

IMK-Arbeitskreis Finanzkrise

Research Report

## Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (I): Wie die Krise entstand und wie sie überwunden werden kann

IMK Report, No. 38

**Provided in Cooperation with:**

Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

*Suggested Citation:* IMK-Arbeitskreis Finanzkrise (2009) : Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (I): Wie die Krise entstand und wie sie überwunden werden kann, IMK Report, No. 38, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf,  
<http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-2009071324>

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/106048>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



Institut für Makroökonomie  
und Konjunkturforschung

# Report

Nr. 38 | Mai 2009

## Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (I)

### Wie die Krise entstand und wie sie überwunden werden kann

IMK-Arbeitskreis Finanzkrise\*

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer der dramatischsten Episoden ihrer jüngsten Geschichte. Die weltweite Produktion von Gütern und Dienstleistungen verzeichnet einen Einbruch in einem seit der Weltwirtschaftskrise 1929/30 nicht gekannten Ausmaß. Aber neben diesen ökonomischen Effekten markiert die aktuelle Krise auch eine Zäsur, die das Verständnis des Marktsystems verändert. Nach einer Phase ab Ende der siebziger Jahre, in der Märkte als inhärent stabil angesehen wurden und seitens des Staates nicht an ihrer Entfaltung gehindert werden sollten, tritt nunmehr – wie schon nach der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren – die stabilisierende Rolle des Staates in den Vordergrund. Im Folgenden sollen die Ursachen der Krise aus theoretischer Sicht aufgearbeitet und damit ein Beitrag zu ihrer Deutung geleistet werden.

Viele Wurzeln der Krise können erst auf längere Sicht beseitigt werden. Dies soll in nachfolgenden IMK Reports detailliert dargestellt werden. In diesem Report steht neben einer Ursachenanalyse das in diesem und im kommenden Jahr hinsichtlich der Wirtschaftspolitik Notwendige im Mittelpunkt. Zentral ist, dass schnellstmöglich Strukturreformen im Bankensektor vorgenommen werden, die einerseits die Banken von ihren Problemaktiva entlasten, sie andererseits aber an der Fortsetzung ihrer bisherigen destabilisierenden Praxis hindern. Die Geldpolitik muss rasch auf eine energische Anti-Deflationspolitik einschwenken, das heißt Null-Zinsen auf der einen Seite und Aufkauf von Wertpapieren auf der anderen Seite, bis die Deflationsgefahr gebannt ist. Die Finanzpolitik muss ein drittes Konjunkturpaket auflegen, das international koordiniert sein sollte und mit langfristigen politischen Zielen verbunden sein muss. Erst wenn die Konjunktur an Fahrt gewinnt, sind einzelne Maßnahmen wieder zurückzunehmen und ein vernünftiger Konsolidierungskurs einzuschlagen. Die Arbeitsmarktpolitik muss dem zu erwartenden drastischen Anstieg der Arbeitslosigkeit Rechnung tragen, indem die Bezugsdauer für das Arbeitslosengeld I für die Zeit der Krise einheitlich auf zwei Jahre verlängert wird, um die Einkommen und damit die Nachfrage zu stabilisieren. Um die Lohnentwicklung zu stabilisieren, ist die Festsetzung eines allgemeinen Mindestlohns notwendig. Nur mit einem massiven Expansionskurs ist die Krise überwindbar. Dieser Kurs sollte möglichst weltweit koordiniert werden. Denn die Krise ist global.

#### Die wiederkehrende Erkenntnis, dass Märkte instabil sind

So wie die Große Depression in den dreißiger Jahren des letzten Jahrhunderts das ökonomische Denken und Handeln über Jahrzehnte prägte, wird auch die gegenwärtige Weltwirtschaftskrise tiefe Spuren hinterlassen.

sen. Im Vorfeld der Krise herrschte ein weit verbreitetes, geradezu naives Vertrauen in die grundsätzliche Stabilität des Marktsystems sowohl in der Wissenschaft als auch in der Politik. Dies war Ende der zwanziger Jahre so und ebenso auch vor der derzeitigen Finanzkrise.

In der ökonomischen Literatur spiegelte sich dieses Vertrauen in den gängigen Modellansätzen zur Makroökonomie und auch der Konjunkturanalyse wider, in denen sich die Wirtschaft in stabiler Weise von Gleich-

\* IMK-Arbeitskreis Finanzkrise: Gustav Horn, Heike Joebges, Torsten Niechoj, Christian Proaño, Simon Sturm, Silke Tober, Achim Truger, Till van Treeck.

## Politikvorschläge des IMK

1. Die bisher beschlossene Gründung von institutseigenen Bad Banks zur Auslagerung festgelegter risikanter Wertpapiere erzeugt wegen der Freiwilligkeit und der Kann-Vorschriften für die Auslagerung keine Transparenz und lädt damit zu weiteren Spekulationen seitens der Banken ein. Dies muss geändert werden. Zudem muss der Staat mit Eigentumstiteln, die ihm einen Einfluss auf die Geschäftspolitik der Bank ermöglichen, entschädigt werden, so lange noch keine Regulierungsvorschriften gelten, die ein stabilitätswidriges Verhalten der Banken verhindern. Mit den zu erwartenden künftigen Kursgewinnen kann in den kommenden Jahren zudem ein Teil der durch die Finanz- und Wirtschaftskrise erhöhten Schuldenlast abgetragen werden.
2. Die EZB schwenkt auf einen Kurs der Null-Zins-Politik ein und kauft breitflächig Wertpapiere, so lange die Deflationsgefahr anhält.
3. Die Bundesregierung legt umgehend ein drittes Konjunkturpaket auf, bei dem langfristige Investitionsziele und internationale Koordination mit den Notwendigkeiten kurzfristiger Stabilisierung verknüpft werden.
4. Die Bezugsdauer für das Arbeitslosengeld I wird für die Dauer der Krise auf einheitlich zwei Jahre verlängert.
5. Ein einheitlicher gesetzlicher Mindestlohn wird als Deflationsbremse eingeführt.

gewicht zu Gleichgewicht bewegt. Im Rahmen dieses neoklassischen Paradigmas gibt es keine fundamentale Unsicherheit, sondern allenfalls Risiken (Horn 2008). Risiken sind mögliche Ereignisse, deren Zufallsverteilung allgemein bekannt ist, während dies bei fundamentalen Unsicherheiten nicht der Fall ist. Dies ist ein bedeutsamer Unterschied, denn ist die Wahrscheinlichkeitsverteilung bekannt, können die Marktteilnehmer etwa Mittelwert und Varianz des Eintretens möglicher Ereignisse berechnen. Damit haben sie Orientierungspunkte, an denen sie ihr Verhalten sinnvoll ausrichten können. Dies spiegelt sich denn auch im Konzept der rationalen Erwartungen wider, das in den gängigen makroökonomischen Modellen neoklassischer Prägung Standard ist (Lucas 1979). Die Marktteilnehmer wissen um die Risiken und können auf Basis der Informationen über deren Verteilung entsprechend ihrer Risikoneigung ihre ökonomischen Entscheidungen treffen. Die Irrtümer, die sie dabei begehen, sind sowohl zeitlich als auch vom Ausmaß her begrenzt. