

Gustav A. Horn, Sebastian Gechert, Christoph Paetz

Konjunkturpakete versus Austeritätspolitik

Im Laufe des Jahres 2008 mussten fast alle Industriestaaten erkennen, dass die Zusammenbrüche auf den Finanzmärkten – im Gegensatz zu vielfachen Erwartungen – auf die Realwirtschaft übergreifen würden. Hatte zunächst noch die Hoffnung bestanden, dass die im Immobilien- und Finanzsektor der USA entstandene Krise sowohl sektoral als auch regional begrenzt bleiben würde, zeigten die entsprechenden Indikatoren seit dem Frühjahr, spätestens Sommer 2008, an, dass dies nicht Fall sein würde.¹ Zu eng verflochten sind mittlerweile sowohl die Finanz- als auch die Realwirtschaft und durch die Globalisierung darüber hinaus auch die einzelnen Volkswirtschaften. Die sich ausbreitende Unsicherheit auf den globalen Finanzmärkten bewirkte den faktischen, weltweitem Zusammenbruch der Kreditvergabe. Dies und die sich daraufhin noch weiter verstärkende Unsicherheit ließen die Investitionen und den Außenhandel einbrechen. Die Weltwirtschaft fiel in die tiefste Krise der Nachkriegszeit. Diese Rezession, die im angelsächsischen Sprachraum ob ihres Ausmaßes und ihrer Bedeutung mittlerweile als die Große Rezession bezeichnet wird, stellte die Wirtschaftspolitik vor gewaltige Herausforderungen.

Vor einer dramatischen Kulisse rasch schrumpfender Investitionen und Exporte stellte sich die Frage, ob und wie dieser Einbruch wirtschaftlicher Aktivität zu bekämpfen sei. Diese Frage war vor allem deshalb brisant, weil im wirtschaftspolitischen Diskurs und in der ökonomischen Forschung die Problematik einer wirtschaftlichen Stabilisierung in den Hintergrund getreten war.² Schließlich ging man weitgehend von einer inhärenten Stabilität des Marktsystems aus. Gelegentliche Schwankungen der Wirtschaftsaktivität ausgelöst durch diverse Schocks sollten primär durch geldpolitische Interventionen sowie die automatischen Stabilisatoren der Fiskalpolitik aufgefangen werden. Eine krisenhafte Zuspitzung galt als ausgeschlossen.

Insofern stellte der Einbruch nicht nur eine politische, sondern auch eine intellektuelle Herausforderung dar. Denn bis auf wenige Ausnahmen³ war allen klar, dass die

- 1 G. A. Horn: Wirtschaftliche Krisen bewältigen: Neue Erkenntnisse aus den jüngsten Krisen, Wiesbaden 2016.
- 2 D. Colander, H. Föllmer, A. Haas, M. Goldberg, K. Juselius, A. Kirman, T. Lux, B. Sloth: The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics, in: University of Copenhagen, Discussion Papers, Nr. 09-03, 2009.
- 3 A. Neubacher, M. Sauga: Sind alle verrückt geworden?, in: Der Spiegel vom 26.1.2009, S. 63-65.

bisher üblichen Instrumente nicht ausreichen würden, um den wirtschaftlichen Absturz 2008 aufzufangen. Im Ergebnis nahm man Zuflucht zur diskretionären Fiskalpolitik. Über die automatische Stabilisierung hinaus wurden expansive Maßnahmen mit höheren Ausgaben und niedrigeren Steuern beschlossen, die die Volkswirtschaften möglichst rasch wieder auf einen Erholungskurs bringen sollten. Dies bedeutete eine klare Abkehr vom bisherigen Kurs fiskalpolitischer Zurückhaltung.⁴

Allerdings war dieser Umschwung nicht von Dauer. In der nachfolgenden Krise des Euroraums, die viele Wirtschaftspolitiker ausschließlich als Staatsschuldenkrise interpretierten, wurde auf stimulierende fiskalpolitische Maßnahmen weitgehend verzichtet. Es herrschte die Befürchtung, dass ein solches Vorgehen die Schulden sogar noch weiter erhöhen würde. Das aber würde die privaten Unternehmen und Haushalte noch mehr verunsichern, was sich zusätzlich belastend auf Investitionen und Konsum auswirken würde.⁵ Um dem vorzubeugen, wurden nicht nur beschränkende Regeln für eine weitere Schuldenaufnahme beschlossen (Fiskalpakt) und auf der Ebene des Euroraums eingeführt. Vielmehr wurden sogar restriktive diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen mit dem expliziten Ziel der Schuldenreduktion beschlossen.

4 G. A. Horn, a.a.O.

5 W. Schäuble: A plan to tackle Europe's debt mountain, in: Europe's World, 1.10.2010.

Prof. Dr. Gustav A. Horn ist wissenschaftlicher Direktor des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung in Düsseldorf und Professor an der Universität Duisburg-Essen.

Dr. Sebastian Gechert ist Referatsleiter für Makroökonomie und Einkommensentwicklung am IMK.

Christoph Paetz ist Doktorand am IMK und an der Universität Duisburg-Essen.

Im Folgenden wird der Frage nachgegangen, wie die Wirkungen der diskretionären fiskalpolitischen Maßnahmen einzuschätzen sind. Haben sie die wirtschaftliche Aktivität während der Finanzmarktkrise – wie erhofft – belebt? Waren sie also das richtige Instrument während der Krise? Und waren die Sparmaßnahmen in gleicher Weise erfolgreich, indem sie in einer vermuteten Schuldenkrise mehr ökonomische Sicherheit erzeugten? Noch wichtiger als diese kurzfristigen Effekte, die sich an der Entwicklung des BIP ablesen lassen, sind die Folgen für das langfristige Wachstum. Daher soll untersucht werden, ob die Fiskalpolitik mit ihren Maßnahmen das Produktionspotenzial beeinflusst hat, also auch längerfristige Wirkungen aufweist, oder ob, wenn überhaupt, lediglich kurzfristige Wirkungen zu verzeichnen sind.

