheidungen neu geschaffen. Wo nachfrageseitig auf Sparflamme gefahren wird, können nicht nur bestehende Kapazitäten brachliegen, sondern die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass das *Trendwachstum* selbst fällt. Arbeitskräfte, die nicht arbeiten, verlieren ihre Fertigkeiten oder lernen zumindest nicht dazu. Maschinen, Infrastruktur und Gebäude, die durch Nachfragemangel stillgelegt wurden, können verkommen, da sie nicht automatisch in neuen Projekten zum Einsatz kommen. Wo die Nachfrage hoch ist und Optimismus herrscht werden hingegen nicht nur alle Ressourcen in den Einsatz gebracht, sondern es wird mit hoher Wahrscheinlichkeit mehr investiert, es geschieht mehr *Learning by Doing*, und die Chancen, dass entscheidende Produktivitätsthroughbrüche stattfinden, steigen.

Dies bedeutet nicht, dass die Angebotsseite *rein* durch die gesamtgesellschaftliche Nachfrage bestimmt wird. Selbstverständlich spielt eine Vielzahl anderer Faktoren hier eine Rolle. Doch angesichts der Herausforderungen, vor denen Deutschland heute steht, können wir kein Instrument ungenutzt lassen. Daher schlagen wir vor, den finanzpolitischen Rahmen von einem konjunkturstabilisierenden auf einen auf Vollauslastung zielenden Ansatz umzustellen. Anstatt auf die Stabilisierung eines unbestimmbaren Produktionspotenzials zu zielen, sollte der Staat so lange mehr Geld ausgeben als er einnimmt, bis Vollauslastung erreicht ist, und erst dann anfangen zu sparen, wenn die Gefahr von (nachfrageseitiger) Inflation einsetzt. Mit einer solchen Vollauslastungspolitik, wird ein wichtiger Beitrag geleistet, das (nicht beobachtbare) Produktionspotential nachhaltig zu steigern und zu maximieren.

Wie eine auf Vollauslastung zielende Finanzpolitik konkret aussehen könnte, wird in Teil 6 dargelegt. Zuvor diskutieren wir zwei Einwände gegen diesen Ansatz: in Teil 4 betrachten wir das Argument, dass Geldpolitik anstatt von Finanzpolitik verwendet werden sollte, um Vollauslastung herzustellen; in Teil 5 den Einwand, dass unser Vorschlag zu eskalierenden Schuldenquoten und dem Risiko von Staatsbankrott und Finanzinstabilität führen würde. Beide Einwände erlauben ein Nachschärfen unseres Ansatzes, erweisen sich aber bei näherer Betrachtung als keine stichhaltigen Gegenargumente.

4 Eine neue Arbeitsteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik

In der letzten Generation war es Usus, dass Geldpolitik die Wirtschaft durch Beeinflussung von Zinssätzen konjunkturell stabilisiert. Die Fiskalpolitik der letzten 30 Jahre war hingegen darauf ausgerichtet, das Defizit und den Schuldenstand zu limitieren.⁶⁶ Warum sollte diese Arbeitsteilung umgekehrt werden?

Abgesehen davon, dass unter einer Gemeinschaftswährung wie dem Euro einzig Fiskalpolitik

⁶⁶Diese grundsätzliche Ausrichtung spiegelte sich sowohl im Maastricht Vertrag und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, als auch im Washington Consensus, Bill Clintons ausgeglichenen Haushalten der 1990er Jahre, und Gordon Browns 40% Schuldenquotenziel von 1997 wider. Defizite im Abschwung wurden zwar bewusst hingenommen in diesem Paradigma, doch das strategische Ziel waren über den Konjunkturzyklus ausgeglichene Haushalte und stabile oder fallende Schuldenquoten.

als Werkzeug zur Stabilisierung der Wirtschaft auf nationaler Ebene verbleibt,⁶⁷ gibt es vier weitere Aspekte, die für die eine oder andere Rollenzuteilung sprechen. Bei deren Betrachtung wird schnell klar, dass heute eine größere Rolle für die Fiskalpolitik angemessen ist.

Dabei gilt auch: Zwischen Geld- und Fiskalpolitik lässt sich keine auf ewig gültige optimale Rollenzuteilung vornehmen. Die beiden Bereiche sind inhärent miteinander verwoben. Wer welche Rolle übernehmen sollte, hängt von vielen sich ändernden Faktoren ab. In der momentanen Situation erscheint es aber nicht nur in Euro Ländern so, als wäre die Zeit der aktiveren Fiskalpolitik gekommen:

4.1 Der Effective Lower Bound

Der heute offensichtlichste Grund für einen Rollentausch zwischen Fiskal- und Geldpolitik ist das Erreichen des *effective lower bound* der Geldpolitik. Die Zentralbanken haben ihr Gaspedal bereits voll durchgetreten und können nicht mehr, wie vor der Krise, die Wirtschaft stimulieren, indem sie den Interbank Zins absenken. Dies betonte bereits vor zwei Jahren Janet Yellen, ehemalige Präsidentin der US Federal Reserve und jetzige Finanzministerin der USA.⁶⁸ Aus demselben Grund fordert die Europäische Zentralbank (EZB) seit Jahren eine aktive Rolle der Fiskalpolitik⁶⁹ und sieht ihre eigene Aufgabe darin, die Finanzierungsbedingungen sowohl für Regierungen als auch für den Privatsektor günstig zu halten.⁷⁰ Dies ist auch ein zentraler Beweggrund für die Vorschläge von Furman und Summers, die, wie wir, in ihrer Analyse die Möglichkeit chronisch unzureichender Nachfrage betonen.⁷¹

4.2 Wer kontrolliert den fiskalischen Spielraum?

Ein weiterer Grund für einen Rollentausch zwischen Geld- und Fiskalpolitik liegt in den derzeit vergleichsweise hohen öffentlichen Schuldenständen, die durch die Coronakrise noch einmal spürbar angestiegen sind. Wie J.W. Mason und Arjun Jayadev zeigen, gilt: Je höher die Schulden, desto größer ist der Effekt der Zinsen — sprich des *geldpolitischen*, nicht des fiskalischen, Hebels — auf die Entwicklung des Haushaltssaldos und des Schuldenstands.⁷² In diesem Kontext ist es sinnvoll, die Geldpolitik zur Stabilisierung des öffentlichen Schuldenstandes zu verwenden, die Finanzpolitik hingegen zur Vollauslastung der Wirtschaft.

Ein Beispiel, an dem das besonders deutlich wird, ist Italien: Von 1995 bis 2019 hatte das Land in genau einem Jahr, 2009, ein Primärdefizit. Allein seit 2008 haben die Finanzierungskosten den Schuldenstand um 10 Prozentpunkte erhöht, während ihn die Primärüberschüsse im Haushalt um 5 Prozentpunkte absenkten.⁷³ Daher sollte schon aus mathematischer Sichtweise die Geldpolitik

⁶⁷Abgesehen von den Teilen der Bankenregulierung, die sich noch in nationaler Hand befinden.

⁶⁸Janet Yellen, „Comments on monetary policy at the effective lower bound“, *Brookings Institution*, 14. September, 2018, <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2018/09/14/comments-on-monetary-policy-at-the-effective-lower-bound/>.

⁶⁹Siehe zum Beispiel: Isabel Schnabel, „High Debt, Low Rates and Tail Events: Rules-Based Fiscal Frameworks under Stress“ (Vortrag, Third Annual Conference des European Fiscal Board, Frankfurt am Main, 26. Februar, 2021), <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210226-ff6ad267d4.en.html>.

⁷⁰Isabel Schnabel, „Paving the path to recovery by preserving favourable financing conditions“, Rede im Rahmen des NYU Stern Fireside Chat, 25. März, 2021, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210325-e424a7f6cf.en.html>.

⁷¹Furman und Summers, „A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates“, 12.

⁷²J. W. Mason und Arjun Jayadev, „A comparison of monetary and fiscal policy interaction under ‘sound’ and ‘functional’ finance regimes“, *Metroeconomica* 69, no. 2 (Mai 2018): 488-508.

⁷³Internationaler Währungsfonds (IWF). *Italy: Staff Report for the 2020 Article IV Consultation* (Washington D.C., IWF, 2020), <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/03/19/Italy-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-49277>.

bei hohen Schuldenständen damit betraut sein, Defizit und Schulden in Zaum zu halten. Aufgabe der Fiskalpolitik wäre in diesem Fall, für die Auslastung der Wirtschaft zu sorgen.

4.3 Finanzierung der *Realwirtschaft* und öffentlicher Bedarfe ermöglichen

Allein den Gesamteffekt zu betrachten, greift aber zu kurz. Fiskal- und Geldpolitik operieren über unterschiedliche Kanäle. Beide schaffen zwar mehr Nachfrage, indem neue Schulden geschaffen werden,⁷⁴ doch Geldpolitik befördert überwiegend neue *Privatschulden*, so dass die genaue Einspeisung der Nachfrage von Finanzmarktakteuren entschieden wird, während Fiskalpolitik *öffentliche* Schulden schafft, im Rahmen derer die Einspeisung der Nachfrage über parlamentarische und ministerielle Prozesse entschieden wird. Bei der Abwägung Geld- oder Fiskalpolitik geht es daher vor allem darum, welche *Art* von Schulden und Entscheidungsprozessen in einer bestimmten Situation oder für einen gegebenen Zweck effektiv und sinnvoll sind.

Insbesondere angesichts der eingangs beschriebenen aktuellen Herausforderungen sehen wir die Möglichkeit des direkten Einflusses, den die Fiskalpolitik bietet, als signifikanten Vorteil. Sowohl die Kreditvergabe von Banken als auch die Kapitalanlagen anderer Investoren haben sich in den vergangenen Jahren stark auf Finanz- und Immobilienanlagen konzentriert, anstelle realwirtschaftlicher Investitionen (siehe auch Abbildung 3).⁷⁵ Auch wenn die Stimulierung der Nachfrage über Geldpolitik noch tiefere Abschwünge verhindert hat, hat sie vor allem über Vermögenspreisinflation die Nachfrage beschleunigt. Lohnanstiege blieben größtenteils aus, ebenso wie ein Aufschwung der realen Investitionen.

Wie an Jens Weidmanns Appell 2014⁷⁶ an die Gewerkschaften deutlich wird, sind die Mittel der Zentralbank, direkt für Lohnanstiege zu sorgen, sehr begrenzt. Im Gegensatz dazu ist der öffentliche Sektor mit 308 Mrd. Euro Personalkosten in Deutschland mit Abstand der größte Arbeitgeber.⁷⁷ Das ist fast zehn Prozent des deutschen BIPs. Dazu fließt ein weiterer Teil der 1,3 Bio. Euro öffentlicher Zuschüsse und Zuweisungen⁷⁸ in Löhne, deren Höhe somit direkt oder indirekt staatlich beeinflusst werden kann.

Die Dekarbonisierung der Wirtschaft ist ebenso wenig allein über Geldpolitik zu lösen. Nur knapp die Hälfte der in Europa nötigen Investitionen zur Erreichung einer dekarbonisierten Wirtschaft haben einen positiven Investment Case.⁷⁹ Damit sie überhaupt getätigt werden, geschweige denn, um im nötigen Tempo zu geschehen, braucht es staatliche Gelder. Dazu gehören nicht nur der Ausbau von Infrastruktur oder der Aufbau neuer Industrien, sondern zum Beispiel auch die Sanierung von Gebäuden, die in Deutschland nach den Plänen der Bundesregierung in Zukunft doppelt so schnell voranschreiten muss wie bisher.⁸⁰

⁷⁴Wer Geldpolitik als treibende Kraft der Wirtschaft favorisiert, steht oft unter dem Eindruck damit an „Schulden“ sparen zu können. Das stimmt nicht, wie in Teil 5 genauer beleuchtet wird. Zum Thema Geldschöpfung siehe: Bundesbank, *Monatsbericht April 2017* (Frankfurt am Main: Bundesbank, 2017), 15 ff., <https://www.bundesbank.de/resource/blob/614448/c0acb63e33120467bbb3615c63dc7e1a/mL/2017-04-geldschoepfungsprozess-data.pdf>.

⁷⁵Philippa Sigl-Glöckner, „Ein Blick ins Innere des europäischen Finanzgetriebes“, *Makronom*, 7. Mai, 2018, <https://makronom.de/qe-programm-ezb-wirkung-finanzfluesse-visualisierung-ein-blick-in-das-innere-des-europaeischen-finanzgetriebes-26305>.

⁷⁶Ulrike Herrmann, „Inflation soll die Welt retten“, *TAZ*, 21. Juli, 2014, <https://taz.de/Bundesbank-fordert-hoehere-Loehne/!5037176/>.

⁷⁷Statistisches Bundesamt (Destatis), *Finanzen und Steuern: Vierteljährliche Kassenergebnisse des Öffentlichen Gesamthaushalts* (Wiesbaden: Destatis, 2019), https://www.statistischebibliothek.de/mir/receive/DEHeft_mods_00130347.

⁷⁸Ibid.

⁷⁹McKinsey & Company, *Net-Zero Europe: Decarbonization pathways and socioeconomic implications*, 33.

⁸⁰Agora Energiewende, *Klimaneutrales Deutschland*.

Auch um das Außenhandelsungleichgewicht zu beseitigen ist Geldpolitik nicht das geeignetste Mittel: Ein Absenken der Zinsen zur Ankurbelung der Konjunktur schwächt im Allgemeinen den Währungskurs (da Investoren Teile ihrer Portfolios in Währungsräume mit höheren Zinsen verlegen). Dies macht deutsche Exporte international günstiger, Importe von außerhalb der Eurozone teurer, und führt tendenziell dazu, dass Exportüberschuss und Importdefizit weiter anwachsen. Ein finanzpolitischer Stimulus hätte einen gegenteiligen Effekt; Importe würden ansteigen, die Außenhandelsbilanz sich dem Ausgleich annähern.

Wenn wir also mit höheren Löhnen den demographischen Wandel, mit besseren Investitionen den Klimawandel, und mit stärkerer Binnenkaufkraft das Außenhandelsungleichgewicht meistern wollen, scheint Fiskalpolitik, nicht Geldpolitik, das geeignete Instrument zu sein.

4.4 Demokratische Legitimität

Zu guter Letzt gilt: Gerade wenn es um bestimmte Missionen oder Verteilungseffekte geht, ist Fiskalpolitik auch aus einer institutionellen Legitimitätsperspektive vorzuziehen. Die Entscheidungen der Zentralbanken werden von technokratischen Gremien getroffen. In der Fiskalpolitik hingegen haben gewählte Vertreterinnen des Volks das letzte Wort, es gibt öffentliche Parlamentsdebatten und klar verortete Zuständigkeiten.

Das spricht dafür, dass Fiskalpolitik nicht allein als konjunkturstabilisierendes Instrument eingesetzt wird, sondern gerade bei langfristigen, strukturverändernden und daher inhärent politischen Aufgaben eine signifikante Rolle spielen sollte. Dieser Aspekt wird daher in unseren Vorschlägen weiter unten separat und explizit thematisiert.

Aufgrund des *effective lower bounds*, der haushälterischen Effektivität von Geldpolitik bei hohen Schuldenständen, der Möglichkeit, mittels Fiskalpolitik direkter auf die Wirtschaft einzuwirken, sowie ihrer vergleichsweise höheren demokratischen Legitimität ist heute eine größere Rolle der Fiskalpolitik angemessen.

Die EZB hat diesen Rollentausch ihrerseits bereits initiiert: Wie Isabel Schnabel vor kurzem sagte, hat sich die Zielsetzung ihrer unkonventionellen Geldpolitik verschoben: „unser Versprechen, günstige Finanzierungsbedingungen zu bewahren, verlagert den Fokus von Quantitäten—der Menge an Vermögenswerten, die wir kaufen — auf die Preise — die Bedingungen, zu denen Staaten, Unternehmen und Haushalte Zugang zu Krediten haben.“⁸¹ Die EZB sorgt also bereits jetzt für günstige Finanzierungsbedingungen, um damit die Kosten der öffentlichen Verschuldung zu stabilisieren.

Sollte das Zinsniveau ansteigen, sollten öffentliche Schuldenstände deutlich niedriger werden, keine strukturellen Wirtschaftsveränderungen zu meistern sein und Investitionsfragen politisch unkontrovers werden, könnte sich die optimale Rollenverteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik wieder ändern. Stand heute erscheint es allerdings nicht nur in Euro Ländern so, als wäre die Zeit der aktiveren Fiskalpolitik gekommen.

⁸¹Eigene Übersetzung: Isabel Schnabel, „Paving the path to recovery by preserving favourable financing conditions“ (Rede, NYU Stern Fireside Chat, 25. März, 2021), <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210325~e424a7f6cf.en.html>; Original: „our pledge to preserve favourable financing conditions shifts the focus from quantities – the amount of assets we purchase – towards prices – the conditions at which sovereigns, firms and households can access credit.“

5 Schuldenquotenkontroversen

Wenn Fiskalpolitik benutzt wird, um Vollauslastung zu sichern, schafft dies das Risiko eskalierender Schulden und damit die Möglichkeit des Staatsbankrotts, so könnte eine zweite Kritik lauten.

In dieser Kritik offenbart sich erneut der Unterschied zwischen Konjunkturstabilisierung und einem Vollauslastungsansatz. Bei der Konjunkturstabilisierung um ein konventionell geschätztes Produktionspotential ist, zumindest in ihrer jetzigen methodologischen Ausgestaltung, die Stabilisierung bzw. Absenkung der Schuldenquote das prioritäre Ziel. Level und Trend der Auslastung,⁸² und damit insbesondere die Arbeitslosenquote, sind freie Variablen, die sich diesem Ziel unterzuordnen und anzupassen haben.

