

# Zinssatz, Investitionsdynamik, Wachstumsrate und Staatsverschuldung

## Die wichtigsten Ergebnisse und wirtschaftspolitischen Schlußfolgerungen einer Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen

STEPHAN SCHULMEISTER

### 1. Zielsetzung der Studie

Seit Ende der siebziger Jahre liegt das Zinsniveau in den Industrieländern permanent über der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate, während es davor mittelfristig darunter gelegen war. Mit diesem „Systemwechsel“ in den gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen verlagerte der Unternehmenssektor seine Aktivitäten von Real- zu Finanzinvestitionen; seine Schulden sind daher langsamer gewachsen als das BIP, gleichzeitig nahmen die Staatsschulden überdurchschnittlich zu.

Hauptziel der vorliegenden Studie war es, die Auswirkungen der Zinsentwicklung auf die Einkommensverteilung im Unternehmenssektor, insbesondere zwischen Eigen- und Fremdkapitalern, die Verschuldensbereitschaft und Investitionsnachfrage der Unternehmen, die Wachstumsdynamik und die Entwicklung von Budgetdefizit und Staatsverschuldung zu untersuchen.

### 1. Die wichtigsten Ergebnisse der Studie

#### 2.1 *Zinsschwankungen, Investitionsnachfrage und Budgetentwicklung im Konjunkturverlauf*

Der überwiegende Teil der Finanzverbindlichkeiten des Unternehmenssektors besteht aus flexibel verzinsten Bankkrediten. Die Finanzierungskosten der künftigen, insbesondere aber der vergangenen, akkumulierten Investitionen des „non-financial business“, also seines Kapitalstocks, werden deshalb in höherem Maß durch die Entwicklung des Kreditzinses bestimmt als durch jene des Anleihezins.

Im Gegensatz zu diesem Befund berücksichtigen empirische Analysen des Zusammenhangs zwischen Zinsniveau und Investitionsdynamik fast ausschließlich den Anleihezins. Auch die Wirtschaftspolitik übersieht zumeist, daß die (erwartete) Entwicklung der Kreditzinsen für die Investitionsbereitschaft der Unternehmen größere Bedeutung hat als jene der Anleihezinsen.

Der im wesentlichen durch die Leitzinsen der Notenbanken determinierte Kreditzins (approximiert durch die Prime Rate) schwankt viel stärker als der Anleihezins. Diese Instabilität erhöht die Unsicherheit über die Profitabilität von Investitionen und dämpft so die Bereitschaft der Unternehmen zur Fremdfinanzierung, insbesondere von langfristigen Projekten.

Die relativen Veränderungen des (nominellen) Kreditzinses sind merklich höher als jene der (nominellen) Kapitalproduktivität: steigt etwa der Zinssatz, so nehmen die Zinszahlungen für die „Altschulden“ der Unternehmen wesentlich stärker zu als die Gesamtgewinne (Operating Surplus), ihre Verteilung verschiebt sich daher zugunsten der Gläubiger. Dieser Befund steht im Widerspruch zu den Annahmen der (derzeit) vorherrschenden Gleichgewichtstheorie, wonach der Zinssatz die Grenzproduktivität des Realkapitals widerspiegelt und Zinsschwankungen somit die Verteilung der Gewinne zwischen Unternehmen und ihren Gläubigern nicht verändern.

Änderungen des Kreditzinses haben insbesondere deshalb ausgeprägte Umverteilungseffekte, weil sie nachträglich die Finanzierungskosten des gesamten Stocks der in der Vergangenheit akkumulierten Verbindlichkeiten verändern: steigt etwa der Kreditzins von 5% auf 6,5%, so nehmen die Zinszahlungen „ceteris paribus“ um 30% zu („Zinsakzelerator“).

Bei relativer Stabilität von Lohnquote und Finanzierungsstruktur im Unternehmenssektor bewirkt die gegenläufige Entwicklung von Zinsquote und Gewinnquote der Unternehmer, daß sich auch Eigen- und Fremdkapitalrendite gegenläufig entwickeln. Dieser Befund widerspricht den Erwartungen der Gleichgewichtstheorie.