Die Wirkungen von Fiskalpolitik

Vor den Krisen spielte Fiskalpolitik, insbesondere diskretionäre Fiskalpolitik nur eine untergeordnete Rolle für die ökonomische Stabilisierung. Entsprechend gering war das Interesse in der neueren ökonomischen Forschung an einer genaueren Analyse ihre Wirksamkeit. Es gab nur wenige Arbeiten, die die Wirkungskanäle und die Effizienz der Fiskalpolitik zum Thema hatten.⁶ Das gilt insbesondere für Deutschland. Dieser Befund ist gravierend, weil sich die ökonomischen Gegebenheiten im Laufe der vergangenen Jahrzehnte durch die Globalisierung und Digitalisierung signifikant verändert haben. Unter diesen Voraussetzungen ist *a priori* nicht damit zu rechnen, dass die Wirksamkeit der Fiskalpolitik z.B. im Vergleich zu den 1970er Jahren unverändert ist.

Zu den wenigen Untersuchungen neueren Datums gehört jene von Elmendorf und Furman,⁷ die unmittelbar vor Beginn der Krise Kriterien für eine wirksame diskretionäre Fiskalpolitik ermittelt hatten. Dieses sind die drei Ts (timely, targeted, temporary). Fiskalprogramme sollten demnach *frühzeitig* beschlossen werden, um die Krise verfestigende negative Erwartungen möglichst erst gar nicht zur Entfaltung kommen zu lassen. Sie sollten *gezielt* eingesetzt werden, damit die eingesetzten Mittel nicht versickern. Dies ist z.B. der Fall, wenn in der Folge einer Maßnahme primär die Sparquote steigt. Dann fließt das Geld aufgrund geringer Ausgabenneigung nicht oder in zu geringem Ausmaß in den Wirtschaftskreislauf, und der stimulierende Impuls ist entsprechend schwach. Schließlich sollen alle Maßnahmen *zeitlich begrenzt* sein. Dies dient zum einen dazu, den Ausgabendruck zu erhöhen,

um einen raschen Impuls für Konsum oder Investitionen zu kreieren. Andernfalls würden die privaten Akteure ihre Ausgaben aufgrund der hohen Unsicherheit trotz staatlicher Impulse in der Hoffnung auf bessere Zeiten verschieben. Es entstünde somit kein rascher belebender Impuls. Zum anderen soll ein langfristiges strukturelles Defizit vermieden werden.

Metastudien⁸ über die Wirksamkeit verschiedener fiskalpolitischer Instrumente zeigen, dass diese sehr heterogen ist. Während steuerliche Maßnahmen einen eher niedrigen Multiplikator aufweisen und somit weniger zur Stabilisierung geeignet sind, zeigen öffentliche Investitionen mit einem hohen Multiplikator einen besonders starken Effekt auf das BIP. Früh initiierte und zeitlich begrenzte Konjunkturpakete mit einem hohen Gehalt an öffentlichen Investitionen wären also in der Finanzmarktkrise von Seiten der Fiskalpolitik das Mittel der Wahl gewesen, um den massiven Einbruch zu stabilisieren. Schließlich geriet durch den Zusammenbruch der Kreditnachfrage weltweit primär die gesamtwirtschaftliche Nachfrage unter Druck. Während der Krise des Euroraums wären hingegen Steuererhöhungen das aus fiskalpolitischer Sicht am wenigsten schädliche Mittel gewesen, die Konsolidierung der Staatsfinanzen in den Krisenländern zu unterstützen. Wenngleich der Erfolg einer Konsolidierung mitten in einer Phase tiefer Unterauslastung generell fraglich ist.⁹

Diesen Überlegungen, die die Nachfrageseite der Wirtschaft mit in den Blick nehmen, stand eine stark angebotsseitig orientierte Wirtschaftspolitik gegenüber. In diesem Rahmen war kein Raum für fiskalpolitische Stimulierung, sodass während der Finanzmarktkrise Konjunkturpakete teilweise erst relativ spät und zudem mit einem hohen Anteil an steuerlichen Erleichterungen beschlossen wurden.¹⁰ Umgekehrt wurden in der Krise des Euroraums Ausgabenkürzungen in Verbindung mit Strukturereformen als das Mittel der Wahl für die Konsolidierung der Staatsfinanzen gesehen. Entsprechend dem vorherrschenden Paradigma war es dann Aufgabe der Geldpolitik, gleichzeitig die Nachfrage zu stabilisieren, sofern die Inflationsrate zu weit unter ihren Zielwert fiel, was schließlich der Fall war.

Prognosefehler als Analyseinstrument

Um die Auswirkungen dieser wirtschaftspolitischen Strategie in Ermangelung eines kontrafaktischen Szenarios

6 S. Gechert, A. Rannenberg: Are Fiscal Multipliers Regime-Dependent? A Meta Regression Analysis, IMK working paper, Nr. 139, 2014.

7 D. W. Elmendorf, J. Furman: Three Keys to Effective Fiscal Stimulus, Brookings Institution, 26.1.2008.

8 S. Gechert: What fiscal policy is most effective? A meta-regression analysis, in: Oxford Economic Papers, 67. Jg. (2015), Nr. 3, S. 553-580.

9 S. Gechert, A. Hughes Hallett, A. Rannenberg: Fiscal multipliers in downturns and the effects of Eurozone consolidation, CEPR Policy Insight, Nr. 79, 2015.

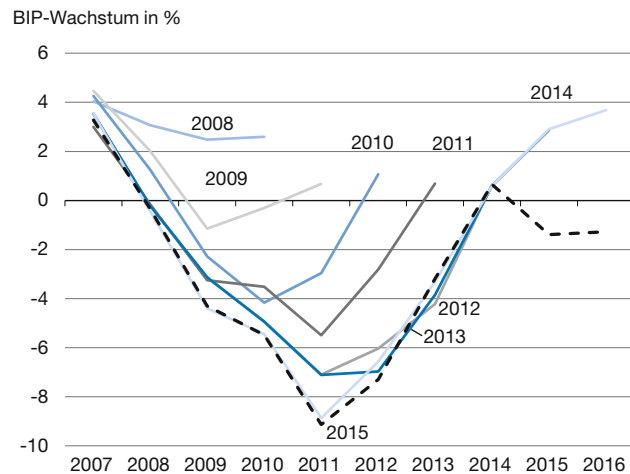
10 G. A. Horn, a.a.O.

zu untersuchen, werden Prognosefehler verwendet. Seit dem wegweisenden Papier von Blanchard und Leigh ist ihr Informationsgehalt Kern ökonometrischer Analysen, die den Einfluss von Fiskalpolitik zu ermessen versuchen.¹¹ Die Idee lässt sich wie folgt beschreiben: In Konjunkturprognosen sind auch Erwartungen der Prognostiker über Politikmaßnahmen und deren Effekte enthalten. Wenn es einen systematischen und signifikant nachweisbaren Einfluss fiskalischer Maßnahmen auf Prognosefehler gibt, dann ist ihre Wirkung nicht adäquat berücksichtigt worden. Diese Überlegungen betreffen vor allem Prognosefehler für das BIP. Wenn Fiskalpolitik die erwarteten realwirtschaftlichen Wirkungen hätte, dürften Prognosefehler beim BIP nicht signifikant von erwarteten fiskalpolitischen Impulsen abhängen. Fehler bei den Vorhersagen müssten dann andere Ursachen haben. Besteht allerdings ein signifikanter Zusammenhang, muss die Hypothese zurückgewiesen werden, dass die Fiskalpolitik den erwarteten realwirtschaftlichen Einfluss hat. Die absolute Größe des Koeffizienten lässt dabei Aussagen über das Ausmaß der Fehleinschätzung zu.

Wie bedeutsam Prognosefehler in den vergangenen Krisen Jahren waren, zeigt folgendes extremes Beispiel. Es bezieht sich auf das BIP-Wachstum von Griechenland, das von der Krise des Euroraums am härtesten betroffen war. Abbildung 1 zeigt die BIP-Prognosen der EU-Kommission für Griechenland für verschiedene Jahrgänge. An diesem Beispiel lässt sich feststellen, dass die EU-Kommission in der besonders kritischen Phase der Griechenlandkrise das Wachstum dort massiv überschätzt hat. Bemerkenswert ist, dass der Fehler in diesem Zeitraum ständig in einer Überschätzung bestand und zudem erheblich war. Vor allem aber erfolgten diese Irrtümer in Kenntnis der wirtschaftspolitischen Strategie zur Überwindung der Krise in Griechenland, die ja von der EU-Kommission selbst mitverantwortet wurde. Es liegt also der Verdacht nahe, dass die Wirkungen der eigenen Politik systematisch falsch eingeschätzt wurden. Offenkundig wurde ihre wachstumsfördernde Wirkung überschätzt. Zumindest aber wurde das Eintreten der positiven Wirkungen um Jahre zu früh erwartet. Auffällig ist zudem, dass der gleiche Fehler über Jahre hinweg immer wieder begangen wurde und nach den ersten Fehlschätzungen keine grundsätzliche Korrektur erfolgte. Obendrein wurden die Prognosen ab 2013, in einer Phase, in der die Sparpolitik gerade etwas gelockert wurde, zu pessimistisch.

Ein wesentlicher Bestandteil der Krisenstrategie war ein harter Sparkurs der Fiskalpolitik. Deshalb ist es plausibel zu erwarten, dass in der fehlerhaften Einschätzung der

Abbildung 1
BIP-Wachstumsprognosen für Griechenland,
verschiedene Jahrgänge (Herbst)



Quellen: Firstrun-Datenbank „A dataset of fiscal variables“, <http://www.firstrun.eu/>; Circa-Datenbank der EU-Kommission, <https://circabc.europa.eu/>; eigene Berechnungen.

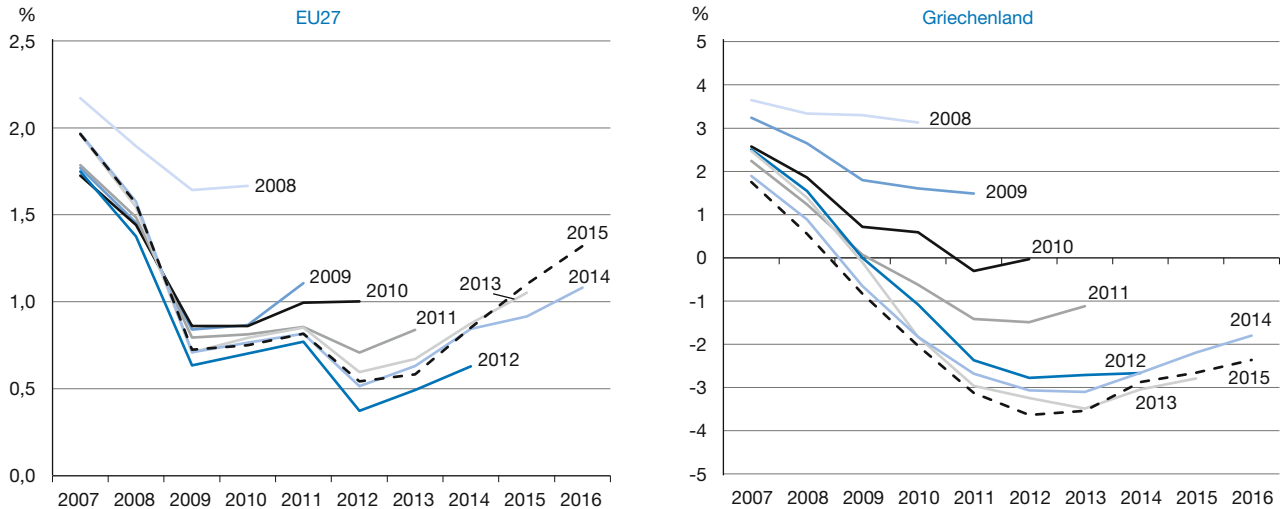
Wirkung des Sparkurses ein Grund für die Prognoseirrtümer liegt. Diese Hypothese wird im Folgenden systematisch überprüft. Die Prognoseirrtümer im Fall Griechenlands mögen extrem sein, aber sie sind kein Einzelfall wie die Untersuchung von Fatàs und Summers zeigt.¹² Sie weisen zum Teil massive Prognosefehler für zahlreiche Länder im World Economic Outlook (WEO) des Internationalen Währungsfonds (IWF) für die Jahre 2009, 2012 und 2014 nach. Die Tendenz geht dabei ebenfalls in Richtung systematischer Überschätzung des BIP-Wachstums. Die Überlegungen von Fatàs und Summers gehen sogar noch einen Schritt weiter. Aus der sehr ausgeprägten und über mehrere Jahre hinweg beobachtbaren Überschätzung des BIP leiten sie die Frage ab, ob ein solcher Befund nicht Konsequenzen für das langfristige Wachstum hat. Mit anderen Worten: Wird auch das Produktionspotenzial systematisch überschätzt? Nimmt man die EU27 und Griechenland als Beispiel, lässt sich diese Frage gleichfalls mit einem Ja beantworten (vgl. Abbildung 2).

Während und nach der Finanzmarktkrise überwiegen auch in diesen Fällen die Überschätzungen. Im Fall Griechenlands sind sie erneut besonders ausgeprägt. Sowohl für Griechenland als auch für die EU27 werden die Prognosen seit der Lockerung der Sparpolitik tendenziell zu pessimistisch. Diese Ergebnisse deuten an, dass die Probleme von Fehleinschätzungen wesentlich gravierender sind als bisher angenommen. Denn eine Fehleinschätzung des Wachstumspotenzials hat eine weitreichende

¹¹ O. J. Blanchard, D. Leigh: Growth forecast errors and fiscal multipliers, NBER Working Paper, Nr. 18779, 2013.

¹² A. Fatàs, L. H. Summers: The permanent effects of fiscal consolidations, NBER Working Paper, Nr. 22374, 2016.

Abbildung 2
Potenzial-BIP-Wachstumsprognosen, verschiedene Jahrgänge (Herbst)



Quellen: Firstrun-Datenbank „A dataset of fiscal variables“, <http://www.firstrun.eu/>; Circa-Datenbank der EU-Kommission, <https://circabc.europa.eu/>; eigene Berechnungen.

Bedeutung für die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik. Schließlich sollen sich sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik an der Auslastung der langfristigen Produktionsmöglichkeiten orientieren. Ökonometrische Schätzungen von Fatás und Summers¹³ belegen auch, dass die Prognosefehler verschiedener Jahrgänge sowohl für das aktuelle Wachstum als auch für das Potenzial miteinander korreliert sind. Auch dieses Ergebnis stützt die Behauptung, dass es sich um systematische Irrtümer handelt.

Eine formale Betrachtung

Die grundlegende Hypothese ist hier, dass die Prognoseirrtümer in erheblichem Ausmaß durch eine falsche Einschätzung der Wirkungen von Fiskalpolitik verursacht wurden. Diese Hypothese wurde erstmals von Blanchard und Leigh getestet.¹⁴ Dies lässt sich in allgemeiner Form mit folgender ökonometrischer Schätzgleichung darstellen:

$$(1) \Delta Y_i^T - \Delta Y_{i,t}^{T,e} \equiv \varepsilon_{i,t}^{Y,T} = \alpha^X \Delta X_{i,t}^{T,e} + \beta^F \Delta F_{i,t}^{T,e} + u_{i,t}^T$$

dabei ist ε der Prognosefehler für eine zu prognostizierende Größe Y für das Jahr T , erstellt für die Volkswirtschaft i zum Zeitpunkt t . Dieser Prognosefehler kann von der fehlerhaften Einschätzung der Wirkung erwarteter (e) Impulse relevanter ökonomischer Größen ΔX und eben erwarteter Fiskalimpulse ΔF abhängen. Hinzu kommen

zufallsverteilte Irrtümer u mit $E(u) = 0$. Im Fall von rein zufallsbedingten Irrtümern müsste gelten:

$$(2) \alpha^X = \beta^F = 0$$

Dann wären die Prognosefehler frei von systematischen Einflüssen. Es lägen also keine Fehleinschätzungen von Wirkungszusammenhängen vor.

Für die nachfolgenden Untersuchungen soll jedoch ausschließlich der Einfluss der Fiskalpolitik auf die Prognoseirrtümer des BIP Y eine Rolle spielen. Daher vereinfacht sich (1) zu:

$$(3) \varepsilon_{i,t}^{Y,T} = \alpha + \beta^F \Delta F_{i,t}^{T,e} + u_{i,t}^T$$

Anhand von (3) lässt sich überprüfen, ob und in welchem Ausmaß fiskalische Impulse zu Prognosefehlern beim BIP geführt haben. Dies ist in dieser Spezifikation gleichbedeutend mit Aussagen darüber, ob man die Höhe der Multiplikatorwirkung fiskalischer Impulse richtig eingeschätzt hat. Schließlich ist (3) nichts anderes als der Effekt, den ein fiskalischer Impuls auf einen Vorhersageirrtum für das BIP ausübt. Gäbe es keinen solchen Einfluss, dann wäre

$$(4) \beta^F = 0$$

In diesem Fall würden die BIP-Wirkungen fiskalischer Impulse korrekt vorhergesagt, die Multiplikatorwirkung der Fiskalpolitik also richtig eingeschätzt. Wäre hingegen β^F signifikant von Null verschieden, würden tendenziell Irrtümer begangen. Wenn

13 Ebenda.

14 O. J. Blanchard, D. Leigh, a.a.O.

$$(5) \quad \beta^F > 0$$

würde die Wirkung eines Fiskalimpulses den Prognosefehler positiv beeinflussen. Wäre die Fiskalpolitik expansiv, der Impuls also positiv, wäre ein zu hohes BIP prognostiziert worden; bei einem restriktiven Impuls hingegen ein zu niedriger Wert. Mit anderen Worten, die Multiplikatorwirkung würde in beide Richtungen tendenziell überschätzt.