Unter unserem Vorschlag wäre es umgekehrt: Vollauslastung und Vollbeschäftigung wären das prioritäre Ziel; Defizit und Schuldenstand wären die freien Variablen, die sich anzupassen und unterzuordnen hätten.

Da die Schulden- und Defizitquoten damit „freigelassen“ werden, so wie zum Beispiel die Geldmenge nach der Abkehr vom Monetarismus, ist es angemessen zu prüfen, ob dies nicht das Risiko einer Schulden Spirale bis zum Staatsbankrott in sich birgt.

Für Währungssouveräne besteht dieses Risiko nicht, da die Zentralbank der Regierung die eigenen Anleihen abkaufen kann, sei es um Liquidität zu sichern oder die Finanzierungskosten niedrig zu halten. Die Grenze der Verschuldung liegt für Staaten mit eigener Währung da, wo die Inflation beginnt.

Das gilt nicht für Staaten ohne eigene Währung. Sie haben ein Liquiditäts- und Finanzierungskostenrisiko. Bei hohen Zinsen werden die Finanzierungskosten leicht selbst Treiber des Defizits. Dabei gilt: Je höher der Schuldenstand, desto größer ist der Effekt einer Zinsänderung (und tendenziell auch das Liquiditätsrisiko, da mehr Anleihen überrollt werden müssen). Ein hoher Verschuldungsgrad birgt also gewisse Risiken. Jedoch:

- der **Indikator**, mit dem zurzeit Verschuldung als hoch oder niedrig, sicher oder gefährlich eingeschätzt wird, ist problematisch. Die **Schuldenquote** ist aussageschwach und sollte fallengelassen werden. In den Teilen 6.1 und 7.1 präsentieren wir eine bessere Alternative.
- Das geeignetste **Mittel**, um das Niveau des öffentlichen Schuldenstandes zu kontrollieren, ist nicht der Haushaltssaldo. Struktur- und insbesondere Verteilungspolitik sind geeigneter, die Ziele der Vollauslastung, Produktionspotentialmaximierung und Finanzstabilität miteinander zu vereinen.

5.1 Die Schuldenquote zurücklassen

Schulden können gefährlich sein. Aber der Grad der Gefahr, der von einer bestimmten Summe Schulden ausgeht, ist nicht offensichtlich und hängt von vielerlei Faktoren ab. Daher braucht es einen analytischen Rahmen, eine Indikatorik, um absolute Schuldenzahlen in Risiko- und Kosteneinschätzungen zu übersetzen.

Der wichtigste Indikator, mit dem zurzeit Staatsverschuldung als hoch oder niedrig, sicher oder gefährlich eingeschätzt wird, ist die Schuldenquote, also das Verhältnis ausstehender Staats-

⁸²Im Gegensatz zu konjunkturellen Schwankungen, die explizit durch Finanzpolitik geglättet werden sollen.

schulden zum BIP. Dieser Indikator dominiert sowohl in Forschung und Wissenschaft,⁸³ als auch im politischen Rahmenwerk, insbesondere auf der europäischen Ebene.

Doch die Schuldenquote ist ein ungeeigneter Indikator. Die theoretische Begründung für dieses Urteil haben Furman und Summers wie eingangs beschrieben herausgearbeitet. Sie kritisieren, dass die Schuldenquote rückwärts gewandt ist, das Zinsniveau ignoriert und Äpfel mit Birnen vergleicht, da Schulden eine Bestandsgröße sind, das BIP aber eine Flussgröße.⁸⁴ Praktisch ist der begrenzte Nutzen der Schuldenquote zum Beispiel daran zu erkennen, dass Japan seit Jahren eine Schuldenquote von deutlich über 200% hat, jedoch bisher keinerlei Problemen mit der Bedienung seiner Schulden oder der öffentlichen Finanzstabilität begegnet ist. Die Ukraine hingegen musste 2015 bereits bei einer Schuldenquote von 80% eine Restrukturierung ihrer Schulden verhandeln. 2020 wandte sich das Land erneut an den IWF, diesmal bereits bei einer Quote von ca. 60%. Frankreich wiederum erlebte Anfang der 1980er Jahre signifikante Währungs- und Inflationsprobleme — bei einem Schuldenstand von unter 30%.⁸⁵

Wie die neueste Überarbeitung der IWF DSA für Länder mit Marktzugang zeigt, ist auch der Bruttoschuldenstand, der in der Schuldenquote mit dem BIP verglichen wird, wenig aussagekräftig. So berücksichtigt der IWF nun bei der Berechnung öffentlicher Schulden liquide Finanzanlagen und ob die Zentralbank Staatsanleihen hält, um damit den Nettoschuldenstand zu ermitteln.⁸⁶ Darüber hinaus spielt bei der Beurteilung zukünftiger Finanzierungsrisiken die Struktur der Schulden, inklusive genutzter Instrumente, Laufzeit, Investorenbasis, Rechtsgrundlage der begebenen Instrumente⁸⁷ sowie die Möglichkeit sich gegen Zinsänderungen abzusichern, eine Rolle. All diese Faktoren beeinflussen die Liquiditäts- und Kostenrisiken, die mit Staatsverschuldung einhergehen. Keiner von ihnen wird durch die Linse der Schuldenquote sichtbar.

Wir schlagen daher vor, dass die Schuldenquote durch einen neuen Zinsindikator ersetzt wird. Dessen Systematik erläutern wir in 6.1, eine konkrete Ausgestaltung präsentieren wir unter 7.1 im Kontext unserer Reformvorschläge für Deutschland.

5.2 Schuldenkontrolle mittels Strukturpolitik, nicht dem Haushaltssaldo

Will man die öffentliche Verschuldung zur Risikobegrenzung minimieren, was ist das effektivste Mittel dafür? Im heutigen Fiskalrahmen, sowohl auf deutscher als auf europäischer Ebene, gilt der Haushaltssaldo als wichtigstes Werkzeug. Ist (laut Schuldenquote) der Schuldenstand zu hoch, wird gefordert, Staatsausgaben zu kürzen und/oder Einnahmen zu erhöhen.

Dieses Mittel ist auf zwei Ebenen problematisch. Abgesehen von den oft negativen realwirtschaftlichen Folgen einer fiskalischen Konsolidierung im Kontext säkularer Stagnation können auch die Konsequenzen für die öffentlichen Finanzen negativ sein: Die produktive Basis — das BIP, das besteuert werden kann — schrumpft, die Finanzierungskosten der bestehenden Schulden werden immer schwieriger zu schultern. Im Fall Griechenlands zum Beispiel projiziert der IWF, dass von 2008 bis 2028 negatives BIP Wachstum — nicht das Primärdefizit — den größten Beitrag zur steigenden Schuldenlast leisten werde.⁸⁸ Es resultiert vor allem aus dieser Dynamik, dass Furman

⁸³Siehe zum Beispiel die Kontroverse um Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff, „Growth in a Time of Debt“, *American Economic Review: Papers & Proceedings* 100 (May 2010): 573-578, die fast gänzlich im Vokabular der Schuldenquote geführt wurde.

⁸⁴Furman und Summers, „A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates“.

⁸⁵Peter Hall, *Governing the Economy* (Cambridge: Polity Press, 1986).

⁸⁶Internationaler Währungsfonds (IWF), „Review of The Debt Sustainability Framework For Market Access Countries“, 22.

⁸⁷Ibid., 51

⁸⁸Internationaler Währungsfonds (IWF), *Greece: Staff Report for the 2019 Article IV Consultation* (Washington D.C., IWF, 2019), <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/11/14/Greece-2019-Article-IV-Co>

und Summers (wie oben erwähnt) zugespitzt sagen, dass Staaten es sich in der heutigen Situation mit fehlender Nachfrage und niedrigen Zinsen nicht leisten können, *kein* Defizit zu fahren.⁸⁹

Will man die Nachfrage ankurbeln, kann man dies über drei Kanäle tun: Erhöhung der privaten Verschuldung; Erhöhung der öffentlichen Verschuldung; oder nachfrageseitige Strukturreformen, die das Nachfrageniveau der Wirtschaft dauerhaft anheben.

Wo Geldpolitik zur Konjunktursteuerung eingesetzt wird, wie in den letzten 40 Jahren überwiegend der Fall, ist die Erhöhung der privaten Verschuldung das Hauptinstrument. Die Zentralbank senkt Zinsen, günstigere Zinsen sollen die private Kreditvergabe ankurbeln, was wiederum Nachfrage für die Wirtschaft generiert.

In den USA der Neunziger- und Zweitausenderjahre konnte man die umfassendste Ausprägung dieses Ansatzes beobachten: Neben Hypothekenkrediten, die auch für Angestellte mit geringer Jobsicherheit einfach zu bekommen waren, war es keine Seltenheit, dass Menschen mehrere Kreditkarten besaßen.⁹⁰ Spätestens seit der Subprimekrise und der Großen Rezession nach 2008 sind die Risiken und Nebenwirkungen dieses Modells bekannt.

Will man hingegen die Nachfrage steigern, ohne private oder öffentliche Schulden zu erhöhen, gibt es **nicht-fiskalische, strukturelle Stellschrauben**, die verwendet werden können. Darunter fallen insbesondere die **Verteilung von Vermögen und Einkommen**, sowie die **gesamtgesellschaftliche Sparquote**:

- Ärmere und einkommensschwächere Haushalte haben eine höhere Konsumquote als reichere und einkommensstarke Haushalte (siehe Abbildung 4). Je gleicher Einkommen und Vermögen verteilt sind, desto höher also das strukturelle Nachfrageniveau einer Wirtschaft. Ein hohes strukturelles Nachfrageniveau wiederum reduziert die Notwendigkeit öffentlicher Defizite: Vollausslastung ist bereits bei einem niedrigeren Schuldenstand erreicht. Je ungleicher die Verteilung, desto höher hingegen der Bedarf für Defizite und Schulden. Atif Mian hat den Zusammenhang zwischen steigender Verschuldung (von Haushalten und Regierungen) und zunehmender Vermögenskonzentration in den USA untersucht. Er fand genau diesen Mechanismus: je höher die Ungleichheit, desto höher die Kreditintensität des Wachstums, sprich desto höher die Defizite, die nötig sind, um Wachstum zu generieren und die Wirtschaft auszulasten.⁹¹

nsultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-48806.

⁸⁹Furman und Summers, „A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates“

⁹⁰Colin Crouch, „Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime“, *The British Journal of Politics and International Relations* 11, no. 3 (August 2009): 390.

⁹¹Atif Mian, „How to think about finance?“ (Policy Brief 7, Economists for Inclusive Prosperity, Februar 2019), <https://econfip.org/policy-briefs/how-to-think-about-finance/>.

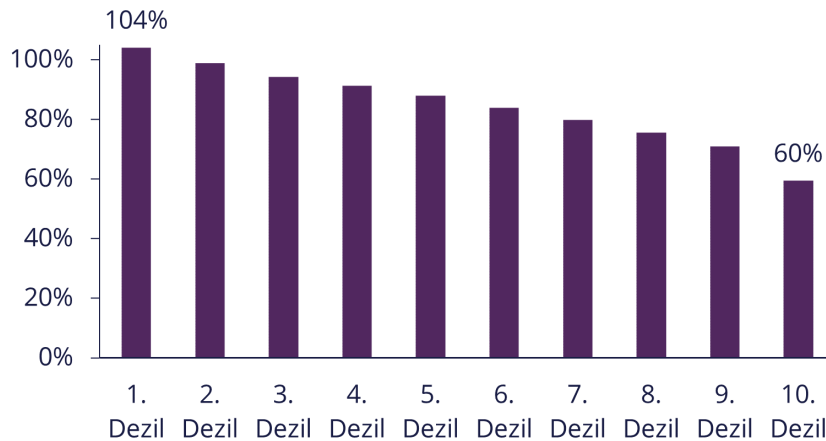


Abbildung 4: Konsumquote in % des Haushaltsnettoeinkommens
Daten: DIW

- Ein zweites Strukturmerkmal, dass das Schulden- und Zinskostenniveau beeinflusst, bei dem Vollausslastung erreicht wird, ist die private Sparquote. Sparen wie in Deutschland sowohl Staat als auch der Privatsektor, kann die Nachfragerücke nur durch einen Exportüberschuss ausgeglichen werden. Damit wird die Verschuldungsproblematik jedoch nur in das Ausland verschoben, da sich all die verschulden müssen, die mehr importieren als exportieren. Ist das Ziel, eine vollaussgelastete Wirtschaft bei möglichst geringen Schulden zu erreichen, sollte neben einer gleicheren Verteilung von Einkommen und Vermögen die allgemeine Sparquote (der gesparte Anteil des Einkommens) gesenkt werden, zum Beispiel durch einen gestärkten Wohlfahrtsstaat, der die Notwendigkeit vorsorgliches Sparens reduziert.

Wenn es also eine Art gibt, den Bedarf an Verschuldung langfristig zu limitieren, dann nicht durch übermäßig restriktive Fiskalpolitik, sondern eher durch durchdachte Maßnahmen für gleichmäßig verteilte Wohlstandsgewinne. Strukturreformen wie die Wiedereinführung einer Vermögenssteuer oder einer stärker progressiven Einkommenssteuer sind dabei gleich doppelt wirksam:⁹² Sie reduzieren das Haushaltsdefizit direkt, ohne die Nachfrage zu bremsen (da Wohlhabende auch angesichts höherer Steuern ihr Konsumverhalten wenig verändern). Gleichzeitig können sie das strukturelle Nachfrageniveau heben, indem sie tendenziell eine Umverteilung von oben nach unten begünstigen. Etwaige Effekte auf die Investitionsnachfrage können über Zinssenkungen, fiskalische Investitionsanreize oder öffentliche Investitionen ausgeglichen werden.

Eine kohärente Fiskalpolitik kann also auf Strukturreformen wie die progressive Besteuerung hoher Einkommen und Vermögen zurückgreifen, um die Ziele der Vollausslastung und der Begrenzung des staatlichen (wie auch des privaten) Schuldenstandes zu kombinieren.⁹³ Steigende Löhne durch Vollausslastung würden eine Begrenzung der benötigten Verschuldung noch weiter verstärken, da auch sie das strukturelle Nachfrageniveau heben würden. Schulden über restriktive Haushaltspolitik zu reduzieren ist hingegen ein kontraproduktives Mittel: In einem Kontext säkularer Stagnation senken diese die Wirtschaftsleistung und verringern, falls überhaupt, das

⁹²Im Falle Deutschlands wäre es wichtig, dabei auch Unternehmensvermögen in die Steuer miteinzubeziehen. In Deutschland ist die Vermögenskonzentration vor allem von steigenden Unternehmensprofiten getrieben und geht Hand in Hand mit zunehmender Einkommensungleichheit, siehe Mai Dao, „Wealth Inequality and Private Savings: The Case of Germany“ (IMF Working Paper No. 20/107, Internationaler Währungsfonds, 1. Juni, 2020), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3652495.

⁹³Der hier vertretene finanzpolitische Ansatz sieht Steuern daher nicht nur als Einnahmequelle, sondern ebenso als Mittel, um den Zusammenhang zwischen gesamtwirtschaftlichem Verschuldungsgrad und Nachfrage zu beeinflussen.

Schuldenniveau nur unter erheblichen Kollateralschäden. Es steht im direkten Widerspruch zu dem Ziel, die Wirtschaft nachhaltig vollauszulasten, und stellt daher angesichts der eingangs beschriebenen Herausforderungen keine adäquate Handlungsoption dar.

6 Vier Eckpfeiler einer neuen Finanzpolitik

Um zu rekapitulieren: Kern unseres Vorschlags ist, dass eine neue deutsche Finanzpolitik sich vom Ansatz der Konjunkturstabilisierung löst und stattdessen auf Vollauslastung zielt; dies bedeutet einen Rollentausch zwischen Finanz- und Geldpolitik, sowie die Verwendung nachfrageseitiger Strukturreformen (anstatt des Haushaltssaldos), um die Gefahr übermäßiger Verschuldung zu kontrollieren. Wie könnte eine neue deutsche Finanzpolitik aussehen, die diesen Leitlinien folgt?

6.1 Libero Zinsquote

Eine Finanzpolitik, die offensiv nach vorne spielen und zu einer produktiven und nachhaltigen Wirtschaft beitragen will, braucht einen Libero; denn die Ausgabe von Staatsanleihen ist, wie die Ausgabe von Zentralbankgeld, mit Risiken verbunden. In einer Währungsunion wie der EU liegt das primäre Risiko in den Zinskosten.⁹⁴ Um dieses Risiko abzusichern bedarf es eines Warnsystems, das *rechtzeitig* anschlägt.

Beobachtet man nur die **Schuldenquote** wird man einen Anstieg der Finanzierungskosten jedoch erst spät bemerken. In Abbildung 5 spielen wir eine solche Veränderung durch, um verschiedene Frühwarnsysteme zu vergleichen. In den Jahren eins bis vier befinden wir uns in einer Niedrigzinsphase ähnlich der heutigen. Ab Jahr fünf steigen die Zinsen wieder an, um 20 Basispunkte pro Jahr. Doch erst 13 Jahre später, in Jahr 18, schlägt dies auf die Schuldenquote durch. Die Schuldenquote zu nutzen, um vorausschauende Finanzpolitik zu betreiben, ist also ungefähr so, als würde man in den Rückspiegel starren, um einen entgegenkommenden Geisterfahrer zu antizipieren.

Wie oben angerissen, schlagen Furman und Summers als Alternative vor, **reale Zinskosten bei 2% des BIPs** zu begrenzen. Ähnlich wie im Fall der Schuldenquote könnte es jedoch schwierig sein, diese Obergrenze einzuhalten, sobald sie relevant wird, gerade wenn der Ausgangspunkt sehr niedrige Zinskosten sind. In unserem Beispiel wird die 2%-Schwelle der Zins/BIP Quote erst im Jahr 23 überschritten (nicht abgebildet). Um danach die Zinskosten zu stabilisieren, bräuchte es ab diesem Zeitpunkt einen jährlichen Primärüberschuss von 8% des BIPs. Dies ist ein kaum zu bewerkstellendes Unterfangen.⁹⁵

Ein früher anschlagender Indikator wäre der **Anstieg von Zinszahlungen im Verhältnis zum Haushalt**.⁹⁶ Dieser tritt bereits in Jahr acht ein (siehe Abbildung 5, Zinsquote). Im Jahr

⁹⁴Ob darüber hinaus Liquiditätsrisiken bestehen, hängt von der genauen Ausgestaltung des Währungsregimes ab (es wird hier nicht von substanzieller Verschuldung in Fremdwährung ausgegangen). Durch den Ausbau des ESM sind Liquiditätsrisiken in der Eurozone heute weitgehend eine politische Wahl und werden daher hier nicht weiter behandelt.

⁹⁵Die Größe der benötigten Fiskalwende kommt daher, dass zwei Faktoren sich gegenseitig verstärken: Erstens wird im Zeitraum von achtzehn Jahren (vom Anstieg der Zinsen bis zum Anschlagen der Regel) ein großer Teil des Anleiheportfolios fällig und neu ausgegeben. Das heißt, dass die meisten Anleihen nun eine höheren Kupon haben, den der Staat so lange zahlen muss, bis die Anleihen wieder fällig werden. Zweitens verstärkt der weitere Zinsanstieg, der in einem solchen Szenario durchaus möglich wäre, diese Dynamik.

⁹⁶Wir präferieren den Haushalt anstatt des BIPs im Nenner der Zinsquote, da sich dieser Indikator weniger prozyklisch verhalten sollte: Während der Haushalt aufgrund der automatischen Stabilisatoren in einem Abschwung anwächst, könnte ein abrupter Einbruch des BIPs zur plötzlichen Überschreitung des Schwellenwerts führen und prozyklische Politik auslösen.

acht sind die Zinskosten als Anteil des Haushalts weiterhin gering, es ist also nicht unbedingt von Vorteil, ab hier das Primärdefizit aus Kostengründen zu begrenzen. An diesem Zeitpunkt könnte es aber eine Verpflichtung geben, dass die Regierung ihre eigene fiskalpolitische Strategie evaluiert und dem Parlament darlegt, wie sie unter den veränderten Bedingungen zu verfahren gedenkt. Ebenso könnte dies ein Moment sein, Strukturreformen wie die oben angesprochenen ins Auge zu fassen. Dieses Vorgehen würde dem von Zentralbanken entsprechen, die ihre Strategien überprüfen, wenn sich die makroökonomischen Umstände verändert haben.⁹⁷

Annahmen	
Wachstum	1%
Schuldenquote	100%
Zentralregierungshaushalt/BIP	10%
Defizit	0%
Laufzeit des Portfolios in Jahren	7
Anleihenrendite	-0,50%
Veränderung der Anleihenrendite (BPs) ab Jahr 5, pro Jahr	0,20pp
Anfängliche Finanzierungskosten des Anleihenportfolios	0,80%

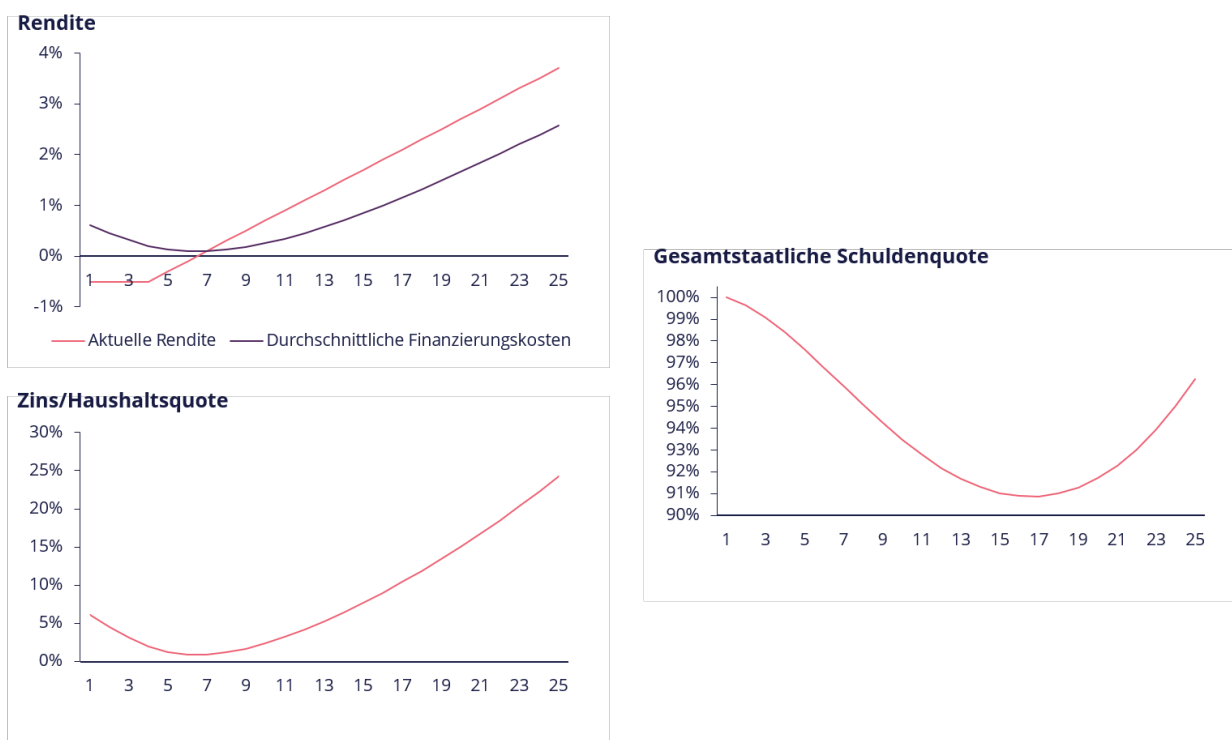


Abbildung 5: „Warn“ Indikatoren: Staatsanleihen Rendite, Anteil der Zinszahlungen am Haushalt, gesamtstaatliche Schulden im Verhältnis zum BIP; x-Achse: Jahre
Daten: Eigene Berechnungen

Die präzise Ausgestaltung des Zinsindikators sowie die Bestimmung des Schwellenwerts sollte in Abhängigkeit des spezifischen staatlichen Schuldenprofils geschehen. Unter 7.1 präsentieren wir einen Vorschlag für Deutschland.

⁹⁷Siehe „Questions and answers on the strategy review“, Europäische Zentralbank, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/questions.en.html> und „Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications“, Federal Reserve, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications.htm>.

6.2 Die drei Musketiere

Solange die Zinsquote nicht anschlägt, kann und soll die Finanzpolitik sich auf die Vollauslastung der Wirtschaft und die Umsetzung politischer Zielsetzungen wie der Dekarbonisierung fokussieren. Um **nachhaltige Vollauslastung** zu gewährleisten, bedarf es dreierlei:

1. Eines **Zusammenspiels von Finanz- und Arbeitsmarktpolitik**; die Chance auf gute Beschäftigung und Löhne ist auch eine Aufgabe der Finanzpolitik
2. **Effektiver automatischer Stabilisatoren**, die Narben in Folge von Abschwüngen verhindern
3. **Produktiver Investitionen** als Grundlage für gute, nachhaltige Arbeit von Morgen.

Zusammenspiel von Finanz- und Arbeitsmarktpolitik

Beschäftigungspolitik wird heute vor allem mittels direkter Maßnahmen wie der Einführung des Mindestlohns oder einem Rückkehrrecht auf Vollzeit betrieben. Auch dieser bedarf es, da in Arbeitsmärkten stets Mikrofraktionen bestehen.

Neben der direkten Intervention zeigen J.W. Mason und Andrew Bossie in ihrer Studie zur U.S. Wirtschaft während des zweiten Weltkriegs was möglich wird, wenn die Fiskalpolitik den Nachfragedruck erhöht: Damals erhöhte der amerikanische Staat seine Ausgaben für die Kriegsindustrie massiv, Militärausgaben zwischen 1940 und 1944 stiegen um 70% des BIPs von 1940. Entgegen den Erwartungen erlebte die amerikanische Wirtschaft ein rapides Wachstum, das sich überwiegend nicht aus Konsumverzicht, sondern dem schnellen Anwachsen der Erwerbsbevölkerung und Produktivität speiste. Dabei profitierten ökonomisch nicht nur die 13 Mio. Menschen, die in der Kriegsproduktion oder beim Militär Arbeit fanden und vom Staat direkt bezahlt wurden.⁹⁸ Noch schneller als in der Kriegsindustrie wuchsen die Gehälter in Niedriglohnssektoren wie der Land- und Textilwirtschaft sowie der Lebensmittelindustrie, da sich das Arbeitsangebot verknappte.⁹⁹ Auch ohne direkte Umverteilung durch Steuern und Transferzahlungen resultierten die Kriegsjahre laut Mason und Bossie „in der mit Abstand größten Einkommenskompensation in der amerikanischen Geschichte.“¹⁰⁰ Das gelang auch deshalb, weil die zusätzliche staatliche Nachfrage die mobilisierte, die vorher kein oder nur ein schlechtes Arbeitseinkommen hatten: Arbeitslose, Frauen und in der Landwirtschaft Beschäftigte.¹⁰¹

Nun ist die Situation der USA in den Vierzigerjahren sicher nicht eins zu eins übertragbar auf das Deutschland von heute. Während die Arbeitslosenquote in den USA auch 1940 noch bei 15% stand, war sie in der Bundesrepublik 2019 auf 5% gefallen.¹⁰² Das massive Importdefizit (bzw. der massive Exportüberschuss), das die bestehende deutsche Finanzpolitik seit Jahren mitverursacht, zeigt jedoch, dass auch hier und heute viel Platz für mehr Nachfrage wäre. Ebenso deuten die ökonomische Abhängigkeitsquote und der große Niedriglohnssektor darauf hin, dass der deutsche Arbeitsmarkt bisher nicht ausgelastet ist. Und was das Beispiel der USA in jedem Fall zeigt: Fiskalpolitik kann eine signifikante Auswirkung auf das Produktionspotenzial eines Landes haben, und zwar durch das Zusammenspiel von Staat (der Nachfrage schafft) und Marktmechanismus

⁹⁸J.W. Mason und Andrew Bossie, „Public Spending as an Engine of Growth and Equality: Lessons from World War II“ (Working Paper, Roosevelt Institute, September 2020), 8, https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2020/09/RI_LessonsfromWWIIPart2_WorkingPaper_202009.pdf.

⁹⁹Ibid., 25.

¹⁰⁰Ibid., 28.

¹⁰¹Ibid., 11.

¹⁰²US: „Labor Force Statistics from the Current Population Survey“, Bureau of Labor Statistics Series, ID LFU21000100, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>. Deutschland: Bundesagentur für Arbeit, „Jahresrückblick 2019“, 3.1.2020, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://www.arbeitsagentur.de/presse/2020-02-jahresrueckblick-2019>.

(der die erhöhte Nachfrage in die Kapillaren der Wirtschaft und des Arbeitsmarkts weiterleitet).

Mason und Bossie schrieben ihr Papier, um zu zeigen, welche wirtschaftlichen Chancen die Dekarbonisierung heute gesamtwirtschaftlich bietet, wenn sie mit einer Vollauslastungspolitik kombiniert wird. Darüber hinaus haben gesellschaftliche und demographische Veränderungen in Deutschland das Potenzial, die Nachfrage in den Bereichen der sozialen Dienstleistungen stark zu erhöhen: Strebt man gleiche Chancen für Frauen und Männer im Beruf an, setzt das flächendeckende Betreuungsangebote in Kita und Schule voraus. Eine in Würde alternde Gesellschaft bedarf ausreichend pflegerischer und medizinischer Betreuung. Beides erfordert mehr Personal und eine entsprechende Finanzierung.¹⁰³ Da der Staat in diesem Bereich nicht nur Löhne zahlt, sondern auch Preise setzt, hat er mehrere Mittel an der Hand, um gute Arbeit zu gut bezahlten Löhnen zu schaffen. Damit kurbelt er nicht nur die Nachfrage in diesem Bereich an, sondern setzt auch einen Mindeststandard für andere Berufsfelder, da es für Beschäftigte andernfalls einen Anreiz zur Abwanderung gäbe.¹⁰⁴ So könnte eine Fokussierung der fiskalen Arbeitsmarktpolitik auf den sozialen Dienstleistungssektor—wie im US-Fall—gezielt vorhandene Potenziale bei Arbeitsmarktpartizipation, Arbeitsstunden und Arbeitsmarktbeteiligung heben.

Automatische Stabilisatoren

Als automatische Stabilisatoren werden öffentliche Ausgaben und Einnahmen bezeichnet, die konjunkturelle Schwankungen (weitgehend) ohne aktives Eingreifen des Staats ausgleichen. Darunter fallen Einnahmen, die in einem Abschwung/Aufschwung zurückgehen/ansteigen und Ausgaben, die in einem Abschwung/Aufschwung ansteigen/zurückgehen.¹⁰⁵ Das Ziel automatischer Stabilisatoren ist, zu verhindern, dass Abschwünge zu permanenten Reduktionen im Potenzial führen, und in Boomzeiten Inflationsrisiken zu reduzieren. Effektive automatische Stabilisatoren sind besonders wichtig, wenn die Möglichkeiten der Geldpolitik zur Konjunktursteuerung begrenzt sind, sei es durch eine Währungsunion oder weil die Geldpolitik den *effective lower bound* erreicht hat. Fünf Aspekte scheinen zentral bei ihrem Design:

1. Sie sollten möglichst wirksam und umfassend die Nachfrage stabilisieren. Sebastian Gechert und Ansgar Rannenberg haben gezeigt, dass die Multiplikatoren von Ausgaben höher sind als die von Steuern, insbesondere in Krisen.¹⁰⁶ Für die USA haben direkte Käufe der Regierung gefolgt von Transferzahlungen an Landes- und Kommunalregierungen sowie Individuen die höchsten Multiplikatoren.¹⁰⁷ Besonders wirksam sind Zahlungen an Personen mit niedrigem Einkommen, da — wie oben beschrieben — die marginale Konsumneigung bei niedrigen Einkommen am höchsten ist.

¹⁰³Nun kann man argumentieren, dass mehr Geld kaum zu mehr Mobilisierung von Arbeitskräften führen wird, da in den genannten Bereichen bereits Fachkräftemangel besteht. Hier wird jedoch übersehen, dass in der Altenpflege zum Beispiel nur 29% der Beschäftigten Vollzeit arbeiten. Zu den Gründen hierfür gehören neben der Betreuung Familienangehöriger auch Arbeitsbelastung und gesundheitliche Probleme. Siehe Statistisches Bundesamt (Destatis), *Pflegestatistik 2019* (Wiesbaden: Destatis, 2019), https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Gesundheit/Pflege/Publikationen/Downloads-Pflege/pflege-deutschlandergebnisse-5224001199004.pdf?__blob=publicationFile sowie Karl Blum, Matthias Offermanns und Petra Steffen, *Situation und Entwicklung der Pflege bis 2030* (Düsseldorf: Deutsches Krankenhaus Institut (DKI), 2019), https://www.dki.de/sites/default/files/2019-10/DKI%202019%20-%20Pflege%202030%20-%20Bericht_final_0.pdf.

¹⁰⁴Altenpflege und Erziehung gehören bereits heute zu den beliebtesten Umschulungsberufen in Deutschland: „Neustart durch Umschulung – die zehn beliebtesten Umschulungsberufe“, Kursfinder, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://www.kursfinder.de/ratgeber/die-10-beliebtesten-umschulungsberufe/>.

¹⁰⁵Olivier Blanchard and Lawrence H. Summers, „Automatic Stabilizers in a Low-Rate Environment“ (Working Paper 20-2, Peterson Institute for International Economics, 2020), <https://www.piie.com/system/files/documents/pb20-2.pdf>.

¹⁰⁶Sebastian Gechert und Ansgar Rannenberg, „Which Fiscal Multipliers are Regime-Dependent? A Meta-Regression Analysis“, *Journal of Economic Surveys* 32, no. 4 (September 2018): 1160-1182.

¹⁰⁷Heather Boushey et al., „The Damage Done by Recessions and How to Respond“, in *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy*, ed. Heather Boushey, Ryan Nunn und Jay Shambaugh (Washington D.C.: Brookings Institution, 2019), 26.