Im Zuge der zwei bis drei Jahre andauernden Phasen von Zinssteigerungen bzw. Zinssenkungen ergibt sich folgendes Reaktionsmuster der Unternehmen im Konjunkturverlauf (dargestellt am Beispiel eines Zinsanstiegs):

- Steigen die Zinsen in der Hochkonjunktur, so nehmen die Zinszahlungen des Unternehmenssektors als Folge des „Zinsakzelerators“ sprunghaft zu, Einkommensposition und Eigenkapitalrendite im Unternehmenssektor verschlechtern sich.
- Die Unternehmen führen zunächst dennoch ihre in der Vorperiode geplanten bzw. schon begonnenen Investitionsprojekte durch und weiten daher ihre Kreditaufnahme aus: die Relation zwischen ihren Schulden und ihren Einkommen steigt sprunghaft an.

- Bei fortgesetzt restriktiver Zinspolitik verschlechtern sich Einkommens- und Finanzposition der Unternehmer weiter, etwa zwei Jahre nach Beginn des Zinsanstiegs schränken sie Investitionen, Kreditaufnahme und Beschäftigung stark ein.
- In der dadurch (mit)verursachten Rezession sinkt das Defizit des Unternehmenssektors, gleichzeitig steigt das Budgetdefizit durch die „automatischen Stabilisatoren“ stark an und die Zinsen gehen zurück, in erster Linie infolge einer Lockerung der Geldpolitik.

Tatsächlich nahm das Budgetdefizit in allen drei untersuchten Ländern (USA, Deutschland und Japan) in der Periode seit 1960 am stärksten in Rezessionen zu, denen regelmäßig ein nachhaltiger Zinsanstieg und ein dadurch mitinduzierter Investitionsrückgang vorangingen, umgekehrt sank das Budgetdefizit am stärksten im Konjunkturaufschwung, der regelmäßig durch ausgeprägte Zinssenkungen „akkomodiert“ wurde.

Zinssteigerungen sind somit primär nicht die Folge von Budgetdefiziten, sondern eine ihrer wichtigsten Ursachen.

Dieser, dem „mainstream“ widersprechende Befund, wird durch statistische Kausalitätstests bestätigt: einem Anstieg des Zinsniveaus, insbesondere der Kreditzinsen, folgt mit einer Verzögerung von ein bis zwei Jahren ein Anstieg des Budgetdefizits, umgekehrt folgt auf einen Anstieg des Budgetdefizits im gleichen und im folgendem Jahr ein Rückgang des Zinsniveaus (beide Zusammenhänge sind hochsignifikant).

## 2.2 *Zinsniveau, Wachstumsrate und Staatsverschuldung im Wachstumsprozeß*

Die Investitions- und Kreditbereitschaft der Unternehmen und damit die relative Bedeutung von Real- und Finanzakkumulation im Prozeß der längerfristigen Wirtschaftsentwicklung wird wesentlich vom Verhältnis zwischen Zinssatz und Wachstumsrate mitbestimmt.

Liegt der Zinssatz unter der Wachstumsrate, so können Schuldnersektoren wie die Unternehmen oder der Staat permanent mehr für Investitionen ausgeben als sie (vor Abzug der Zinszahlungen) sparen, also ein Primärdefizit aufrecht erhalten, ohne daß ihre Schulden rascher steigen als das BIP; ein gesamtwirtschaftliches Finanzierungsgleichgewicht besteht unter dieser Bedingung dann, wenn die Haushalte solche Primärüberschüsse (=Differenz zwischen ihrem Sparen und ihren Zinserträgen) erzielen, welche ex ante den Primärdefiziten von Unternehmen und Staat entsprechen. In diesem Fall fließt permanent Nettoliquidität von den Haushalten zu den Schuldnersektoren.