Gilt hingegen,

$$(6) \quad \beta^F < 0$$

wirkt ein fiskalischer Impuls negativ auf den Prognosefehler. Ein expansiver Impuls hätte zu einer tendenziellen Unterschätzung des BIP geführt, während ein restriktiver Impuls eine zu hohe BIP-Schätzung zur Folge gehabt hätte. Mit anderen Worten, die Multiplikatorwirkung wird in diesem Fall unterschätzt. Bei rationalen Erwartungen sollte keine systematisch fehlerhafte Einschätzung zu beobachten sein.

Durch ökonometrische Schätzungen soll überprüft werden, welchen Wert β tatsächlich annimmt. Die Schätzungen werden für 22 europäische Volkswirtschaften, für die entsprechende Daten verfügbar sind, durchgeführt. Dabei wird eine aktualisierte und teilweise erweiterte Datenbasis von Blanchard und Leigh verwendet.¹⁵ Die BIP-Vorhersagen entstammen dem World Economic Outlook. Als fiskalischer Impuls dient die im Frühjahr 2010 prognostizierte Veränderung des strukturellen Haushaltsdefizits (structural balance = SB), kumuliert für die Jahre 2010 und 2011, im Verhältnis zum BIP. Bei der Berechnung der Prognosefehler für das BIP werden als realisierte Werte die zuletzt verfügbaren kumulierten BIP-Wachstumsraten für die Jahre 2010 und 2011 aus dem WEO vom Frühling 2016 eingesetzt. Sie werden mit den Vorhersagen vom Frühling 2010 verglichen. Diese Schätzungen sind eine aktualisierte Replikation von Blanchard und Leigh.¹⁶

Die Ergebnisse in Spalte (1) SB von Tabelle 1 bestärken den Befund von Blanchard und Leigh. Demnach fand in den betrachteten Ländern im Untersuchungszeitraum eine systematische und deutliche Unterschätzung der Multiplikatorwirkung von Fiskalpolitik statt. Der Multiplikatoreffekt wäre um 1,3 Einheiten unterschätzt worden. Geht man davon aus, dass der IWF in seinen Prognosen von einem Multiplikatoreffekt von 0,5 ausgeht, beträgt der tat-

¹⁵ Ebenda.

¹⁶ Eine ausführliche Diskussion der Schätzungen, Details zu den Daten und weitere Robustheitstests findet sich in S. Gechert, G. A. Horn, C. Paetz: Long-term effects of stimulus packages and austerity measures in Europe, IMK Working Paper, im Erscheinen 2017.

Tabelle 1

Unterschätzung der Fiskalmultiplikatoren (SB)

Endogene Variable: Prognosefehler des BIP-Wachstums, 2010 bis 2011

OLS	(1) SB	(2) noprog	(3) ADVA	(4) Euro	(5) A+E	(6) DFE
β	-1,341** (0,530)	-0,942*** (0,243)	-0,632 (0,614)	-1,534** (0,578)		-0,861*** (0,055)
β^A					-1,699*** (0,477)	
β^E					-0,967** (0,371)	
Konstante	1,150*** (0,402)	1,101*** (0,374)	0,919* (0,493)	1,340*** (0,393)	1,223*** (0,360)	2,750*** (0,489)
n	22	19	31	14	22	21
Adj. R ²	0,475	0,331	0,075	0,576	0,602	0,698

Signifikanzniveau: * = 5%, ** = 1%, *** = 0,1%

Quellen: Internationaler Währungsfonds: World Economic Outlook; AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission; eigene Berechnungen.

sächliche Multiplikatoreffekt etwa 1,8. Dies ist eine in der Literatur übliche Größenordnung für Multiplikatoreffekte in Unterauslastungsregimes.¹⁷ Ein Einwand gegen dieses Ergebnis könnte sein, dass es im Wesentlichen aus den Effekten in den Ländern der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) resultiert, denen ein hartes Sparprogramm auferlegt wurde. In Spalte (2) noprog sind die Schätzergebnisse ohne diese Länder (Griechenland, Irland, Portugal) aufgeführt. Zwar geht der Koeffizient der Unterschätzung absolut etwas zurück, aber er ist immer noch deutlich negativ und signifikant, sodass der Einwand zurückgewiesen werden kann. Ein weiterer Einwand könnte sich auf die sehr geringe Größe der Stichprobe beziehen. Nimmt man weitere entwickelte Volkswirtschaften hinzu, zeigen Ergebnisse in Spalte (3) ADVA, dass dies tatsächlich zur Insignifikanz von β führt. Die Resultate sind also nicht allgemeingültig. Vielmehr erscheinen sie hier vor allem als eine Ausprägung der europäischen Fiskalpolitik, die in der betrachteten Unterauslastungsphase im Vergleich zu anderen Ländern eine besonders starke Sparpolitik verfolgte.

Ferner könnte das Resultat auf einer spezifischen Auffassung von Fiskalpolitik beruhen, die im Euroraum vorherrschend ist. Gemeint ist, dass anders als z.B. in den USA und in Übereinstimmung mit neoklassischer Makroökonomie, die in der europäischen Wirtschaftspolitik tief verankert ist, diskretionären fiskalischen Maßnahmen generell eine nur geringe Rolle als Stabilisierungspolitik zugebilligt wird. Daher würde sie entsprechend stark un-

¹⁷ Vgl. S. Gechert, A. Rannenberg, a.a.O.

terschätzt. In Spalte (4) Euro werden die Resultate einer Schätzung nur für die Euroländer aufgeführt. Der Koeffizient ist zwar absolut größer, was für die Hypothese spricht, aber der Unterschied ist nicht signifikant.

In allen präsentierten Schätzungen wurde die Ausrichtung der Fiskalpolitik durch Veränderungen des strukturellen Haushaltsdefizits abgebildet. Auf diese Weise werden alle Staatsausgaben gleich behandelt, obwohl es vielfache Hinweise gibt, dass sie in ihrer Wirkung sehr unterschiedlich sein können.¹⁸ Daher wird als alternative Schätzung noch ein Ansatz verwendet, der Unterschiede zwischen Maßnahmen auf der Einnahmen- und der Ausgabenseite berücksichtigt. Die Ergebnisse in Spalte (5) A+E zeigen, dass diese Differenzierung durchaus von Belang ist. So wird der Ausgabenmultiplikator deutlich stärker unterschätzt als der Einnahmenmultiplikator. Das kann daran liegen, dass die Wirtschaftspolitik diese Unterschiede in ihren Erwartungen nicht berücksichtigt und die Wirkung steuerlicher Maßnahmen im Vergleich zu denen der Ausgaben systematisch überschätzt. Dies dürfte auch damit zusammenhängen, dass sich gerade die ausgabeseitigen Multiplikatoren, wie schon Blanchard und Leigh¹⁹ gezeigt haben, in Rezessionszeiten erhöhen.²⁰ Sie sollten also je nach Konjunkturlage unterschiedlich interpretiert werden.

Die Schätzungen basieren alle auf der Verwendung des strukturellen Haushaltssaldo als Indikator der fiskalpolitischen Ausrichtung. Zur Berechnung dieser Größe werden statistische Filterverfahren und Annahmen über automatische Stabilisatoren verwendet, deren Genauigkeit in Ausnahmephasen wie den Krisen infrage steht.²¹ Um die Robustheit der Ergebnisse zu prüfen, werden die gleichen Schätzungen ein weiteres Mal, aber mit einer alternativen fiskalischen Größe durchgeführt. Es handelt sich dabei um einen narrativen Ansatz, der den Impuls einzelner fiskalischer Maßnahmen anhand von Informationen aus Gesetzestexten ermittelt und aufsummiert. Die Zeitreihe dieser diskretionären fiskalischen Bemühungen, Discretionary Fiscal Efforts (DFE), ist in der AMECO-Datenbank verfügbar. Setzt man nun diese Größe anstelle des strukturellen Haushaltssaldos ein, erhält man die in Spalte (6) DFE dargestellten Ergebnisse. Im Grundsatz werden die obigen Ergebnisse bestätigt, auch wenn sich das Ausmaß der Unterschätzung leicht auf geringfügig unter Eins verringert.

18 S. Gechert, a.a.O.

19 O. J. Blanchard, D. Leigh, a.a.O.

20 S. Gechert, A. Rannenberg, a.a.O.

21 N. Carnot, F. De Castro: The Discretionary Fiscal Effort: an Assessment of Fiscal Policy and its Output Effect, in: European Economy Economic Papers, Nr. 543, 2015.

Tabelle 2

Persistenz der Fiskalmultiplikatoren (SB)

Endogene Variable: Prognosefehler des Potenzial-BIP-Wachstums, 2010 bis 2015

TSLS	(1) SB	(2) noprog	(3) ADVA	(4) Euro	(5) A+E	(6) DFE
δ	1,005** (0,402)	1,296** (0,544)	1,215* (0,625)	1,065*** (0,387)	1,046*** (0,289)	1,236*** (0,072)
Konstante	-3,521*** (0,869)	-4,016*** (0,861)	-3,571** (0,796)	-3,548*** (1,114)	-3,537*** (0,820)	-3,914*** (0,745)
n	22	19	31	14	22	21
Adj. R ²	0,581	0,335	0,459	0,687	0,581	0,681
1. Stufe						
F-Test	6,390	15,040	1,061	7,044	6,360	244,365

Signifikanzniveau: * = 5%, ** = 1%, *** = 0,1%

Quellen: Internationaler Währungsfonds: World Economic Outlook; AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission; eigene Berechnungen.

Die obigen Resultate beziehen sich allein auf die Auswirkungen der Fiskalpolitik auf das aktuelle BIP. Im Folgenden soll nun die Frage von Fatàs und Summers aufgegriffen werden, ob diese Unterschätzung so gravierend ist, dass sie auch das Wachstumspotenzial betrifft.²² Dies soll mittels eines zweistufigen ökonometrischen Schätzverfahrens (TSLS) auf Basis einer analogen Schätzgleichung wie in Gleichung (3) analysiert werden. Die erste Stufe ist die Schätzung von (3). Die Prognoseirrtümer für das aktuelle BIP werden auf der zweiten Stufe als Erklärungsgröße für Prognoseirrtümer für das Wachstumspotenzial verwendet. Dies geschieht, indem die geschätzten Abweichungen $\bar{\varepsilon}_{i,t}^{y,t+1}$ (fitted values) als erklärende Variable in die Schätzgleichung für Prognoseirrtümer beim Potenzial eingesetzt werden.

$$(7) \quad \varepsilon_{i,t}^{POT,t+5} = \gamma + \delta \bar{\varepsilon}_{i,t}^{y,t+1} + \theta_{i,t}^T$$

Anders als in Gleichung (3) sind die Prognosefehler beim Potenzial über einen Fünfjahreszeitraum berechnet. Der Koeffizient δ zeigt das Ausmaß an, mit dem sich die BIP-Fehler im Potenzial niederschlagen. Er ist dementsprechend ein Maß für die Persistenz des Multiplikatoreffekts. Ein signifikant positiver Wert würde bedeuten, dass in der Tat ein langfristiger Einfluss auf das Wachstumspotenzial besteht. Die Ergebnisse finden sich in Tabelle 2.

Die Schätzungen wurden mit den gleichen Differenzierungen durchgeführt wie für die Prognoseirrtümer beim BIP. Die Replikation der Ergebnisse von Fatàs und Summers²³

22 A. Fatàs, L. H. Summers, a.a.O.

23 Ebenda.

für die betrachtete Stichprobe kommt zum gleichen Ergebnis (Spalte (1) SB). Die Prognoseirrtümer für das kurzfristige BIP-Wachstum übertragen sich proportional auf das langfristige Potenzialwachstum. Entgegen üblichen Erwartungen, die zumindest ein allmähliches Verblässen der Fehler erwarten lassen würden, bleiben diese persistent. Dies gilt für alle Variationen der Schätzungen mit Ausnahme des erweiterten Samples (Spalte (3) ADVA). Hier verliert der Koeffizient etwas an Signifikanz. Die Ergebnisse sind damit ein Hinweis auf das Vorhandensein hysteretischer Effekte.²⁴ Das bedeutet, dass sich aus kurzfristigen Veränderungen wirtschaftlicher Dynamik durchaus Pfadabhängigkeiten ergeben können, die langfristig nachwirken. Für die hier untersuchte Fragestellung bedeutet dies, dass Fehleinschätzungen über die Wirkungsstärke des Fiskalmultiplikators zu entsprechend hohen Fehleinschätzungen beim Wachstumspotenzial in gleicher Richtung führen. Die Unterschätzung der kurzfristigen Wirksamkeit von Fiskalpolitik setzt sich also als nahezu gleich hohe Unterschätzung der langfristigen Effekte fort.

Die Wirkung von Konjunkturprogrammen

Um die Auswirkungen dieser Erkenntnisse zu illustrieren, wird im Folgenden eine kontrafaktische Simulation für Deutschland für verschiedene Szenarien durchgeführt, in denen ein restriktiverer finanzpolitischer Pfad eingeschlagen worden wäre. Die Resultate aus den Schätzungen ermöglichen es, die Wirksamkeit von Konjunkturprogrammen realistisch zu betrachten. Die in den üblichen Modellen unterstellten Multiplikatorwirkungen werden mit 0,5 angesetzt. Dieser Wert wird auch als der Multiplikator angesehen, der im Durchschnitt bei normaler Auslastung der Kapazitäten gilt. Zur Ermittlung der fiskalischen Impulse wurde der DFE verwendet. Die Größenordnung der DFE-Impulse ist sehr ähnlich zu anderen Quellen, die den Umfang der Konjunkturpakete im Rahmen der Finanzkrise detailliert quantifiziert haben.²⁵ Für die Rezessionsphasen wird in Einklang mit den entsprechenden Schätzungen in Tabelle 1 die tendenzielle Fehleinschätzung der Multiplikatorwirkung in Höhe von 1,3 zum „normalen“ Multiplikator von 0,5 addiert. Um die Potenzialwirkung zu erfassen, wird entsprechend den Ergebnissen in Tabelle 2 für Rezessionsphasen ein Persistenzfaktor von Eins unterstellt, in normalen Zeiten wird

24 J. B. DeLong, L. H. Summers: Fiscal Policy in a Depressed Economy, Brookings Papers on Economic Activity, Nr. 1, 2012, S. 233-274.

25 O. Holtemöller et al.: Ökonomische Wirksamkeit der Konjunktur stützenden finanzpolitischen Maßnahmen der Jahre 2008 und 2009, Forschungsvorhaben im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen, IWH Online Nr. 4/2015, <http://www.iwh-halle.de/publikationen/detail/Publication/oekonomische-wirksamkeit-der-konjunktur-stuetzenden-finanzpolitischen-massnahmen-der-jahre-2008-und/> (24.2.2017).

Tabelle 3

Exogene Annahmen der kontrafaktischen Simulation

Szenario-unabhängig:

Jahr	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	t ₅	t ₆	t ₇
Persistenz-Faktor								
Rezession	1	1	1	1	1	1	1	1
Aufschwung	1	0,67	0,33	0	0	0	0	0
Multiplikator								
Rezession	1,8							
Aufschwung	0,5							
Budgetsemi-elastizität								
	0,51							
Szenario-spezifisch: Änderung des strukturellen Fiskalimpulses verglichen mit dem tatsächlichen Wert (DFE), in Mrd. Euro								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ohne Konjunkturimpulse								
2009/2010	24,2	25,7	-19,1	-	-	-	-	-
Schwarze Null nach drei Jahren								
	0,0	52,3	17,0	26,5	-	-	-	-
Euroraum-Konsolidierung								
	24,2	43,0	16,4	62,3	46,6	15,1	11,5	-2,8

Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission; eigene Berechnungen.

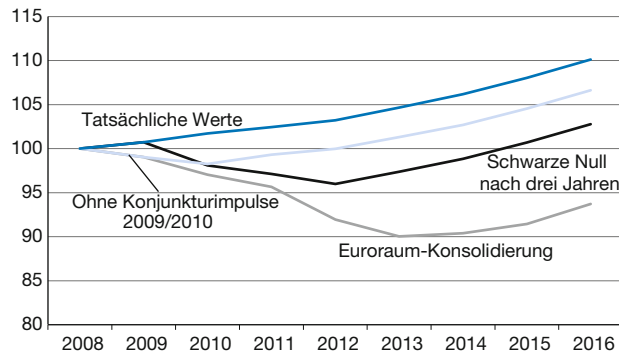
dieser bis auf ein Drittel reduziert. Die Budgetreaktion auf konjunkturelle Einflüsse wurde mit 0,51 angesetzt.