2. Ziel der automatischen Stabilisatoren sollte es sein, das *produktive* Potenzial der Wirtschaft möglichst *umfassend* zu erhalten, ohne Ineffizienzen zu befördern. So ist eine Gefahr des deutschen Kurzarbeitergelds, dass es die Reallokation von Arbeitskraft zu produktiveren Zwecken zumindest verlangsamt.¹⁰⁸ Daher schlägt Enzo Weber vor, die Verlängerungsmöglichkeiten des Kurzarbeitergelds oder die Übernahme der Sozialversicherungsbeiträge mit Qualifizierung zu koppeln.¹⁰⁹ Zudem umfasst das Kurzarbeitergeld aber auch weder geringfügig Beschäftigte noch über vier Mio. Selbstständige und federt daher nicht umfassend ab.
3. Trigger spielten in der Vergangenheit eine untergeordnete Rolle, da der Fokus auf ‚voll‘ automatischen Stabilisatoren wie der Einkommenssteuer oder Sozialleistungen lag. Heute wird das jedoch nicht mehr als ausreichend für größere Abschwünge gesehen. So befürworten zum Beispiel Blanchard oder die EZB die Entwicklung semi-automatischer Stabilisatoren:¹¹⁰ Diese sind automatisch in dem Sinn, dass ihr Trigger durch eine Regel bestimmt wird, aber nicht vollautomatisch, da sie nur bei Abschwüngen aktiviert werden. Nach Blanchard sollten sich solche Trigger möglichst an Arbeitslosigkeit orientieren und nicht am BIP.¹¹¹ Ein Beispiel wäre der Sahn Rule Rezessionsindikator, der auslöst, wenn der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Arbeitslosenquote im Vergleich zu seinem niedrigsten Stand innerhalb der letzten zwölf Monate um mindestens 0,5 Prozentpunkte ansteigt.¹¹² Claudia Sahn schlägt vor, diesen als Trigger für konjunkturbedingte Direktzahlungen an Einzelpersonen zu nutzen.¹¹³
4. Automatische Stabilisatoren sollten so aufgesetzt werden, dass sie möglichst zeitnah wirken. Das spricht in diesem Kontext zum Beispiel gegen größere Investitionsprojekte, die selbst bei einer fertig gestellten Planung Vorlauf für Beschaffung etc. benötigen. Ebenso sind Steuern, die auf Basis vergangener Einnahmen vorausgezahlt werden müssen und dann erst nach Abgabe der Steuererklärung für das betreffende Jahr zurückerstattet werden, problematisch. In der Coronakrise wurde daher in Deutschland die Möglichkeit geschaffen, Vorauszahlungen schnell anzupassen, sowie bereits geleistete Vorauszahlungen zu erstatten. Will man die stabilisierende Wirkung von Steuern stärken, könnte man zum Beispiel weniger Gebrauch von Vorauszahlungen machen.¹¹⁴
5. Die automatischen Stabilisatoren müssen in der Praxis wirken können und dürfen gerade in Krisen nicht durch Liquiditätsengpässe oder institutionelle Faktoren wie Fiskalregeln eingeschränkt werden. Daher sollten sie möglichst auf (supra)nationaler Ebene angesiedelt sein, da im Fall souveräner Anleihenemittenten Liquiditätsengpässe am wenigsten zu erwarten sind und Finanzierungskosten bei einer *flight to safety* in Krisensituationen tendenziell eher fallen als steigen. Ein gutes Beispiel dafür ist das deutsche Kurzarbeitergeld, das nicht nur auf Bundesebene angesiedelt ist, sondern auch von der Bundesagentur für Arbeit ausgezahlt wird, die nicht unter die Schuldenbremse fällt.¹¹⁵ Im Gegensatz dazu ist die

¹⁰⁸Pierre Cahuc, „Short-time work compensation schemes and employment: Temporary government schemes can have a positive economic effect“ (Working Paper, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit (IZA), 2019), <https://wol.iza.org/uploads/articles/485/pdfs/short-time-work-compensations-and-employment.pdf?v=1>.

¹⁰⁹Enzo Weber, „Qualifizierung: Weiterbildungskonzept für Krisen“, *Wirtschaftsdienst* 101, no. 3 (März 2021): 154.

¹¹⁰Siehe zum Beispiel „5. Towards a second generation of automatic fiscal stabilisers“ in Othman Bouabdallah et al., „Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis“, *ECB Economic Bulletin*, no. 6 (2020), https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202006_03-3175750a6d.en.html#toc8 oder Blanchard and Summers, „Automatic Stabilizers in a Low-Rate Environment“

¹¹¹Blanchard and Summers, „Automatic Stabilizers in a Low-Rate Environment“

¹¹²„Sahn Rule Recession Indicator“, Federal Reserve Bank of St. Louis, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://fred.stlouisfed.org/series/SAHMCURRENT>.

¹¹³Claudia Sahn, *Direct Stimulus Payments to Individuals* (Washington D.C.: Brookings Institution, 2019), https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/05/ES_THP_Sahn_web_20190506.pdf.

¹¹⁴„Steuerliche Hilfen für Unternehmen und Beschäftigte“, Bundesministerium der Finanzen (BMF), Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/Corona-Schutzschild/2020-03-19-steuerliche-Massnahmen.html>.

¹¹⁵Das Finanzsaldo der BA wird nicht von der Schuldenbremse erfasst. Nimmt die BA ein Darlehen beim Bund auf, ist das eine finanzielle Transaktion, da hier nur ein Tausch von Vermögenswerten (Liquidität gegen Kreditver-

Gewerbsteuer ein problematischerer Stabilisator, da sie auf kommunaler Ebene anfällt und Kommunen sowohl dem Haushaltsrecht ihres Landes unterliegen, das in den meisten Fällen eine Verschuldung zu nicht-investiven Zwecken verbietet, als auch sehr viel ungünstigere und unsicherere Kreditbedingungen als der Bund haben.

Produktive Investitionen

Investitionen werden oft isoliert betrachtet, dabei werden sie erst durch Arbeit produktiv und sollten im Zusammenhang mit dieser gedacht werden. In einer Wissensgesellschaft wie der deutschen habe Investitionen in Bildung den positivsten mittelfristigen Einfluss auf den Haushalt.¹¹⁶ In der Praxis schließt der Investitionsbegriff aber oft nur den Erwerb von Anlagegütern oder Finanzanlagen ein, so zum Beispiel auch in der europäischen und deutschen Haushaltsrechnung.¹¹⁷ Wo das der Fall ist, müsste diese angepasst werden, um die produktivsten Investitionen nicht qua Definition auszuschließen. Darüber hinaus wäre es aus ökonomischer Perspektive ideal, Investitionen ex ante priorisieren zu können. Dies ist jedoch kaum auf Basis eines quantitativen Rankings möglich, da alle etablierten Verfahren zur Berechnung von Investitionsrenditen stark von arbiträren Annahmen abhängen.¹¹⁸ Für den Großteil der Investitionen ist das aber auch nicht entscheidend: Ob zum Beispiel ein Schulgebäude saniert wird, sollte kaum von seiner relativen Rendite abhängen. Wichtig für solche Investitionen, deren Nutzen nicht mit großer Unsicherheit behaftet ist, ist vor allem eine planbare Finanzierung und stringente Implementierung.¹¹⁹ Anstelle sich auf die Optimierung von Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen zu fokussieren, geht es hier also vor allem um eine stetige Bereitstellung von Mitteln und eine sorgfältige Umsetzung.

Investitionen in Innovation sind zumeist anderer Natur: Ihre Produktivität ist ex ante unbekannt. Sie kann auch kaum durch eine Kosten-Nutzen-Rechnung, die von einem statischen Umfeld ausgeht, berechnet werden: Grundlegende Innovationen bewirken oft systemische Veränderung. Ein Beispiel wäre die Investition des Bundes in die mRNA Impfstoffhersteller Biontech und CureVac, die wesentlich dazu beitrugen, dass der deutsche Biotech Sektor 2020 ein Wachstum von 36% verzeichnete.¹²⁰ Rainer Kattel et al. schlagen als alternative Bewertungsgrundlage für derartige Investitionen vor, ihre dynamische Effizienz zu betrachten, das heißt sich ein Ziel zu setzen und im Zeitverlauf immer wieder neu zu optimieren, wie Ressourcen zur Erreichung dieses Ziels optimal eingesetzt werden.¹²¹ Gerade für systemische Investitionen in die Dekarbonisierung sollten solche Ansätze eine zentrale Rolle spielen.

Ein Libero und drei Musketiere, das ist unser Vorschlag für die Konturen einer neuen, positiven Finanzpolitik. Sie besteht aus den drei Musketieren produktiven Investitionen, effektiven

sprechen) stattfindet. Damit fällt auch diese Transaktion nicht unter die Schuldenbremse und die BA hat in Krisen über den Bund einen gesicherten Zugang zu Liquidität.
¹¹⁶Tom Krebs und Martin Scheffel, *Öffentliche Investitionen und inklusives Wachstum in Deutschland* (Gütersloh: Bertelsmann Stiftung, 2017), https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/NW_0Effentliche_Investitionen_und_inklusive_Wachstum.pdf.

¹¹⁷Siehe zum Beispiel Eurostat, „European system of accounts (ESA 2010)“ (Luxembourg: Eurostat, 2013), <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925693/KS-02-13-269-EN.PDF/44cd9d01-bc64-40e5-bd40-d17df0c69334> und Bundeshaushaltsordnung.

¹¹⁸Florian Misch und Peter Wolff, „The Returns on Public Investment: Concepts, evidence and policy changes“ (Discussion Paper 25/2008, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, 2008), 12, https://www.die-gdi.de/uploads/media/DP_25_2008.pdf.

¹¹⁹Internationaler Währungsfonds (IWF), *Making Public Investment more Efficient* (Washington D.C.: IWF, 2015), 21, https://infrastructuregovern.imf.org/content/dam/PIMA/Knowledge-Hub/Publications/MakingPublicInvestmentMoreEfficient_May2015.pdf.

¹²⁰Die Zeit, „Biotech-Branche verzeichnet Schub: Geld für Wachstum knapp“, *Die Zeit*, 20. April, 2021, <https://www.zeit.de/news/2021-04/20/biotech-branche-verzeichnet-schub-geld-fuer-wachstum-knapp>.

¹²¹Rainer Kattel et al., „The economics of change:Policy appraisal for missions, market shaping and public purpose“ (IIPP WP 2018-06, UCL Institute for Innovation and Public Purpose, 2018), <https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/wp2018-06>.

automatischen Stabilisatoren und einer Finanzpolitik, die den Arbeitsmarkt unterstützt. Zur Risikosicherung wird sie flankiert vom Liberio, einem früh anschlagenden Zinsindikator. In ihrer Gesamtheit dient eine solche Finanzpolitik dazu, das Produktionspotential nicht nur zu stabilisieren, sondern zu maximieren. Im Verlauf der Zeit würde sie helfen, die Wirtschaft so weiterzuentwickeln, dass sie so gut wie möglich für die Herausforderungen des demographischen Wandels, der Dekarbonisierung und dem Ausgleich der Außenhandelsbilanz gerüstet ist. Im Folgenden skizzieren wir, wie erste Schritte in Richtung einer solchen Finanzpolitik jetzt in Deutschland gegangen werden können.

7 Reformoptionen für die deutsche Finanzpolitik

Die folgenden Reformoptionen sollen aufzeigen, wie die deutsche Finanzpolitik den heutigen Herausforderungen angepasst und im Sinn der wissenschaftlichen Erkenntnisse der letzten Jahre weiterentwickelt werden könnte. Alle Optionen lassen die im Grundgesetz verankerte Schuldenbremse unberührt.

Diese Vorschläge sind lediglich als erster Schritt in Richtung einer zielgerichteten Finanzpolitik zu verstehen. Mittelfristig sollte im Sinne einer auf Vollauslastung zielenden Finanzpolitik die Orientierung an wie auch immer berechneten Produktionslücken aufgegeben werden. Statt dessen sollte ein Set von Indikatoren (siehe 7.2) aufgebaut werden, um anzuzeigen, wie nah die Wirtschaft an Vollauslastung ist. Aufgrund des inhärent begrenzten Wissens, welches wir über die Produktions- und Entwicklungsmöglichkeiten der deutschen und europäischen Volkswirtschaft haben, sollte dann ein **induktiver Ansatz** zur Annäherung an dieses Ziel verfolgt werden: Das Defizit würde, solange die Zinsquote nicht anschlägt, in normalen Zeiten in kleinen Schritten so lange erhöht, bis Vollauslastung erreicht ist und Preissteigerungen eintreten. Das erfordert allerdings die Abschaffung der Schuldenbremse. In Krisenzeiten wären, wie in den USA heute, bedarfsorientierte Defizite denkbar, deren Größe darüber hinaus geht, was aus makroökonomischer Perspektive zur Stabilisierung der Nachfrage nötig ist.

Da Wirtschaften komplexe adaptive Systeme sind¹²² und wir die strukturellen Veränderungen, die sich aus den ersten Reformschritten ergeben, nur begrenzt vorhersagen können, halten wir es jedoch für sinnvoller, weitere Reformschritte aus einer **mittelfristigen finanzpolitischen Strategieüberprüfung** abzuleiten, als a priori einen festen Reformpfad festzulegen. Damit würde, wie bereits erwähnt, die Finanzpolitik dem Beispiel der Zentralbanken folgen.¹²³

Für die kurze Frist schlagen wir das folgende Maßnahmenpaket vor. Diese Reformen erachten wir als dringend notwendig, um die deutsche Finanzpolitik auf Nachhaltigkeit auszurichten und eine zukunftsgerichtete Politik zu ermöglichen.

7.1 Von der Schulden- zur Zinsquote

Wir argumentieren oben, dass der Anteil der Finanzierungskosten am Haushalt ein sehr viel vorausschauenderer Indikator als die Schuldenquote wäre. Für Deutschland schlagen wir vor, einen

¹²²Owen Barder, „Development & Complexity“ (Vorlesung, Center for Global Development, Mai 2012), <http://www.owen.org/wp-content/uploads/Development-and-Complexity-Slides.pdf>.

¹²³Sowohl die EZB als auch die Federal Reserve nahmen die Veränderung der makroökonomischen Rahmenbedingungen zum Anlass für eine Strategieüberprüfung. Siehe „Questions and answers on the strategy review“, Europäische Zentralbank, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/questions.en.html> und „Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications“, Federal Reserve, Zugriff am 3. Mai, 2021, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications.htm>.

a) $Indikatorwert_t = Zinsquote_t - Zinsquote_{t-1} + Indikatorwert_{t-1}$

b) AUßER WENN: $Indikatorwert_{t-1} \geq 1Pp$ ODER $Indikatorwert_{t-1} < 0Pp$

DANN: $Indikatorwert_t = Zinsquote_t - Zinsquote_{t-1} + 0$

Anstieg der Finanzierungskosten als Anteil am Haushalt um einen Prozentpunkt als Schwellenwert festzulegen, bei dem die finanzpolitische Strategie neu zu evaluieren ist. Konkret würde dieser **Zinsindikator** anschlagen, wenn die Zinsquote seit dem letzten Anschlagen kumulativ um einen Prozentpunkt gestiegen ist.

Ein Beispiel, das die Berechnung des Indikators verdeutlichen soll: 1995 lag die Zinsquote an den Haushaltsausgaben bei 10,7%, 1996 bei 11,2% und 1997 bei 12,1%. Von 1995 bis 1997 wäre die Berechnung des Indikators der Gleichung unter (a) gefolgt. Der Zinsindikator hätte in diesem Fall 1997 angeschlagen, weil die Zinsquote kumulativ um einen Prozentpunkt angestiegen ist. Danach hätte die Zählung dann von neuem begonnen, der Indikator wäre auf null zurückgesetzt worden. Der Zinsindikator für 1998 wäre mittels der Gleichung unter (b) berechnet worden. Negative Werte des Zinsindikators werden im Folgejahr ignoriert, um dem asymmetrischen Risiko (steigende Finanzierungskosten sind problematisch, fallende nicht) Rechnung zu tragen. In diesem Fall kommt auch die Gleichung unter (b) zur Anwendung. So ist die Zinsquote zum Beispiel von 1999, der letzte Zeitpunkt, an dem der Indikator ausgelöst hätte und auf null zurückgesetzt worden wäre, bis 2003 um kumulativ 2,3% gefallen. Von 2003 bis 2004 stieg die Zinsquote dann um 0,1%. Der Indikatorwert für 2004 hätte dem entsprechend 0,1% betragen.

Hätte man den Warnindikator in der Vergangenheit benutzt und 1985 mit dem Monitoring begonnen, hätte dieser bisher viermal angeschlagen: 1992, 1994, 1997 und 1999 (siehe Abbildung 7). Sowohl 1994 als auch 1999 geschah dies auf dem Rücken starker Renditeanstiege in Folge von Leitzinserhöhungen in den USA. Mit dem Platzen der Dot-Com Bubble Anfang 2000 begann der Rückgang der Finanzierungskosten, der bis heute anhält.

Aus der historischen Perspektive werden die Vor- und Nachteile des Indikators deutlich: Während die Schuldenquote ein höheres Zinsniveau erst spät widerspiegelt, reagiert der Zinsindikator sehr viel schneller und gibt damit mehr Möglichkeiten *präventiv* zu handeln. Auf der anderen Seite kann er auch sehr von Momentaufnahmen getrieben sein: Wäre dem Indikator ein Automatismus nachgeschaltet (zum Beispiel die Verpflichtung zu einem Primärüberschuss), hätte der deutsche Staat in das Platzen der Dot-Com Bubble hineinsparen müssen und somit den Abschwung womöglich verstärkt. Daher sollte eine Veränderung der Zinsquote nur dazu dienen, dass die Regierung verpflichtet ist, die eigene finanzpolitische Strategie zu reevaluieren und gegenüber dem Bundestag darüber Rechenschaft abzulegen, wie sie gedenkt mit dem Anstieg der Zinskosten umzugehen.

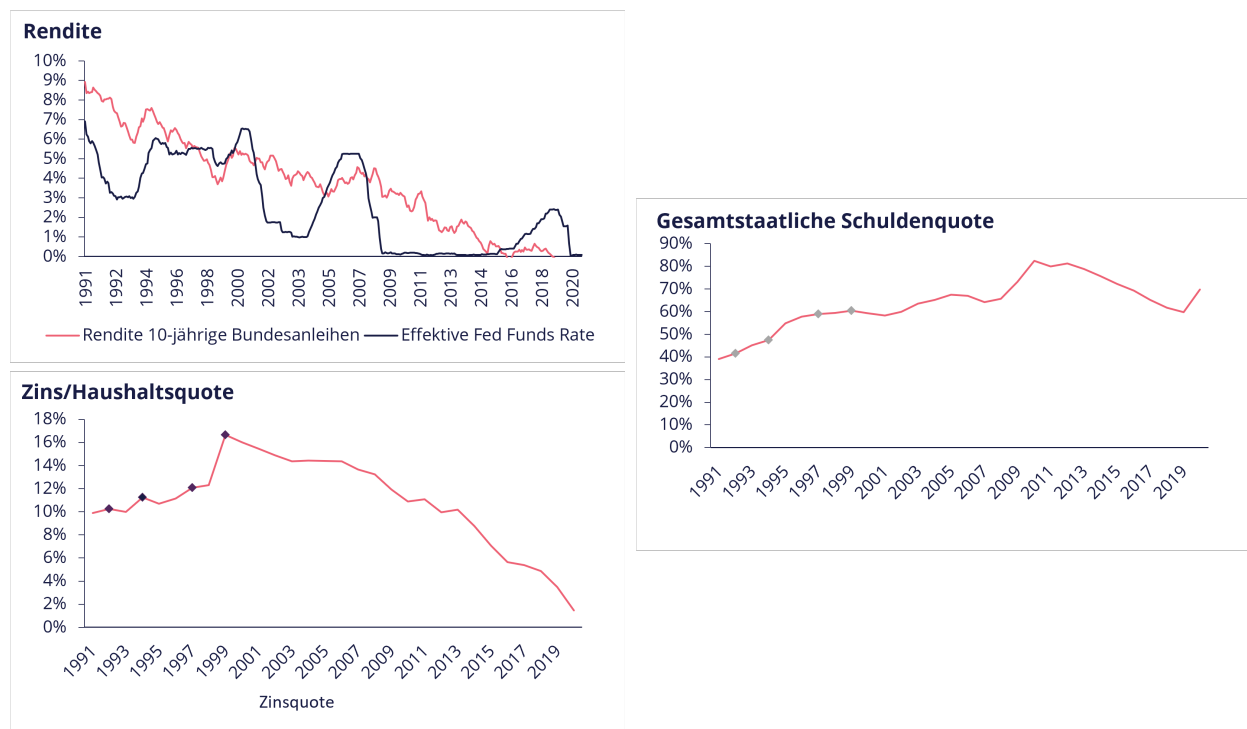


Abbildung 6: Auslösen des Zinsindikators in der Vergangenheit
Daten: FRED, Bundesbank, BMF, DIW

Im Folgenden wenden wir den Zinsindikator auf mögliche zukünftige Szenarien an (siehe Abbildung 7). In beiden Szenarien wird ein Wachstum von 1% und ein Primärdefizit von -3% unterstellt.

- Die Renditeentwicklung „Finanzplan“ entspricht den im Finanzplan 2020 bis 2024 der Bundesregierung implizierten Renditen. Für die Jahre 2025 bis 2030 wird die Renditeentwicklung linear fortgeschrieben. Mit einer Rendite von 2,2% im Jahr 2030 kommt das Szenario „Finanzplan“ dem haushalterischen Vorsichtsprinzip mit ausgesprochener Sorgfalt nach.
- Das Szenario „Forward“ basiert auf den im EUR Eonia Forward 10y1y implizierten Zinserwartungen. Die erwartete Rendite liegt 2030 bei 0,35%.

Unter dem Szenario „Finanzplan“ schlägt der Indikator das erste Mal 2022 an. Das liegt zum Teil an einem stark zurückgehenden Haushaltsvolumen nach der Krise (auch unter dem Szenario „Forward“ steigt die Zinsquote um 0,9 Prozentpunkte an), aber auch an dem angenommenen schnellen Renditeanstieg. Auch hier zeigt sich wieder, wieso ein Automatismus, der bestimmte Maßnahmen nach Auslösen des Indikators erfordert, nicht angemessen ist: Die Situation sollte zu diesem Zeitpunkt sicher genau beobachtet werden, der Sondereffekt des zurückgehenden Haushalts jedoch Beachtung finden. In Folge eines weiter anziehenden Zinsniveaus schlägt der Indikator 2028 und 2030 an und bestätigt somit den Trend, der sich seit 2022 abgezeichnet hat. Spätestens zu diesem Zeitpunkt, an dem die Regierung das dritte Mal innerhalb von zehn Jahren erklären muss, wie sie plant, mit den Finanzierungskosten umzugehen, wird eine „wait and see“ Antwort politisch kaum opportun sein. Unter dem Szenario „Forward“ schlägt der Zinsindikator allein 2027 als Konsequenz kontinuierlicher, aber sehr geringfügiger Zinsanstiege an. Im Gegensatz zu dem Zinsindikator wären mittels Schuldenquote die unterschiedlichen Dynamiken der Szenarien kaum zu erkennen: der Unterschied zwischen den Schuldenquoten der beiden Szenarien beläuft sich im Jahr 2030 auf nur 1,7 Prozentpunkte.

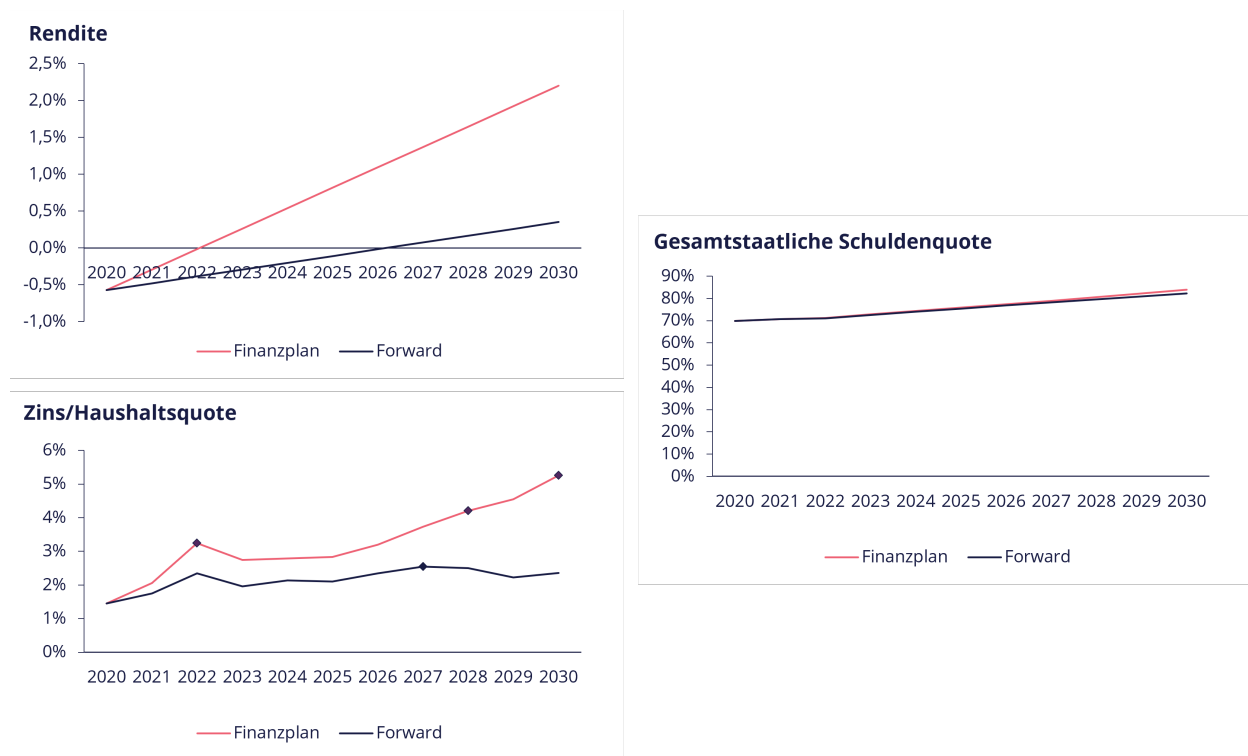


Abbildung 7: Projiziertes Auslösen des Zinsindikators für die Zinsszenarien „Finanzplan“ und „Forward“

Daten: Finanzagentur, BMF, BMWi, Bundesbank, Bloomberg, Reuters, eigene Berechnungen

Der Zinsindikator bietet also ein sensibleres Frühwarnsystem als die heute viel beachtete Schuldenquote. Er könnte wesentlich dazu beitragen, sich verändernde Verschuldungsdynamiken frühzeitig zu erkennen. Daher erschien es uns sinnvoll, dass der Stabilitätsrat diesen Indikator in seine Kennzahlen aufnimmt und idealerweise die momentan beobachtete Zins-Steuerquote damit ersetzt (ein potenziell prozyklischer Indikator, da in der Krise die Steuereinnahmen sinken, während sie im Boom ansteigen).

7.2 Von Produktionspotenzial zu Vollauslastung

Solange der Zinsindikator nicht anschlägt, sollte die Finanzpolitik drei Ziele verfolgen: Einen volla ausgelasteten und produktiven Arbeitsmarkt, automatische Stabilisatoren, die ungehindert wirken können und Schocks abfedern, sowie Investitionen, die Produktivität in der Zukunft sichern.

Um einen volla ausgelasteten und produktiven Arbeitsmarkt unter der Schuldenbremse erreichen zu können, schlagen wir eine Modifizierung der Inputs zur Berechnung des Produktionspotenzials vor, was wiederum auf die Höhe der Konjunkturkomponente der Schuldenbremse durchschlagen würde.¹²⁴ Die Berechnungsmethode wird nicht verändert, um die Hürde zu einem ersten Reformschritt in Richtung Vollauslastung soweit abzusenken wie möglich. Zudem ist die Berechnung der Konjunkturkomponente in Deutschland einfachgesetzlich geregelt, so dass es keiner Grundgesetzänderung bedürfte, um sie anzupassen (siehe Abbildung 8).¹²⁵

¹²⁴Aus Gründen der Vergleichbarkeit greifen die folgenden Berechnungen auf den jährlichen makroökonomischen Datensatz (AMECO) der Generaldirektion für Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission zurück. Alle hier verwendeten Daten entstammen der Frühjahrsprojektion des Jahres 2020 und schließen deshalb bereits den prognostizierten Wirtschaftseinbruch aufgrund der Corona-Pandemie ein.

¹²⁵Solange die einfachgesetzliche Regelung weiterhin den Vorgaben des Grundgesetzes entspreche.

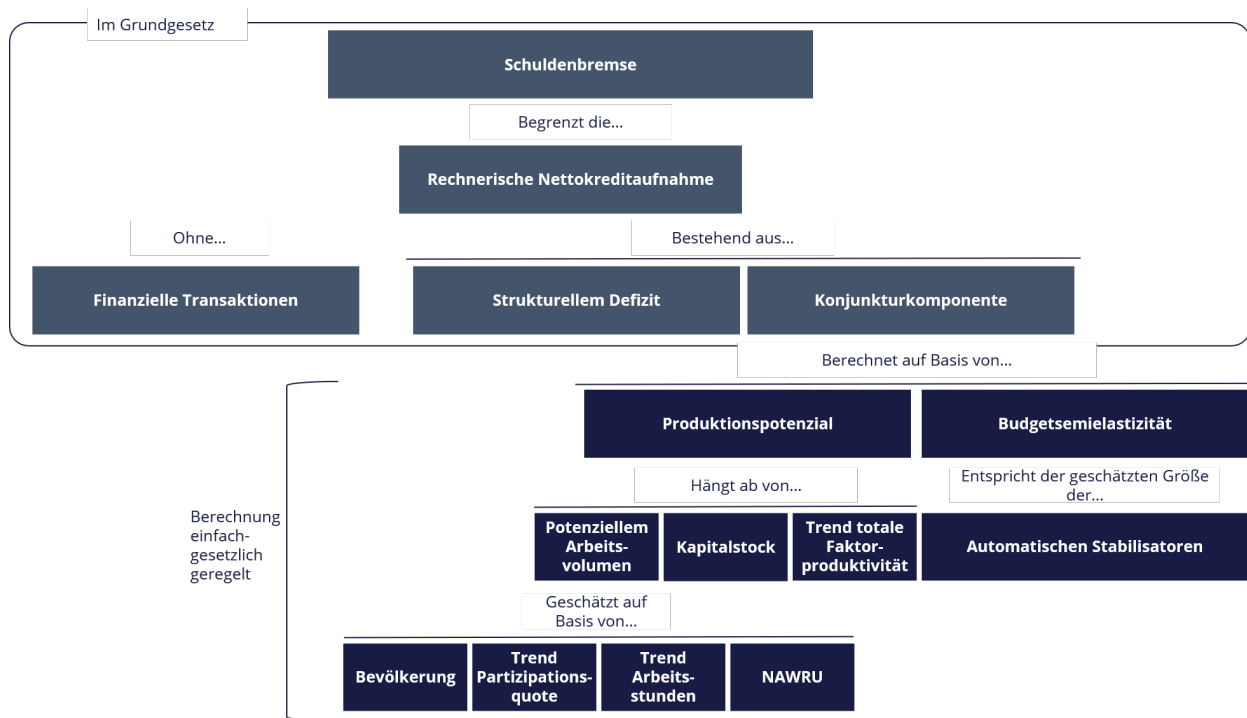


Abbildung 8: Struktur der Schuldenbremse und der heutigen Berechnung des Produktionspotenzials

Quelle: BMF, Ademmer et al. (2019), eigene Darstellung

Das Produktionspotenzial wird heute auf Basis eines von der EU-Kommission in Abstimmung mit den Mitgliedsstaaten entwickelten Verfahrens (das, wie eingangs beleuchtet, regelmäßig angepasst wird) berechnet: Da das Produktionspotenzial nicht beobachtbar ist, wird es anhand der Produktionsfunktionsmethode der EU wie folgt geschätzt:

$$BIP_{pot} = A * L^{0,65} * K^{0,35}.$$

A bezeichnet hier ein Maß für die totale Faktorproduktivität der Produktionsfaktoren Arbeit (L) und Kapital (K). Hierbei ist vor allem der Faktor Arbeit methodisch von Interesse. Er ergibt sich gemäß

$$L = \text{Bevölkerung}_{15-74} * \text{Partizipationsrate} * (1 - \text{NAWRU}) * \text{Arbeitsstunden}$$

und wird folglich in den aggregierten, durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden bei Trendauslastung gemessen. Diese bezieht sich auf die langjährigen Trends der einzelnen Variablen, die mithilfe verschiedener statistischer Filterverfahren ermittelt werden. Die Variable *NAWRU* steht für *non-accelerating wage rate of unemployment*, also die geschätzt niedrigst mögliche Arbeitslosenquote, bei der es nicht zu Lohninflation kommt. Fällt die Arbeitslosenquote unter die *NAWRU*, haben Arbeitnehmer aufgrund des knappen Angebots an Arbeitskraft gegenüber Arbeitgeberinnen zu viel Verhandlungsmacht und können Lohnsteigerungen durchsetzen, so die Theorie.

Wie erwähnt, werden das Produktionspotenzial und das darin einfließende Arbeitspotenzial heute überwiegend auf Basis vergangener Trends berechnet. Damit diese Methodik dem Begriff „Potenzial“ gerecht wird, muss also davon ausgegangen werden, dass das Potenzial der Wirtschaft in der Vergangenheit bereits ausgeschöpft wurde. Wie unter 3.3 erläutert, gibt es jedoch zahlreiche Gründe, wieso das nicht notwendigerweise der Fall ist. Daher schlagen wir vor, die Inputs

zur Berechnung des Arbeitspotenzials wie folgt zu modifizieren, um mit der Schätzung dem tatsächlichen Produktionspotenzial näherzukommen:

NAWRU: Um von einer Trend- zu einer Vollausslastung der Wirtschaft zu gelangen, ersetzen wir die NAWRU durch Vollbeschäftigung. Es gibt nach wie vor keine unumstrittene Konzeptualisierung des Begriffs; klassische Schätzungen zielen auf eine Arbeitslosenquote zwischen zwei und drei Prozent ab.¹²⁶ Als ersten groben Proxy bereinigen wir Arbeitslosigkeit um Langzeitarbeitslose. Dies tun wir unter der Annahme, dass es friktionelle, kurzfristige und konjunkturbedingte Arbeitslosigkeit immer bis zu einem gewissen Grad geben wird. Unter Vollbeschäftigung sollte aber niemand, der einen Job sucht, dauerhaft nicht in der Lage sein, einen solchen zu finden. Für 2019 resultiert das in einem Wert von 1,2%, der deutlich unter der NAWRU von 3,4% und auch den klassisch als Vollbeschäftigung definierten Werten von 2 bis 3% liegt.

Partizipationsrate: Nach Zahlen von Eurostat¹²⁷ und der Bundesagentur für Arbeit liegt die Erwerbsquote von Männern seit 2005 konstant über 80%, während die der Frauen um phasenweise mehr als 10 Prozentpunkte darunterliegt.¹²⁸ Konkret nahmen im Jahr 2019 83,5% der Männer am Arbeitsmarkt teil, jedoch nur 74,9% der Frauen—ein Abstand von 8,6 Prozentpunkten. In Schweden beträgt diese Lücke nur 3,4, in Finnland 3,3 und in Litauen gar nur 2,3 Prozentpunkte. In den folgenden Berechnungen wird—im Einklang mit Artikel 3 GG—für die Partizipationsspanne zwischen Männern und Frauen im Lichte der Zahlen aus Nordeuropa ein Zielwert von drei Prozentpunkten angestrebt.

Arbeitsstunden: In Deutschland arbeiteten 2019 knapp zwölf Mio. Menschen in Teilzeit¹²⁹, mit einer durchschnittlichen wöchentlichen Arbeitszeit von 19,5 Stunden.¹³⁰ Im Rahmen der europaweiten Arbeitskräfteerhebung werden seit einigen Jahren die Gründe der Teilzeitbeschäftigung¹³¹ abgefragt. Wenn Vollzeitarbeit nicht zu finden war, die Betreuung von Kindern oder erwerbsunfähigen Erwachsenen oder andere familiäre oder persönliche Verpflichtungen einer Vollzeitbeschäftigung im Weg standen, ist von unfreiwilliger oder nicht notwendiger Teilzeit die Rede. Nach dieser Definition hätten in 2019 47,1% der Teilzeitbeschäftigten – oder 5,6 Mio. Menschen – mehr arbeiten können. In den ebenfalls im Rahmen der Arbeitskräfteerhebung aufgenommenen Arbeitszeitwünschen gibt eine Mehrheit der unterbeschäftigten Befragten im Durchschnitt seit einigen Jahren konstant ca. zehn zusätzliche Arbeitsstunden pro Woche als Präferenz an.¹³² Da dieser Wunsch nicht gänzlich den identifizierten Personen zugerechnet werden kann, wird dieses Szenario lediglich als oberes Limit betrachtet. In einem vorsichtig geschätzten Szenario wird die wöchentliche Arbeitszeit der unfreiwillig oder nicht-notwendigerweise Unterbeschäftigten um fünf Stunden aufgestockt, also einer zusätzlichen Stunde pro Tag.

Finanzieller Spielraum: Die drei beschriebenen Ansatzpunkte sorgen dafür, dass der Faktor Arbeit, der für die Anwendung der Produktionsfunktions-Methode herangezogen wird, sich mathematisch erhöht. Die Schätzung ergibt so ein höheres Produktionspotenzial, das die erreichbare Wirtschaftsleistung unter Vollausslastung beschreibt, und folglich einen größeren fiskalischen Spielraum. Für das Jahr 2023 — das erste Jahr, in dem die Schuldenbremse wieder greift — projiziert das BMWi eine Konjunkturkomponente von 4,5 Mrd. Euro. Vollbeschäftigung,

¹²⁶Siehe William H. Beveridge und Charlotte Luetkens, *Vollbeschäftigung in einer freien Gesellschaft* (Hamburg: Verlag für Wirtschaft und Sozialpolitik, 1946) oder das Stabilitätsgesetz (StabG) von 1967.

¹²⁷Eurostat-Datenschlüssel: lfsa_argan.

¹²⁸Die Erwerbsquote oder Partizipationsrate misst den Anteil der Erwerbspersonen, d.h. die Gesamtheit der Erwerbstätigen und Erwerbslosen, an der Erwerbsbevölkerung. Letztere bezeichnet in der Definition der Internationalen Arbeitsorganisation die Bevölkerung im Alter zwischen 15 und 74 Jahren.

¹²⁹Eurostat-Datenschlüssel: lfsa_epgaed.

¹³⁰Eurostat-Datenschlüssel: lfsa_ewhun2.

¹³¹Eurostat-Datenschlüssel: lfsa_epgar.

¹³²„Arbeitszeitwünsche 2019“, Statistisches Bundesamt (Destatis), Zugriff am 18. März, 2021, https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2020/11/PD20_468_133.html.

eine gesteigerte Partizipationsrate von Frauen und fünf zusätzlichen Arbeitsstunden pro Woche für Unterbeschäftigte würden sie jeweils verdoppeln, zehn zusätzliche Stunden pro Woche würden sie um weitere 4 Mrd. Euro steigern, verglichen mit der fünf-Stunden-Variante. Das kombinierte Szenario Vollbeschäftigung, höhere Frauenpartizipation und fünf zusätzliche Arbeitsstunden für Unterbeschäftigte ließe **die Konjunkturkomponente auf knapp 20 Mrd. Euro steigen**, nimmt man zehn zusätzliche Arbeitsstunden an, käme man auf knapp 24 Mrd. Euro. Legt man die heutigen BIP Projektionen zu Grunde, würden die Szenarien 2023 in **Defiziten von 0,5% und 0,6% des BIPs** resultieren (wobei die tatsächlichen Werte durch die positiven Auswirkungen der Fiskalpolitik auf das Wachstum wahrscheinlich ex post niedriger lägen).

Limitationen und Ausblick: Eine Anpassung der Inputs zur Berechnung des Produktionspotenzials würde eine wesentliche Verbesserung des Status Quo darstellen, ist aber mittelfristig nicht ausreichend. Wir schlagen ein Vollauslastungsziel vor, das sowohl die Reduktion ökonomischer Abhängigkeit als auch die Lohnentwicklung in den Blick nimmt. Dazu sollten zum einen Arbeitslosen- und Beschäftigungsquote induktiv durch behutsames Steigern der Nachfrage minimiert/maximiert werden bis Preissteigerungen auftreten; zum anderen Schwellenwerte für die Partizipation von Frauen, Teilzeit-, Niedriglohn und befristeter Beschäftigung nicht unter-, beziehungsweise überschritten werden. Solange die Werte im zulässigen Bereich sind, würde die „Beschäftigungsampel“ auf grün stehen und die Politik könnte sich allein auf Arbeits- und Beschäftigungsquote fokussieren.

7.3 Wirksame automatische Stabilisatoren

Neben dem Produktionspotenzial hängt die Konjunkturkomponente (KK) von der Budgetsemielastizität ab:

$$KK = BSE * (BIP - BIP_{pot})$$

Sie misst die relative Auswirkung einer Abweichung der Produktion von ihrem Potenzial auf das Finanzierungssaldo des Bundes. Gesamtstaatlich beträgt die Budgetsemielastizität 0,5, für den Bund 0,203.¹³³ Intuitiv bedeutet dies, dass der Bundeshaushalt jeden „verlorenen“ Euro aus der Unterschreitung des Produktionspotenzials durch etwa 20 Cent an zusätzlichen Krediten teilausgleichen darf. Die Festlegung dieser Höhe beruht nicht auf einem theoretisch optimalen Wert, sondern der geschätzten *tatsächlichen* Auswirkung der Konjunktur auf das Finanzsaldo *ohne diskretionäre Eingriffe* der Politik.

Die Budgetsemielastizität bringt drei Schwierigkeiten mit sich: Erstens ist sie schwer zu messen, auch weil jede Konjunkturbewegung eine etwas andere Auswirkung auf die Wirtschaft und damit den Haushalt hat. Zweitens gibt es keinen theoretisch optimalen Wert, an dem man sie ausrichten könnte. Und drittens stellt sich die Frage, inwieweit die automatischen Stabilisatoren tatsächlich in der von der Budgetsemielastizität suggerierten Größenordnung wirken können, insbesondere in großen Abschwüngen. Angesichts harter Budgetbeschränkungen (sei es aufgrund von Verschuldungsverboten wie auf Landesebene¹³⁴ oder limitiertem Zugang zu Liquidität wie oft auf kommunaler Ebene der Fall) kann es dazu kommen, dass die tatsächlichen Schwankungen des Finanzsaldos geringer ausfallen oder durch kompensatorisches Sparen ausgeglichen werden. So hat zum Beispiel die Stadt München in Folge der Coronakrise beschlossen, Investitionen in den

¹³³Bundesministerium der Finanzen (BMF), „Aufteilung der 2018 neu berechneten Budgetsemielastizität auf Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungen“, in *Monatsbericht April 2019* (Berlin: BMF, April 2019), <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2019/04/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-6-budgetsemielastizitaet.html>.

¹³⁴Die Schuldenbremse der deutschen Länder erlaubt keine strukturelle Neuverschuldung. Die Konjunkturkomponente wird je nach Bundesland unterschiedlich berechnet. Teilweise kommen Verfahren zur Anwendung, die eine konjunkturell bedingte Nettokreditaufnahme praktisch unmöglich machen (zum Beispiel in Sachsen).

Schulbau in Höhe von einer Mrd. Euro auf die Jahre nach 2025 zu verschieben.¹³⁵

Anstatt zu versuchen, die angemessene Größe der Budgetsemielastizität zu definieren, scheint es zielführender, dafür Sorge zu tragen, dass die automatischen Stabilisatoren den unter 6.2 beschriebenen Aspekten (1) größtmöglicher Wirksamkeit, (2) umfassender Erhaltung des produktiven Potenzials, (3) durchdachter Trigger, (4) zeitnaher Wirksamkeit und (5) Funktionstüchtigkeit in der Praxis entsprechen und außerdem keine unerwünschten Nebenwirkungen haben.

Eine vollständige Funktionstüchtigkeit der momentanen automatischen Stabilisatoren und die Reduktion unerwünschter Nebenwirkungen wie Rückgängen bei Investitionen erfordern langfristig eine Reform der Bund-Länder Finanzbeziehungen und eine solidere Finanzausstattung der Kommunen. Kurzfristig können Investitionsvehikel, die nicht unter die Schuldenbremse fallen, haushalterische Spielräume vergrößern (Optionen dazu unter 7.4.).

Außerdem könnten die automatischen Stabilisatoren zum Beispiel um eine konjunkturabhängige progressive Anpassung der Sozialbeiträge erweitert werden (siehe Vorschläge des DIW¹³⁶).¹³⁷ Damit würde die vergleichsweise hohe Abgabenquote in Deutschland für untere Einkommen in wirtschaftlichen Schwächephasen gesenkt und der Binnenkonsum gestützt werden. Der Anreiz von Arbeitgebern, gerade Arbeitnehmer in niedrigen Einkommensklassen zu entlassen, würde verringert. Alternativ könnte eine antizyklisch schwankende Klimaprämie ausbezahlt werden.¹³⁸ Der Vorteil gegenüber dem vorherigen Vorschlag wäre hier nicht nur, dass explizit ein gesellschaftliches Ziel gefördert würde, sondern auch, dass direkte Zahlungen an Individuen einen größeren Konsumeffekt auslösen als verringerte Abgaben.¹³⁹ Da wohlhabendere Haushalte einen größeren CO₂-Fußabdruck haben, wären auch hier die Verteilungseffekte progressiv, eine gezielte Stützung des Konsums wäre gewährleistet.¹⁴⁰ Zuletzt könnte das Kurzarbeitergeld um einen automatischen Trigger erweitert werden, der in schweren Krisen die für die Corona-Krise beschlossenen Erleichterungen aktiviert.¹⁴¹

Die Effekte eines Ausbaus der automatischen Stabilisatoren und die damit einhergehende Erhöhung der Budgetsemielastizität hätten eine signifikante Auswirkung auf die Höhe der Konjunkturkomponente. Würde man die Budgetsemielastizität auf Bundesebene zum Beispiel auf ca. 0,5 erhöhen — also für jeden Euro Fluktuation im Abschwung 50 Cent kompensieren oder im Aufschwung sparen — würde die Erhöhung des Produktionspotenzials (wie im vorangegangenen Abschnitt beschrieben) den Haushaltsspielraum um den Faktor 2,46 von 20 Mrd. Euro **auf knapp 50 Mrd. Euro** und von 24 Mrd. Euro auf knapp 60 Mrd. Euro erhöhen.

¹³⁵Jakob Wetzel, „Die Schulbauoffensive gerät ins Stocken“, *Süddeutsche Zeitung*, 17. November, 2020, <https://www.sueddeutsche.de/muenchen/muenchen-coronakrise-schulbau-verzoegerungen-1.5117334>.

¹³⁶Stefan Bach, Peter Haan und Michelle Harnisch, *DIW Wochenbericht: Progressive Sozialbeiträge können niedrige Einkommen entlasten* (Berlin: DIW, 2020), https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.581472.de/18-13-3.pdf.

¹³⁷Dies wäre wahrscheinlich sogar möglich, ohne die Budgetsemielastizität der Schuldenbremse zu erweitern, da die Sozialversicherung nicht unter die Schuldenbremse fällt.

¹³⁸Philippa Sigl-Glöckner, „Eine Schuldenbremse für das 21. Jahrhundert“, *Makronom*, 17. Dezember, 2020, <https://makronom.de/fiskalpolitik-reform-eine-schuldenbremse-fuer-das-21-jahrhundert-37885>.

¹³⁹Claudia Sahn, „Direct Stimulus Payments to Individuals in Recession Ready“, in *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy*, ed. Heather Boushey, Ryan Nunn und Jay Shambaugh (Washington D.C.: Brookings Institution, 2019).

¹⁴⁰Sebastian Gechert et al., „Wirtschaftliche Instrumente für eine klima- und sozialverträgliche CO₂-Bepreisung“, (IMK Study Nr. 65, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), September 2019), https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_study_65_2019.pdf.

¹⁴¹„Verlängerung der Erleichterungen beim Kurzarbeitergeld“, Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS), Zugriff am 4. Mai, 2021, <https://www.bmas.de/DE/Corona/erleichtertes-kurzarbeitergeld.html#docac1889d9-c87e-4f42-994e-db703a1645dbbodyText1>.

Investitionslücke von 149 Mrd. Euro¹⁵⁰ auf Corona-geschwächte Kommunen, denen schon vor der Pandemie volatile Einnahmen die Investitionsplanung erschwerten: Sowohl Zuschussprogramme des Bundes als auch stark konjunkturabhängige Einnahmen wie die Gewerbesteuer sind schwer über längere Zeit vorhersehbar, wie die Coronakrise nochmals eindrücklich gezeigt hat. Dazu kommen eine umfassende Bürokratie und ein Antragswesen, das viel Personal beansprucht und oft gerade dort Investitionen im Wege steht, wo sie am dringendsten gebraucht werden. René Geißler schlägt einen kommunalen Investitionsfonds vor, um dem Abhilfe zu schaffen.¹⁵¹ Der Fonds—möglichst angesiedelt bei einer bestehenden, rechtlich eigenständigen Gesellschaft des Bundes—sollte über mindestens zehn Jahre jedes Jahr Investitionszuweisungen ohne jegliches Antragswesen ausschütten. Anstelle detaillierter Verwendungsvorgaben definieren Bund und Länder lediglich politische Handlungsfelder, in denen die Mittel eingesetzt werden sollen. Die Kommunen weisen eine entsprechende Mittelverwendung durch öffentliches Reporting nach.

Sollte das aus politischen Gründen nicht möglich sein, könnte die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) Kommunalkredite mit sehr langer Laufzeit vergeben, die durch den Bund abgesichert und bezuschusst werden, soweit nötig. Diese Lösung ist mit klaren Nachteilen gegenüber einem Investitionsfonds verbunden: Erstens ist die Kapitalaufnahme durch die KfW ca. 20 bis 40 Basispunkte teurer als die des Bundes und durch die Verwaltung durch die KfW entstehen zusätzliche Kosten, denen kein nennenswerter Gegenwert gegenübersteht. Zweitens ist der Verwaltungsaufwand für Kommunen erheblich höher als bei Investitionszuweisungen. Drittens ist es fraglich, ob Kommunen in schwieriger finanzieller Lage, die die Unterstützung wahrscheinlich am dringendsten benötigen, wirklich weitere Kredite aufnehmen sollten. Wenn Bundeszuschüsse zu kommunalen Investitionen benötigt werden, sollten diese zur Haushaltsklarheit auch explizit ausgewiesen und nicht als KfW Kredite ‚getarnt‘ werden.

7.5 Teampay

Am Ende ist entscheidend, dass alle drei Säulen einer zielgerichteten Finanzpolitik, Vollausslastung des Arbeitsmarkts, effektive automatische Stabilisatoren und produktive Investitionen, zusammenpassen und sich gegenseitig verstärken. Nur mit Investitionen gibt es gute Aus- und Weiterbildung. Und nur mit einem vollaussgelasteten Arbeitsmarkt mit guten Jobs haben alle, die können und wollen, die Möglichkeit, gute Berufserfahrung zu sammeln und ihr Arbeitsleben lang produktiv und abgesichert beschäftigt zu sein. Beschäftigte mit einem guten und sicheren Einkommen haben wiederum eine höhere Konsumneigung, was Unternehmensgewinne befördert und damit die private Investitionsneigung steigert. Automatische Stabilisatoren verhindern, dass diese sich selbstverstärkenden Mechanismen von Abschwüngen außer Kraft gesetzt werden. Und sollten sich die Finanzierungsbedingungen ändern, schlägt der Zinsindikator an, bevor ein abrupter Politikwechsel nötig wird, und ermöglicht eine rechtzeitige Neuausrichtung.

8 Fazit

Vermeidungsstrategien geben keine Richtung vor. Bis heute konzentrieren sich Vorschläge zur Gestaltung einer neuen, nachhaltigeren Finanzpolitik jedoch vor allem darauf, was nicht passieren darf: sei es der Anstieg der Schuldenquote, der konsumtiven Ausgaben oder der Finanzierungskosten. Es findet sich kaum eine konkrete, positive Antwort darauf, wie die Staatsfinanzen ausgestaltet werden sollten, um langfristigen Wohlstand und Tragfähigkeit zu sichern sowie die Ziele einer

¹⁵⁰KfW Bankengruppe. *KfW-Kommunalpanel 2020*.

¹⁵¹René Geißler, „Ein kommunales Investitionsprogramm für das nächste Jahrzehnt“, (Policy Paper, Dezernat Zukunft, April 2021), <https://dezernatzukunft.org/ein-kommunales-investitionsprogramm-fuer-das-naechste-jahrzehnt/>.

demokratischen Gesellschaft zu unterstützen. Wie Tabelle 1 zeigt, werden zwar im Rahmen einiger Reformvorschläge nachfrageseitige Hindernisse bei der Ausschöpfung des wirtschaftlichen Potenzials diskutiert. Konkrete Lösungsvorschläge, insbesondere wie Vollauslastung erreicht werden kann, liegen jedoch nur bedingt vor.