Liegt der Zinssatz über der Wachstumsrate, so müssen die Unternehmen und der Staat Primärüberschüsse erzielen, damit ihre Schulden nicht rascher wachsen als das BIP, ihre Nettokreditaufnahme

muß also kleiner sein als die Zinszahlungen für ihre „Altschulden“. Ein intersektorales und intertemporales Finanzierungsgleichgewicht besteht dann, wenn die Haushalte weniger sparen als sie an Zinserträgen lukrieren und ihr Primärdefizit ex ante dem Primärüberschuß der Schuldnersektoren entspricht (es fließt Nettoliquidität von den Unternehmen und dem Staat zum Haushaltssektor).

Bis Ende der siebziger Jahre lagen Kredit- und Anleihezinsen in den Industrieländern mittelfristig unter der Wachstumsrate, am größten war das Zins-Wachstums-Differential in Japan, am kleinsten in Deutschland. Die Haushalte sparten mehr als sie an Zinseinnahmen lukrierten, ihrem Primärüberschuß entsprach ein ebenso hohes Primärdefizit der Unternehmen (in diesem Ausmaß konnten sie mehr investieren als sie an unverteilteten Gewinnen vor Abzug der Zinszahlungen einnahmen). Bei ausgeglichener Primärbilanz der öffentlichen Haushalte sank die Staatsverschuldung relativ zum BIP. Das Primärdefizit und damit auch die Investitionsquote des Unternehmenssektors waren so hoch, daß ihr Realkapitalstock und ihre Nettoschulden etwas rascher expandierten als das BIP.

Seit Ende der siebziger Jahre liegen Kredit- und Anleihezinsen in den Industrieländern permanent über der Wachstumsrate; die Lohn- und Zinsquote gingen längerfristig zurück, die Unternehmungen verwendeten ihre überdurchschnittlich wachsenden Gewinne jedoch nicht für eine Ausweitung der Realinvestitionen, sondern für eine Reduktion ihrer Nettokreditaufnahme: diese fiel so groß aus, daß sich die Primärbilanz des Unternehmenssektors in einen permanenten Überschuß „drehte“. Dafür dürfte nicht nur das Bestreben der Unternehmungen maßgeblich gewesen sein, ihre Schulden nicht rascher wachsen zu lassen als das BIP, sondern auch die höhere Profitabilität von Finanzanlagen und die steigenden Gewinnchancen kurzfristig-spekulativer Transaktionen auf den Finanzmärkten, insbesondere bei Futures und Optionen: die Finanzforderungen des „non-financial business“ nahmen in Deutschland und den USA deutlich rascher zu als die Finanzverbindlichkeiten.

Die Unternehmen reduzierten ihre Realinvestitionen unter diesen Bedingungen stärker als für eine Stabilisierung ihrer Schulden relativ zum BIP nötig gewesen wäre, ihr Realkapitalstock und ihre Finanzverbindlichkeiten wuchsen dementsprechend langsamer als die Gesamtwirtschaft.

Die privaten Haushalte hielten auch unter der Bedingung eines positiven Zins-Wachstums-Differentials einen Primärüberschuß aufrecht, sie sparten also weiterhin mehr als sie an Zinserträgen einnahmen, ihre Finanzforderungen wuchsen daher rascher als das BIP.

Bei anhaltenden Primärüberschüssen des Unternehmens- und Haushaltssektors „erlitt“ der Staat seit Ende der siebziger Jahre einen Anstieg seines Primärdefizits (obwohl die öffentlichen Investitionen relativ zum BIP sanken: das Sparen des Staates ging nämlich infolge höheren Aufwands für Arbeitslose und eines gedämpften Wachstums der Steuereinnahmen noch stärker zurück). Dieser Zusammenhang wird durch einen Vergleich der Primärsalden des Unternehmenssektors und des Staates besonders deutlich: seit Ende der siebziger Jahre „drehte“ sich die Primärbilanz der Unter-

nehmen aller untersuchten Länder in einen Überschuß und jene des Staates in ein Defizit (die Entwicklung der Primärbilanzen der übrigen Sektoren einschließlich des Finanzsektors und des Auslands konnte die „Verbesserung“ der unternehmerischen Primärbilanz nicht ausgleichen).