Zusammenfassend sind die Setzungen in Tabelle 3 aufgeführt. Auf dieser Basis werden drei kontrafaktische Szenarien überprüft. Ausgangspunkt sind immer die realisierten Werte wie in der amtlichen Statistik ausgewiesen. Im ersten Szenario „ohne Konjunkturimpulse“ werden entsprechend der DFE-Werte die Konjunkturimpulse durch die Konjunkturpakete während der Finanzmarktkrise herausgerechnet, ebenso die späteren Konsolidierungsmaßnahmen. In einem zweiten Szenario werden die späteren Konsolidierungsmaßnahmen fiktiv so verschärft, dass bereits drei Jahre nach der Krise der Haushalt ausgeglichen gewesen wäre (schwarze Null). In einem dritten Szenario werden die Konsolidierungsmaßnahmen noch einmal fiktiv verschärft, indem unterstellt wird, die Bundesrepublik hätte so stark konsolidiert wie der Rest des Euroraums.

Unter diesen Voraussetzungen ergeben sich folgende Wirkungen auf das Potenzial-BIP. Die Ergebnisse in Abbildung 3 zeigen, dass die Konjunkturpakete zu einem merklich verbesserten Potenzial-Pfad beigetragen haben. Am Ende des Simulationszeitraus liegt das Potenzial um rund

Abbildung 3
Potenzial-BIP-Index, kontrafaktische Simulation

2008 = 100



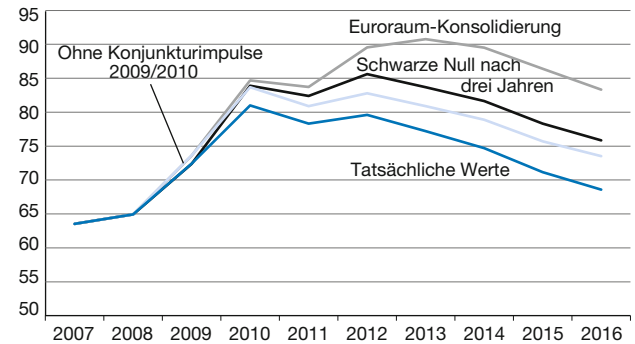
Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission; eigene Berechnungen.

3% höher als ohne die Konjunkturstimulanz. Dieser Wert berücksichtigt auch die dämpfende Wirkung der Konsolidierungsmaßnahmen, die als Folge der höheren Verschuldung durch die Konjunkturpakete durchgeführt wurden. Aber da dies zu konjunkturell normalen Zeiten erfolgte, war die negative Wirkung der Kürzungen geringer als die positive Wirkung der Stimulanz während der Rezession. Erheblich deutlicher fallen die Effekte forcierter Konsolidierung, wie sie in den beiden übrigen Szenarien abgebildet werden, ins Gewicht. Wäre die schwarze Null schneller angestrebt worden, wäre das Potenzial-BIP 2016 sogar um gut 7% niedriger gewesen. Hätte Deutschland so hart konsolidiert wie der Rest des Euroraums, wären es sogar über 17% gewesen.

Interessant ist auch der Blick auf die Entwicklung der Schuldenstandsquote (Abbildung 4). Aufgrund der starken Multiplikatorwirkung und Persistenz in Verbindung mit der Sensitivität des Budgets bei Änderungen des BIP ergeben sich starke Selbstfinanzierungseffekte der Konjunkturpakete und selbstkonterkarierende Wirkungen der Sparmaßnahmen in den Unterauslastungsphasen. So haben die Konjunkturpakete das Primärdefizit nur leicht erhöht und die fiktiven Sparmaßnahmen tragen nur wenig zur effektiven Konsolidierung bei. Da sich der Nenner der Schuldenstandsquote, das BIP, in den alternativen Szenarien auch deutlich schlechter entwickelt hätte, wäre die

Abbildung 4
Öffentlicher Schuldenstand, kontrafaktische Simulation

in % des BIP



Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission; eigene Berechnungen.

Schuldenstandsquote in allen Fällen deutlich höher ausgefallen als in der tatsächlichen Entwicklung.

Erkenntnisse für kommende Krisen

Die Krisen der vergangenen Jahre müssen zu einer Neu-einschätzung der Wirksamkeit von Fiskalpolitik führen. Sie ist in beiden Richtungen wesentlich wirksamer als vor den Krisen üblicherweise angenommen. Es hat sich auch gezeigt, dass der Verzicht auf diskretionäre fiskalische Maßnahmen in Krisen weder sinnvoll noch durchzuhalten ist. Entscheidend ist allerdings ein gutes Timing. Expansive Impulse gehören möglichst treffsicher in Krisenzeiten, restriktive in gute oder normale Konjunkturphasen. Doch die hier präsentierten Ergebnisse gehen über diese Erkenntnisse hinaus. Sie zeigen, dass eine erfolgreiche konjunkturelle Stabilisierungspolitik das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft erhöhen kann. Die übliche Trennung zwischen einer nur kurzfristigen Konjunkturpolitik und einer langfristigen Wachstumspolitik muss vor dem Hintergrund dieser Ergebnisse überdacht werden. Für Deutschland lässt sich festhalten, dass die während der Finanzmarktkrise beschlossenen Konjunkturpakete nicht nur unmittelbar einen wesentlichen Beitrag geleistet haben, die Krise zu überwinden. Vielmehr haben sie auch das Wachstumspotenzial der deutschen Volkswirtschaft signifikant erhöht.

Title: Stimulus Packages versus Austerity Measures

Abstract: We evaluate the impact of fiscal stimulus measures during the financial crisis and the subsequent turn to fiscal consolidation during the Euro Area crisis. Based on an exploitation of the information contained in systematic forecast errors, we identify a robust and substantial underestimation of the multiplier effects linked to these measures. Moreover the effects are highly persistent, pointing to hysteresis effects of fiscal measures during deep crises.

JEL Classification: E62, H68