Ausgehend vom Ansatz der *Functional Finance*, den Blanchard et al. 2020 wieder ins Spiel brachten, haben wir versucht, diese Lücke zu füllen. Aufbauend auf den bisherigen Vorschlägen entwickeln wir hier einen konkreten, positiven Ansatz, dessen vier Elemente alle der angesprochenen Aspekte abdecken: Einen Investitionsfonds, der die Angebotsseite mit sinnvollen und produktiven Investitionen stärkt, eine Anpassung der Berechnung des Produktionspotenzials und Weiterentwicklung der automatischen Stabilisatoren, um nachfrageseitige Hürden zu überwinden, und einen Zinsindikator, der sicherstellt, dass sich keine unbemerkten Haushaltsrisiken aufbauen. Zudem diskutieren wir, wie das Schuldeniveau mittels Strukturreformen gesenkt werden kann (siehe Tabelle 2).

Diese Vorschläge erfordern ohne Zweifel weitere Ausarbeitung und Diskussion. Zudem scheint uns weiterhin der Nexus Fiskalpolitik und Finanzmarktstabilität, den Furman und Summers ansprechen, unterbeleuchtet. Neben der Frage des Zinsniveaus sollte hier die Rolle von Staatsanleihen im Finanzmarkt analysiert werden. Wir hoffen jedoch, dass unsere Vorschläge bereits in ihrer jetzigen Form einen weiteren Denkanstoß in der Debatte um eine neue deutsche Finanzpolitik, die der jetzigen Zeit angemessen ist, darstellen: In einer Zeit, in der wir unsere Wirtschaft hin zur Klimaneutralität umbauen müssen, wir nur durch Produktivitätssteigerungen den demographischen Wandel bewältigen können und in der das Kapital günstig ist, erscheint es widersinnig, sich auf ein anderes Ziel als nachhaltige Vollauslastung und produktive Investitionen zu fokussieren.

	Goldene Regel	Investitionsvermögen	Europäische <i>fiscal standards</i>	Zins/BIP Quote
Beschreibung	Defizitfinanzierung der Nettoinvestitionen	Defizitfinanzierung von Nettoinvestitionen möglich, wenn $r < g$; Investitionsentscheidungen basierend auf Kosten/Nutzen; Abwägung durch Stabilitätsrat; perspektivisch <i>fiscal standards</i>	Ersatz von Fiskalregeln durch Standards; gerichtliche Durchsetzung; stochastische DSA; gemeinsame Verschuldung auf EU-Level	Erwerbstätigkeit maximieren; Zinsen/BIP $< 2\%$; zusätzliche Investitionen i.H.v. 1% BIP; langfristig: Krisenreaktion schuldenfinanziert; Investitionen (alles mit NPV > 0) schuldenfinanziert; sonst keine Verschuldung, Verschiebung in der Komposition
Angebotsseite	Ja	Ja	Nein (nicht im Fokus des Papiers)	Ja, Defizitfinanzierung für dauerhafte Ausgaben mit NPV > 0 (e.g. Bildung)
Nachfrageseite	Erkennt die Möglichkeit nachfrageseitiger Wachstumshindernisse an	Erkennt die Möglichkeit nachfrageseitiger Wachstumshindernisse an	Erkennt die Möglichkeit nachfrageseitiger Wachstumshindernisse an	Erkennt die Möglichkeit nachfrageseitiger Wachstumshindernisse an
↳ Vollauslastung	Nein	Nein	Angedeutet: Nachfrageexternalitäten als Problem, EU-Verschuldung als Lösungsansatz erwähnt; Ausgestaltung fehlt	Bedingt: Zielsetzung Erwerbstätigkeit zu maximieren so lange Zinskosten $< 2\%$ BIP
↳ Konjunkturreakibilität	Nein	Nein	Ja	Ja, Schuldenfinanzierung in zeitlich begrenzten Notlagen
Finanzierungsseite	Optional: Mögliche Obergrenze für maximale Abzugsfähigkeit der Nettoinvestitionen, zum Beispiel $1-2\%$ BIP	Ja, durchschnittliche Finanzierungskosten $<$ nominales Wachstum als Bedingung für Kreditaufnahme	Ja, probabilistische Einschätzung der Schulden-tragfähigkeit	Ja, reale Zinsausgaben $< 2\%$ BIP; Stärkung der Nachfragewirksamkeit des Haushalts
Quelle	Truger (2015, 2021)	Hüther, Südekum (2020)	Blanchard, Leandro, Zettelmeyer (2021)	Furman, Summers (2020)

Tabelle 1: Übersicht fiskalpolitischer Reformvorschläge in der Literatur

	Vorschlag & Beschreibung	Zweck	Haushälterischer Effekt	Institutionelle Verantwortung
Angebotsseite: Investitionsfonds	10-jähriges kommunales Investitionsprogramm des Bundes mit indikatorbasierten, vorhersehbaren Investitionszuweisungen (Anträge und Mittelnachweise entfallen)	Nachhaltigkeit und Produktivität von morgen sichern; Schutz kommunaler Investitionsniveaus gegen Konjunkturschwankungen, Kapazitätenaufbau auf kommunaler Ebene ermöglichen	Als finanzielle Transaktionen von der Schuldenbremse ausgenommen	Finanzierung: rechtlich eigenständige, bestehende Gesellschaft des Bundes, die mit einem Investitionsfonds ausgestattet wird; Second best: hochkonzessionäre Kredite durch die KfW; Umsetzung: größtenteils Kommunen
Nachfrageseite (Vollauslastung): Anpassung Berechnung Produktionspotenzial	Anpassung der Inputs zur Berechnung des Produktionspotenzials im Rahmen der Schuldenbremse: von arbiträren historischen Trends zu Vollbeschäftigung ohne Langzeitarbeitslosigkeit und unfreiwillige Teilzeit, sowie geschlechterspezifische Partizipationsquoten im Einklang mit Artikel 3 GG	Bewältigung Klima- und demographischer Wandel durch volle Mobilisierung aller Arbeitsressourcen und Setzen von nachfrageseitigen Produktivitätsanreizen; außenwirtschaftliches Gleichgewicht; Anhebung des materiellen und immateriellen Investitionsniveaus durch Stabilisierung von Erwartungen	2023: 20 bis 24 Mrd. Euro Konjunkturkomponente	Bundesregierung, idealerweise in Abstimmung mit europäischen Partnern in der Output Gaps Working Group der EU-Kommission
Nachfrageseite (Konjunkturreakibilität): Weiterentwicklung der automatischen Stabilisatoren	Konjunkturabhängige progressive Anpassung der Sozialbeiträge und/oder antizyklische schwankende Klimaprämie	Permanente Reduktion des Potenzials in Folge konjunktureller Abschwünge verhindern; Risiko von Überhitzung und Inflation im Aufschwung reduzieren	Erhöhung der Budget-Semielastizität des Bundes von 0,2 auf 0,5 in Kombination mit erhöhtem Produktionspotenzial für 2023: 50 bis 60 Mrd. Euro Konjunkturkomponente	Gesetzgeber; Neuberechnung der Budgetsemielastizität durch die EU-Kommission
Finanzierungsseite: Zins-Haushaltsquote	Beobachtung des Verhältnisses von Zinskosten zum Haushalt; finanzpolitische Strategieüberprüfung bei kumulativem Anstieg um einen Prozentpunkt	Frühwarnsystem um starken Anstieg der Zinskosten rechtzeitig zu erkennen und Umsteuern zu ermöglichen	In der Projektion: Im Hochzinsszenario Auslösen in 2022, 2028 und 2030; bei moderatem Zinsanstieg in 2027 Rückblickend: 1992, 1994, 1997 und 1999	Überwachung der Quote: Stabilitätsrat; Durchführung der Strategieüberprüfung; Bundesregierung mit Rechenschaft gegenüber Bundestag
<i>Strukturreformen</i>	Vermögens- und Erbschaftssteuer, progressivere Einkommenssteuer, Körperschaftssteuer, Stärkung der Gewerkschaften, Stärkung des Wohlfahrtsstaats sowie andere Reformen zur Erhöhung der marginalen Konsumneigung	Reduktion des negativen Zinsrisikos; Finanzstabilität; Absenkung des gesamtgesellschaftlichen Schuldenniveaus ohne Senkung des Produktionspotentials oder Verschlimmerung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts oder der Arbeitslosigkeit	Reduktion der Primärdefizite und des öffentlichen Schuldenniveaus, die notwendig sind, um Vollauslastung und eine ausgeglichene Leistungsbilanz zu erreichen	Gesetzgeber

Tabelle 2: Übersicht der in diesem Papier gemachten Vorschläge

Bibliographie

- Agora Energiewende. *Klimaneutrales Deutschland*. Berlin: Agora Energiewende, 2020. <https://www.agora-energiewende.de/veroeffentlichungen/klimaneutrales-deutschland-zusammenfassung/>.
- Bach, Stefan, Peter Haan und Michelle Harnisch. *DIW Wochenbericht: Progressive Sozialbeiträge können niedrige Einkommen entlasten*. Berlin: DIW, 2020. https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.581472.de/18-13-3.pdf.
- Bailey, Andrew. „Bank of England is not doing ‘monetary financing’”. *Financial Times*, 5. April, 2020. <https://www.ft.com/content/3a33c7fe-75a6-11ea-95fe-fcd274e920ca>.
- Barder, Owen. „Development & Complexity”. Vorlesung, Center for Global Development, Mai 2012. <http://www.owen.org/wp-content/uploads/Development-and-Complexity-Slides.pdf>.
- Bardt, Hubertus, Sebastian Dullien, Michael Hüther und Katja Rietzler. „Für eine solide Finanzpolitik: Investitionen ermöglichen!“ IMK Report 152, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), 2019. https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_152_2019.pdf.
- Beveridge, William H. und Charlotte Luetkens. *Vollbeschäftigung in einer freien Gesellschaft*. Hamburg: Verlag für Wirtschaft und Sozialpolitik, 1946.
- Biden, Joe. „Remarks by President Biden on the State of the Economy and the Need for the American Rescue Plan”. Rede, State Dining Room, Februar 2021. <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2021/02/05/remarks-by-president-biden-on-the-state-of-the-economy-and-the-need-for-the-american-rescue-plan/>.
- Blanchard, Olivier. „Public Debt and Low Interest rates”. Vortrag, American Economic Association (AEA), 4. Januar 2019. <https://www.aeaweb.org/webcasts/2019/aea-presidential-address-public-debt-and-low-interest-rates>.
- Blanchard, Olivier, Álvaro Leandro, and Jeromin Zettelmeyer. „Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards”. Entwurf, 72nd Economic Policy Panel Meeting, 2020. https://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2020/10/9100_Redesigning-EU-Fiscal-Rules.pdf.
- Blanchard, Oliver, Álvaro Leandro, und Jeromin Zettelmeyer. „Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards”. Working Paper 21-1, Peterson Institute for International Economics, 2021. <https://www.piie.com/publications/working-papers/redesigning-eu-fiscal-rules-rules-standards>.
- Blanchard, Olivier and Lawrence H. Summers. „Automatic Stabilizers in a Low-Rate Environment”. Working Paper 20-2, Peterson Institute for International Economics, 2020. <https://www.piie.com/system/files/documents/pb20-2.pdf>.
- Blum, Karl Matthias Offermanns und Petra Steffen. *Situation und Entwicklung der Pflege bis 2030*. Düsseldorf: Deutsches Krankenhaus Institut (DKI), 2019. https://www.dki.de/sites/default/files/2019-10/DKI%202019%20-%20Pflege%202030%20-%20Bericht_final_0.pdf.
- Bossie, Andrew und J.W. Mason. „The Public Role in Economic Transformation: Lessons from World War II”. Working Paper, Roosevelt Institute, März 2020. https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2020/07/RI_WWII_Working-Paper_202003-1.pdf.
- Bouabdallah, Othman, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Carolin Nerlich and Kamila Sławińska. „Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis”. *ECB Economic Bulletin*, no. 6 (2020). https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202006_03-3175750a6d.en.html#toc8.
- Boushey, Heather, Ryan Nunn, Jimmy O’Donnell und Jay Shambaugh. „The Damage Done by Recessions and How to Respond”. In *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy*, edited by Heather Boushey, Ryan Nunn und Jay Shambaugh. Washington D.C.: Brookings Institution, 2019.
- Buchanan, James M. und Richard E. Wagner. *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. New York: Academic Press, 1977.

- Bundesbank. *Monatsbericht April 2017*. Frankfurt am Main: Bundesbank, 2017). <https://www.bundesbank.de/resource/blob/614448/c0acb63e33120467bbb3615c63dc7e1a/mL/2017-04-geldschoepfungsprozess-data.pdf>.
- Bundesministerium der Finanzen (BMF) „Maastricht debt: methodological principles, compilation and development in Germany“. In *Monthly Report April 2018*. Berlin: BMF, April 2018. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/732992/1b6ec3e991c00a5229c2a8ad6a807dd6/mL/2018-04-maastricht-data.pdf>.
- Bundesministerium der Finanzen (BMF). *Monatsbericht April 2019*. Berlin: BMF, 2019. <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2019/04/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-6-budgetsemielastizitaet.html>.
- Bundesministerium der Finanzen (BMF). „Der neue Stabilitäts- und Wachstumspakt“. Zugriff am 4. Mai, 2021. https://www.bundesfinanzministerium.de/Web/DE/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euroraums/Haushaltspolitische_Ueberwachung_der_EU/Stabilitaets_und_Wachstumspakt/stabilitaets_und_wachstumspakt.html.
- Bundesministerium der Finanzen (BMF). *Tragfähigkeitsbericht 2020*. Berlin: BMF, 2021. Zugriff am 30. April, 2021. https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/2020-03-11-tragfaehigkeitsbericht.pdf?__blob=publicationFile&v=14.
- Bundeministerium der Finanzen (BMF). „Steuerliche Hilfen für Unternehmen und Beschäftigte“. Zugriff am 3. Mai, 2021. <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/Corona-Schutzschild/2020-03-19-steuerliche-Massnahmen.html>.
- Bundesagentur für Arbeit, „Deutschland: Jahresrückblick 2019“. Zugriff am 3. Mai, 2021. <https://www.arbeitsagentur.de/presse/2020-02-jahresrueckblick-2019>.
- Bundesagentur für Arbeit. *Jahreszahlen – Teil Arbeitsmarkt (2020)*. veröffentlicht durch Bundesagentur für Arbeit im April 2021. Zugriff am 6. Mai, 2021. https://statistik.arbeitsagentur.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Einzelheftsuche_Formular.html?nn=1610080&topic_f=anba-arbeitsmarkt.
- Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS). „Fachkräftemonitoring: Aktualisierte Projektion zur Entwicklung des Arbeitsmarktes“. Zugriff am 30. April, 2021. <https://www.bmas.de/DE/Arbeit/Fachkraeftesicherung-und-Integration/Fachkraeftemonitoring/fachkraeftemonitoring.html>.
- Bundeministerium für Arbeit und Soziales (BMAS). „Verlängerung der Erleichterungen beim Kurzarbeitergeld“. Zugriff am 4. Mai, 2021, <https://www.bmas.de/DE/Corona/erleichtertes-kurzarbeitergeld.html#docac1889d9-c87e-4f42-994e-db703a1645dbbodyText1>.
- Bündnis 90/Die Grünen. „Deutschland. Alles ist drin.“. Zugriff am 4. Mai, 2021. https://cms.gruene.de/uploads/documents/2021_Wahlprogrammwurf.pdf.
- Bureau of Labor Statistics Series. „Labor Force Statistics from the Current Population Survey“. ID LFU21000100. Zugriff am 3. Mai, 2021. <https://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>.
- Cahuc, Pierre. „Short-time work compensation schemes and employment: Temporary government schemes can have a positive economic effect“. Working Paper. Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit (IZA), 2019. <https://wol.iza.org/uploads/articles/485/pdfs/short-time-work-compensations-and-employment.pdf?v=1>
- Congressional Budget Office (CBO). *An Overview of the Economic Outlook* Washington D.C.: CBO, Februar 2021. <https://www.cbo.gov/system/files/2021-02/56965-Economic-Outlook.pdf>.
- Congressional Budget Office. *Budgeting for Federal Investment*. Washington D.C.: CBO, April 2021. <https://www.cbo.gov/system/files/2021-04/56900-capital-budgeting.pdf>.
- Crouch, Colin. „Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime“. *The British Journal of Politics and International Relations* 11, no. 3 (August 2009): 390.
- Dao, Mai. „Wealth Inequality and Private Savings: The Case of Germany“. IMF Working Paper No. 20/107, Internationaler Währungsfonds, 1. Juni, 2020. <https://papers.ssrn.com/sol3>

[/papers.cfm?abstract_id=3652495](#).