Bei einem permanent positiven Zins-Wachstums-Differential ist die Staatsschuld in allen untersuchten Ländern seit Ende der siebziger Jahre rascher gestiegen als die Gesamtwirtschaft.

### **3. Die amerikanische und europäische Budgetpolitik seit Anfang der neunziger Jahre**

Die wichtigsten Ergebnisse der Studie sollen durch einen Vergleich von Merkmalen und Auswirkungen der Konsolidierungsstrategie in den USA einerseits und in der EU andererseits geprüft werden (da die Untersuchungsperiode Anfang der neunziger Jahre endet, handelt es sich gewissermaßen um einen qualitativen „out-of-sample“-Test).

Eine zentrale Aussage der Studie besteht darin, daß das Problem „Staatsverschuldung“ in hohem Maß das Resultat gesamtwirtschaftlicher Prozesse darstellt, insbesondere einer nachhaltigen Dämpfung der Investitions- und Kreditbereitschaft des Unternehmenssektors: bei anhaltenden Finanzierungsüberschüssen der privaten Haushalte läßt ein Rückgang des Finanzierungsdefizits der Unternehmen jenes des Staates steigen, und zwar primär über folgende „Transmission“: eine sinkende Kredit- und Investitionsnachfrage der Unternehmen dämpft das Wirtschaftswachstum, und dies mindert einerseits die Steuereinnahmen und erhöht andererseits die Sozialausgaben für die wachsende Zahl von Arbeitslosen (die Probleme „Staatsverschuldung“ und „Arbeitslosigkeit“ sind deshalb in hohem Maß durch eine gemeinsame Ursache verbunden, die unzureichende Investitions- und Kreditnachfrage des Unternehmenssektors).

Die wichtigste Einzelursache für den Anstieg der Staatsschuldenquote in den Industrieländern besteht in dem „Regimewechsel“ von einem negativen zu einem positivem Zins-Wachstums-Differential Ende der siebziger Jahre: der Unternehmenssektor erzielt seither permanent Primärüberschüsse, seine Neuverschuldung ist also niedriger als seine Zinszahlungen für die „Altschulden“ (dies wurde primär durch eine Verlagerung von Real- zu Finanzinvestitionen erreicht).

Einzelne Länder, insbesondere Japan, können zwar den Anstieg des Budgetdefizits durch eine Verbesserung ihrer Leistungsbilanz mildern, allerdings auf Kosten anderer Länder, insbesondere der USA; denn die Summe aller Leistungsbilanzsalden beträgt Null.

Aus dieser kreislaufanalytischen „Diagnose“ des Problems „Staatsverschuldung“ folgt, daß seine „Therapie“ umso erfolgreicher sein wird, je mehr ihre Maßnahmen einerseits die Investitions- und Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen fördern (insbesondere durch Senkung der Zinsen relativ

zur Wachstumsrate) und andererseits das Sparen der Haushalte relativ zu ihren Konsumausgaben dämpfen.

Im Gegensatz zu den Ergebnissen der vorliegenden Studie sieht die neo-liberale „Diagnose“ in übermäßigen Staatsausgaben, die primär durch diskretionäre Maßnahmen der Wirtschaftspolitik und somit „freiwillig“ getätigt werden, die Hauptursache für die steigende Staatsverschuldung. Die wichtigste Maßnahme einer neo-liberalen „Therapie“ besteht daher in einer Senkung der Staatsausgaben, insbesondere im sozialen Bereich.