- DeLong, J. Bradford und Lawrence H. Summers. „Fiscal Policy in a Depressed Economy”. Brookings Papers on Economic Activity 2012(1), Brookings Institution, 2012. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a_DeLong.pdf.
- Die Zeit. „Biotech-Branche verzeichnet Schub: Geld für Wachstum knapp“. *Die Zeit*, 20. April, 2021. <https://www.zeit.de/news/2021-04/20/biotech-branche-verzeichnet-schub-geld-fuer-wachstum-knapp>.
- Dönhoff, Marion, Wolfgang Thierse, Wolfgang Miegel, Wilhelm Noellin, Helmut Schmidt und Richard Schröder. Ein Manifest: *Weil das Land sich ändern muss*. Hamburg: Rowohlt, 1992.
- Europäische Kommission. „Vade Mecum on the Stability & Growth Pact”. Institutional Paper 101, Europäische Kommission, April 2019. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip101_en.pdf.
- Europäische Kommission. *Länderbericht Deutschland 2020*. Brüssel: Europäische Kommission, Februar 2020. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020SC0504&from=EN>.
- Europäische Kommission. „The 2021 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies”. Institutional Paper 142, European Commission, November 2020. https://ec.europa.eu/info/publications/2021-ageing-report-underlying-assumptions-and-projection-methodologies_en.
- Europäische Zentralbank. „Questions and answers on the strategy review”. Zugriff am 3. Mai, 2021. <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/questions.en.html>.
- Eurostat. „European system of accounts (ESA 2010)”. Luxembourg: Eurostat, 2013. <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925693/KS-02-13-269-EN.PDF/44cd9d01-bc64-40e5-bd40-d17df0c69334>.
- Eurostat. „Old-age dependency ratio increasing in the EU“. Zugriff am 6. Mai, 2021. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/DDN-20200713-1>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. „Labor Force Participation Rate“. Zugriff am 3. Mai, 2021 <https://fred.stlouisfed.org/series/CIVPART>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. „Sahm Rule Recession Indicator“. Zugriff am 3. Mai, 2021. <https://fred.stlouisfed.org/series/SAHMCURRENT>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. „Unemployment Rate“. Zugriff am 3. Mai, 2021. <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>.
- Federal Reserve. „Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications”. Zugriff am 3. Mai, 2021. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications.htm>
- Fedorets, Alexandra, Markus M. Grabka, Carsten Schröder und Johannes Seebauer. *DIW Wochenbericht: Lohnungleichheit in Deutschland sinkt*. Berlin: DIW, 2020. <https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw.01.c.725379.de/20-7-1.pdf>.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ). „Deutschland soll bis 2045 klimaneutral werden“. *FAZ*, 5. Mai, 2021. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/deutschland-soll-bis-2045-klimaneutral-werden-17326849.html>.
- Furman, Jason und Lawrence H. Summers. „A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates”. Working Paper, Brookings Institution, 2020. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/11/furman-summers-fiscal-reconsideration-discussion-draft.pdf>.
- Furman, Jason. „10 Fragen an Jason Furman“. *Dezernat Zukunft*, bevorstehende Veröffentlichung.
- Gechert, Sebastian und Ansgar Rannenberg. „Which Fiscal Multipliers are Regime-Dependent? A Meta-Regression Analysis”. *Journal of Economic Surveys* 32, no. 4 (September 2018): 1160-1182.
- Gechert, Sebastian, Katja Rietzler, Sven Schreiber, Ulrike Stein. „Wirtschaftliche Instrumente für eine klima- und sozialverträgliche CO2-Bepreisung”. IMK Study Nr. 65, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), September 2019. <https://www.boeckler.de>

- e/pdf/p_imk_study_65_2019.pdf.
- Geissler, René. „Ein kommunales Investitionsprogramm für das nächste Jahrzehnt“, Policy Paper, Dezernat Zukunft, April 2021. <https://dezernatzukunft.org/ein-kommunales-investitionsprogramm-fuer-das-naechste-jahrzehnt/>.
- Gemeinschaftsdiagnose. *Pandemie verzögert Aufschwung – Demografie bremst Wachstum*. Essen: Gemeinschaftsdiagnose, 2021. Zugriff am 30. April, 2021. https://gemeinschaftsdiagnose.de/wp-content/uploads/2021/04/GD_F21_Langfassung_online.pdf.
- Hall, Peter. *Governing the Economy*. Cambridge: Polity Press, 1986.
- Heimberger, Philipp, Jakob Huber und Jakob Kapeller. „The power of economic models: The case of the EU’s fiscal regulation framework”. *Socio-Economic Review* 18, no. 2 (April 2020): 337-366.
- Hermes, Georg Lukas Vorwerk und Thorsten Beckers. *Die Schuldenbremse des Bundes und die Möglichkeit der Kreditfinanzierung von Investitionen – Rechtslage, ökonomische Beurteilung und Handlungsempfehlungen*. IMK Study Nr. 70, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Oktober 2020. https://www.imk-boeckler.de/download-proxy-for-faust/download-pdf?url=http%3A%2F%2F217.89.182.78%3A451%2Fabfrage.digi.fau%2Fp_imk_study_70_2020.pdf%3Fprj%3Dhbs-abfrage%26ab.dm%3D1%26ab-zeig%3D9095%26ab-diginr%3D8483.
- Herrmann, Ulrike. „Inflation soll die Welt retten“. *TAZ*, 21. Juli, 2014. <https://taz.de/Bundesbank-fordert-hoehere-Loehne/!5037176/>.
- Hüther, Michael und Jens Südekum. „How to re-design German fiscal policy rules after the COVID19 pandemic”. Working Papers 4, Forum New Economy, 2020. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/228778/1/1743366876.pdf>.
- Institut Arbeit und Qualifikation der Universität Duisburg-Essen. „Beschäftigte in Minijobs 2003 – 2020“. Zugriff am 30. April, 2021. http://www.sozialpolitik-aktuell.de/files/sozialpolitik-aktuell/_Politikfelder/Arbeitsmarkt/Datensammlung/PDF-Dateien/abbIV91.pdf.
- Institut für den öffentlichen Sektor. „Eigenkapitalbedarf öffentlicher Unternehmen und Beihilferecht“. Zugriff am 4. Mai, 2021. https://publicgovernance.de/media/PG_Fruehjahr_2013_Fokus_Eigenkapitalbedarf_oeffentlicher_Unternehmen_und_Beihilfenrecht.pdf.
- Internationaler Währungsfonds (IWF). *Making Public Investment more Efficient*. Washington D.C.: IWF, 2015. https://infrastructuregovern.imf.org/content/dam/PIMA/Knowledge-Hub/Publications/MakingPublicInvestmentMoreEfficient_May2015.pdf.
- Internationaler Währungsfonds (IWF). *Germany: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation*. Washington D.C.: IWF, 2017. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/07/07/Germany-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-45048>. Internationaler Währungsfonds (IWF). *Greece: Staff Report for the 2019 Article IV Consultation*. Washington D.C., IWF, 2019. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/11/14/Greece-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-48806>.
- Internationaler Währungsfonds (IWF). *Italy: Staff Report for the 2020 Article IV Consultation*. Washington D.C., IWF, 2020. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/03/19/Italy-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-49277>.
- Internationaler Währungsfonds (IWF). „Review of The Debt Sustainability Framework For Market Access Countries”. IMF Policy Paper, IWF, 2021. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2021/02/03/Review-of-The-Debt-Sustainability-Framework-For-Market-Access-Countries-50060>.
- Kattel, Rainer, Mariana Mazzucato, Josh Ryan-Collins und Simon Sharpe. „The economics of change: Policy appraisal for missions, market shaping and public purpose”. IIPP WP 2018-06, UCL Institute for Innovation and Public Purpose, 2018. <https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/wp2018-06>.

- Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave Macmillan, 1936.
- KfW Bankengruppe. *KfW-Kommunalpanel 2020*. Frankfurt am Main: KfW Bankengruppe, 2020. <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-KfW-Kommunalpanel/KfW-Kommunalpanel-2020.pdf>.
- Koo, Richard. „Balance sheet recession is the reason for ‘secular stagnation’”. *VoxEu*, 11. August, 2014. <https://voxeu.org/article/balance-sheet-recession-reason-secular-stagnation>.
- Krebs, Tom und Martin Scheffel. Öffentliche Investitionen und inklusives Wachstum in Deutschland. Gütersloh: Bertelsmann Stiftung, 2017. Zugriff am 3. Mai, 2021, https://www.bertelsmannstiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/NW_0Effentliche_Investitionen_und_inklusive_Wachstum.pdf.
- Kursfinder. „Neustart durch Umschulung – die zehn beliebtesten Umschulungsberufe“. Zugriff am 3. Mai, 2021. <https://www.kursfinder.de/ratgeber/die-10-beliebtesten-umschulungsberufe/>.
- Lerner, Abba P. „Functional Finance and the Federal Debt”. *Social Research* 10, no. 1 (Februar 1943): 38-51.
- Lerner, Abba P. *The Economics of Employment*. New York: McGraw-Hill Book Company, 1951.
- Magin, Christian. „Die Wirkungslosigkeit der neuen Schuldenbremse – Warum die Staatsverschuldung weiterhin ungebremst steigen kann”. *Wirtschaftsdienst* 90, no. 4 (2010): 262-268.
- Mason, J. W. und Arjun Jayadev, „A comparison of monetary and fiscal policy interaction under ‘sound’ and ‘functional’ finance regimes”. *Metroeconomica* 69, no. 2 (Mai 2018): 488-508.
- Mason, J. W. und Andrew Bossie. „Public Spending as an Engine of Growth and Equality: Lessons from World War II”. Working Paper. Roosevelt Institute, 2020. https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2020/09/RI_LessonsfromWWIIPart2_WorkingPaper_202009.pdf.
- Maunz, Theodor und Günter Dürig, *Maunz/Dürig – Grundgesetz Kommentar*. München: C.H. Beck, 93. Auflage, 2021.
- Mauro, Paolo und Jing Zhou. „ $r - g < 0$: Can We Sleep More Soundly?”. IMF Working Paper WP/20/52, Internationaler Währungsfonds, 2020. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/03/13/r-minus-g-negative-Can-We-Sleep-More-Soundly-49068>.
- Mazzuccato, Mariana. *The Entrepreneurial State*. London: Anthem Press, 2013.
- Mazzuccato, Mariana. „How to make better economic policy choices”. *Project Syndicate*, 21. Dezember, 2020. <https://www.project-syndicate.org/commentary/uk-treasury-complex-system-economic-policymaking-framework-by-mariana-mazzucato-and-simon-sharpe-2020-12>.
- McKinsey & Company. *Net-Zero Europe: Decarbonization pathways and socioeconomic implications*. McKinsey & Company, 2020. <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/how-the-european-union-could-achieve-net-zero-emissions-at-net-zero-cost>.
- Meyer, Christian. „Greift die neue Schuldenbremse?“. *Archiv des öffentlichen Rechts* 136, no. 2 (Juni 2011): 266-322. Mian, Atif. “How to think about finance?”. Policy Brief 7, Economists for Inclusive Prosperity, Februar 2019). <https://econfp.org/policy-briefs/how-to-think-about-finance/>.
- Misch, Florian und Peter Wolff. „The Returns on Public Investment: Concepts, evidence and policy changes”. Discussion Paper 25/2008, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, 2008. https://www.die-gdi.de/uploads/media/DP_25.2008.pdf.
- Powell, Jerome. „New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review“. Rede, Economic Policy Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, 27. August, 2020. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell120200827a.htm>.
- Priewe, Jan „Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Grenzwerte für Defizite und Schulden in der Kritik“. *Wirtschaftsdienst* 100 (Juli 2020): 538 – 544. <https://doi.org/10.1007/s10273->

020-2701-8.

- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff. „Growth in a Time of Debt”. *American Economic Review: Papers & Proceedings* 100 (May 2010): 573-578.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. *Staatsverschuldung wirksam begrenzen*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt (Destatis), 2007. https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Expertisen/Staatsverschuldung_wirksam_begrenzen.pdf.
- Sahm, Claudia. „Direct Stimulus Payments to Individuals in Recession Ready”. In *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy*, edited by Heather Boushey, Ryan Nunn und Jay Shambaugh. Washington D.C.: Brookings Institution, 2019.
- Sahm, Claudia. *Direct Stimulus Payments to Individuals*. Washington D.C.: Brookings Institution, 2019. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/05/ES_THP_Sahm_web_20190506.pdf.
- Schiller, Karl. „Die Grenzen der Wirtschaftspolitik (neu betrachtet)“. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 201 (1986): 1-11.
- Schnabel, Isabel. „High Debt, Low Rates and Tail Events: Rules-Based Fiscal Frameworks under Stress”. Vortrag, Third Annual Conference des European Fiscal Board, Frankfurt am Main, 26. Februar, 2021. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210226~ff6ad267d4.en.html>.
- Schnabel, Isabel. „Paving the path to recovery by preserving favourable financing conditions”. Rede, NYU Stern Fireside Chat, Frankfurt am Main, 25. März, 2021. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210325~e424a7f6cf.en.html>.
- Schneemelcher, Pola und Philippa Sigl-Glöckner. „Close the Gap!“. *Dezernat Zukunft*. 11. März, 2021. <https://dezernatzukunft.org/close-the-gap/>.
- Schularick, Moritz. „Public and Private Debt: The Historical Record”. *textitGerman Economic Review* 15, no. 1 (2013): 191-207.
- Schuster, Florian, Philippa Sigl-Glöckner und Max Krahé. „Wird die Konjunkturkomponente der Schuldenbremse in ihrer heutigen Ausgestaltung ihrer Aufgabe noch gerecht? Analyse und ein Reformvorschlag”. Working Paper, Dezernat Zukunft, bevorstehende Veröffentlichung.
- Shiller, R. *Narrative Economics*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2019.
- Sigl-Glöckner, Philippa. „Ein Blick ins Innere des europäischen Finanzgetriebes“. *Makronom*, 7. Mai, 2018. <https://makronom.de/qe-programm-ezb-wirkung-finanzfluesse-visualisierung-ein-blick-in-das-innere-des-europaeischen-finanzgetriebes-26305>.
- Sigl-Glöckner, Philippa. „Eine Schuldenbremse für das 21. Jahrhundert“. *Makronom*. 17. Dezember, 2020. <https://makronom.de/fiskalpolitik-reform-eine-schuldenbremse-fuer-das-21-jahrhundert-37885>.
- Sigl-Glöckner, Philippa, Max Krahé, Nicolas Gassen, Joost Pietschmann, Mathis Richtmann, und Pola Schneemelcher. „Schuldenbremse 101: Die wichtigsten Begriffe rund um die Schuldenbremse“. *Dezernat Zukunft*. 01. April, 2021. <https://dezernatzukunft.org/schuldenbremse-101/>.
- Sozialpolitik Aktuell. Datensammlung Arbeitsmarkt. Zugriff am 6. Mai, 2021. <http://www.sozialpolitik-aktuell.de/files/sozialpolitik-aktuell/Politikfelder/Arbeitsmarkt/Datensammlung/PDF-Dateien/abbIV91.pdf>.
- Statistisches Bundesamt (Destatis). *Finanzen und Steuern: Vierteljährliche Kassenergebnisse des Öffentlichen Gesamthaushalts*. Wiesbaden: Destatis, 2019. https://www.statistischebibliothek.de/mir/receive/DEHeft_mods_00130347
- Statistisches Bundesamt (Destatis). *Pflegestatistik 2019*. Wiesbaden: Destatis, 2019. https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Gesundheit/Pflege/Publikationen/Downloads-Pflege/pflege-deutschlandergebnisse-5224001199004.pdf?__blob=publicationFile.
- Statistisches Bundesamt. „Arbeitszeitwünsche 2019”. Zugriff am 18. März, 2021. https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2020/11/PD20_468_133.html.

- Statistisches Bundesamt (Destatis). „Unfreiwillig Teilzeitbeschäftigte“. Zugriff am 30. April, 2021. <https://www.destatis.de/DE/Themen/Arbeit/Arbeitsmarkt/Qualitaet-Arbeit/Dimension-3/unfreiwillig-teilzeitbeschaeftige.html>.
- Statistisches Bundesamt (Destatis). „koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung für Deutschland - Variante 1: Moderate Entwicklung bei niedrigem Wanderungssaldo (G2L2W1)“. Zugriff am 30. April, 2021. <https://service.destatis.de/bevoelkerungspyramide/index.html#!y=2040>.
- Summers, Lawrence H. „Demand Side Secular Stagnation“. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 105, no. 5 (2015): 60-65.
- Tereanu, Eugen, Anita Tuladhar und Alejandro Simone. „Structural Balance Targeting and Output Gap Uncertainty“. IMF Working Paper WP/14/107, Internationaler Währungsfonds, 2014. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14107.pdf>.
- Truger, Achim. „Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe: Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery“. Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft Nr. 138, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, 2015. <https://www.eesc.europa.eu/resources/docs/achim-truger---implementing-the-golden-rule-for-public-investment-in-europe.pdf>.
- Türk, Erik, Florian Blank, Camille Longeay, Josef Wöss und Rudolf Zwiener. „Den Demographischen Wandel Bewältigen: Die Schlüsselrolle des Arbeitsmarktes“. IMK Report 137, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), 2018. https://www.imk-boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-006858.
- U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs. *Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*. Washington D.C.: U.S. Department of the Treasury, 2021. https://home.treasury.gov/system/files/206/April_2021_FX_Report_FINAL.pdf.
- Umwelt Bundesamt. „Entwicklung und Zielerreichung der Treibhausgas-Emissionen in Deutschland“. Zugriff am 30. April, 2021. <https://www.umweltbundesamt.de/daten/klima/treibhausgasminderungsziele-deutschlands>
- Weber, Enzo. „Qualifizierung: Weiterbildungskonzept für Krisen“. *Wirtschaftsdienst* 101, no. 3 (März 2021): 154.
- Wetzels, Jakob. „Die Schulbauoffensive gerät ins Stocken“. *Süddeutsche Zeitung*, 17. November, 2020. <https://www.sueddeutsche.de/muenchen/muenchen-coronakrise-schulbau-verzoegerungen-1.5117334>.
- Yagan, Danny. „Employment Hysteresis from the Great Recession“. *Journal of Political Economy* 127, no. 5 (2019): 2505-2558.
- Yellen, Janet. „Comments on monetary policy at the effective lower bound“. *Brookings Institution*, 14. September, 2018. <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2018/09/14/comments-on-monetary-policy-at-the-effective-lower-bound/>.