Die unterschiedliche Effizienz der kreislaufanalytischen und der neo-liberalen Konsolidierungsstrategie soll am Beispiel der amerikanischen und der europäischen Budgetpolitik seit Anfang der neunziger Jahre diskutiert werden:

- Die Notenbank der USA senkte 1990 die Leitzinsen auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit und behielt dieses mehr als drei Jahre lang bei; auch im nachfolgenden Konjunkturaufschwung erhöhte die FED das Zinsniveau nur mäßig. Diese Politik verbesserte die Finanzlage des Unternehmensektors und steigerte so seine Investitions- und Kreditbereitschaft. Überdies förderte die lockere Zinspolitik der USA gemeinsam mit der Hochzinspolitik der Bundesbank eine anhaltende Unterbewertung des Dollarkurses. Unter diesen Bedingungen sind Investitionen, Exporte und die Gesamtwirtschaft seit 1991 kontinuierlich und kräftig gewachsen, im Gegensatz zu den achtziger Jahren lag das Zinsniveau nur mehr geringfügig über der Wachstumsrate.
- Die Bundesbank erhöhte zwischen 1989 und 1992 den Diskontsatz auf das höchste Niveau der Nachkriegszeit und steigerte damit das Zinsniveau in Gesamteuropa. Diese Politik der Bundesbank war nicht nur der wichtigste Grund für den Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse in Europa, sondern auch für die Schwere der Rezession in Deutschland und den übrigen europäischen Hartwährungsländern: als Folge dieser Politik stieg nämlich die Zinsbelastung der Unternehmungen dramatisch an (in Deutschland um mehr als 45 Mrd. DM zwischen 1989 und 1992), was wiederum der wichtigste Grund für die Verschlechterung ihrer Finanzlage und den nachfolgenden Investitionsrückgang im Jahr 1993 war. Überdies dämpften die Wechselkurssturbulenzen seit 1992 den Intra-EU-Handel insgesamt, insbesondere aber die Exporte der Hartwährungsländern. Unter diesen Bedingungen lag das Zinsniveau in den wichtigsten EU-Ländern in der ersten Hälfte der neunziger Jahre in noch höherem Maß über der Wachstumsrate als in den achtziger Jahren.
- Seit dem Übergang zur Clinton-Administration orientiert sich die Wirtschaftspolitik der USA an einer expansiven Gesamtstrategie, mit dem Ziel, die beiden größten Probleme, Staatsverschuldung und Arbeitslosigkeit, gleichzeitig zu bekämpfen („Toward Full Employment with Fiscal Responsibility“ lautet der Titel jenes Kapitels im „Economic Report of the President 1995“, das die neue Strategie darlegt). Dieser Kurswechsel kam besonders in der Budgetpolitik

zum Ausdruck, welche die Zusammenhänge zwischen Einkommensverteilung und effektiver Nachfrage explizit berücksichtigte, um dadurch die Wachstumsverluste möglichst gering zu halten.

Das Bundesbudget wurde primär einnahmenseitig konsolidiert und zwar in erster Linie durch Beiträge der obersten Einkommensklasse: ihre marginale Belastung mit Steuern und Sozialabgaben wurde von 31% auf 42% angehoben; da deren (marginale) Konsumneigung relativ niedrig ist, dämpfte diese Strategie die Gesamtnachfrage wenig. Gleichzeitig wurde die negative Einkommensteuer stark ausgeweitet (staatliche Zahlungen an jene Haushalte, deren jährliches Erwerbseinkommen unter 24.000 Dollar liegt): dadurch wurde die effektive Nachfrage stimuliert, da die sozial Schwächsten nahezu ihr gesamtes Einkommen konsumieren.

Die Budgetkonsolidierung der USA war somit darauf gerichtet, nicht die Konsumnachfrage, sondern das Sparen der Haushalte zu dämpfen und zwar durch eine solche Änderung des Steuertarifs, welche die Einkommen stärker als bisher von oben nach unten umverteilt.

- Im Gegensatz dazu versuchen die meisten Regierungen in Europa, die Budgets ausgabenseitig zu konsolidieren, und zwar in erster Linie durch Senkung der Sozialausgaben. Da diese überwiegend den sozial schwächeren Schichten zufließen, welche auf Einkommenseinbußen mit einem Rückgang ihrer Nachfrage reagieren, hat die Sparpolitik in Europa den Konsum der Haushalte relativ zu ihrem Sparen stärker gedämpft als in den USA.
- Auch hinsichtlich des „Timing“ der budgetpolitischen Maßnahmen unterscheidet sich die amerikanische von der europäischen Konsolidierungsstrategie:

In den USA wurde die Budgetkonsolidierung erst im dritten Jahr des Konjunkturausschwungs in Angriff genommen, also zu einem Zeitpunkt, zu dem das Wachstum von Investitionen und Konsum bereits eine hohe Stabilität erreicht hatte.

In vielen EU-Ländern setzte hingegen bereits im ersten Jahr nach der Rezession 1993 eine restriktive Fiskalpolitik ein, insbesondere wegen des Maastricht-Vertrags, und damit zu einem Zeitpunkt, zu dem die private Investitionsnachfrage noch verhalten blieb und der Konjunkturaufschwung daher noch nicht „selbsttragend“ geworden war.

- Die Kohärenz der Geld- und Fiskalpolitik, eingebunden in eine expansive Gesamtstrategie, ermöglichte in den USA ein so hohes Wirtschaftswachstum, daß sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Staatsschuldenquote zurückgingen (das Defizit aller öffentlichen Haushalte sank von fast 5% des BIP im Jahr 1991 auf 11/2% im Jahr 1995).

- In Europa trugen eine die Kreislaufeffekte vernachlässigende Sparpolitik gemeinsam mit einer Hochzinspolitik der Bundesbank und den dadurch mitverursachten Wechselkursverschiebungen wesentlich dazu bei, daß sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Staatsschuldenquote in den meisten Ländern deutlich anstiegen, insbesondere im „Hartwährungsblock“. Erstmals in der Nachkriegszeit fiel das mittelfristige Wirtschaftswachstum merklich niedriger aus als in den USA.

#### **4. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen**

Der in der Studie herausgearbeitete „systemische“ Charakter des Problems „Staatsverschuldung“ sowie die budgetpolitischen Erfahrungen seit Anfang der neunziger Jahre legen nahe, daß dieses Problem am wirkungsvollsten im Rahmen einer expansiven Gesamtstrategie bewältigt werden kann. Diese besteht in einer solchen Kombination von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen, welche auf die Realisierung von zwei Hauptzielen ausgerichtet sind:

- Gleichschrittige Ausweitung des Finanzierungsdefizits des Unternehmenssektors, Dämpfung der Überschüsse des Haushaltssektors und Reduktion des Budgetdefizits.
- Erhöhung des mittelfristigen Wachstumstempos.

Je mehr beide Ziele realisiert werden, desto stärker werden sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Staatsschuldenquote sinken.

Wichtigste Teilziele einer solchen Gesamtstrategie sind einerseits die Förderung der Realinvestition der Unternehmen relativ zu ihren Finanzinvestitionen (also auch ihrer Verschuldungsbereitschaft) und andererseits die Stärkung des Konsums der Haushalte relativ zu ihrem Sparen.

Wegen der starken Verflechtung der europäischen Volkswirtschaften wäre eine von der EU koordinierte Neuorientierung der Wirtschaftspolitik wirkungsvoller als „national-ökonomische“ Strategien einzelner Länder; dies gilt insbesondere für die geldpolitischen „Komponenten“ einer expansiven Gesamtstrategie:

- Orientierung der Zinspolitik der Notenbanken bzw. der künftigen Europäischen Zentralbank (EZB) an der erwarteten mittelfristigen Wachstumsrate (diesen Kurswechsel hat die Notenbank der USA schon Anfang der neunziger Jahre vollzogen).
- Zur Ausweitung des Finanzierungsspielraums für unternehmerische Investitionen sollte das Niveau der Kreditzinsen jenes der erwarteten Wachstumsrate nicht wesentlich übersteigen und im „Idealfall“ sogar leicht unterschreiten.

- Erklärten die Notenbanken bzw. die EZB die Stabilisierung des Zins-Wachstums-Differentials auf einem niedrigen bzw. leicht negativen Niveau zu einem wesentlichen Ziel ihrer Politik, so würde dies das Vertrauen der Unternehmen in die „sustainability“ der Fremdfinanzierung stärken und damit auch ihre Investitionsbereitschaft (sie bräuchten dann nicht mehr jene starken Zinserhöhungen befürchten, welche via „Zinsakzelerator“ ihre Finanzlage in den letzten 20 Jahren phasenweise enorm verschlechtert hatten).
- Ein deutlich niedrigeres Zinsniveau in Europa würde auch einen Beitrag zur Korrektur der Unterbewertung des Dollar bzw. der Überbewertung der europäischen Hartwährungen leisten.
- Die Überwindung der Wechselkursinstabilität innerhalb der EU stellt eine weitere „Komponente“ eines expansiven Gesamtkonzepts dar; nicht zuletzt aus diesem Grund wird die Realisierung der Europäischen Währungsunion mittel- und langfristig das Wachstum von Exporten, Investitionen und Gesamtproduktion stimulieren.
- Die Einführung einer einheitlichen europäischen Währung würde auch die Milderung der weltwirtschaftlichen Währungsturbulenzen erleichtern, weil nur mehr zwei bedeutende Wechselkurse stabilisiert werden müßten, jener des EURO gegenüber dem Dollar und gegenüber dem Yen.

Eine deutliche Senkung des europäischen Zinsniveaus wird nicht ausreichen, das Wirtschaftswachstum so stark zu stimulieren, daß Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung merklich zurückgehen (dies gilt insbesondere für die Hartwährungsländer). Ein wesentlicher Grund dafür liegt in der niedrigen Inflationsrate: selbst wenn die Notenbanken der Hartwährungsländer (de facto die Bundesbank) die Leitzinsen auf nahe 0% senkten (wie in Japan), so würden die Kreditzinsen noch immer leicht über der Wachstumsrate liegen (derzeit liegt die deutsche Prime Rate bei einem Diskontsatz von 21/2% bei etwa 6%).

Unter der Bedingung eines zwar gesunkenen, aber noch immer positiven Zins-Wachstums-Differentials wird der Unternehmenssektor weiterhin - möglicherweise niedrigere - Primärüberschüsse erzielen. Damit es dem Staat gelingt, selbst Primärüberschüsse zu erzielen ohne das Wirtschaftswachstum nachhaltig zu dämpfen, muß sich gleichzeitig die Primärbilanz des Haushaltssektors von einem Überschuß in eine Defizit „drehen“, also sein Sparen relativ zu den Zinserträgen sinken.

Dies erfordert eine solche Konsolidierungsmaßnahmen, welche spezifisch die Einkommen von Haushalten mit hoher Sparneigung zum Staat umverteilt, also der besser Verdienenden. Denn diese reagieren auf einen Rückgang ihrer Netto-Einkommen in erster Linie mit einer Reduktion ihres Sparens im Gegensatz zu den einkommensschwachen Haushalten, die gezwungen sind, ihren Konsum in relativ höherem Maße einzuschränken.

Eine solche Strategie läßt sich primär nur durch eine einnahmenseitige Budgetkonsolidierung realisieren (wie etwa eine Erhöhung und EU-weite Vereinheitlichung der Besteuerung von Finanzkapitalerträgen, höhere Progression in den oberen Einkommensklassen, insbesondere Erhöhung des Grenzsteuersatzes, Ausweitung von Vermögenssteuern einschließlich Grund- und Erbschaftssteuer). Ausgabenseitig käme eine Staffelung aller Sozialtransfers nach der Einkommenshöhe der Empfänger in Betracht.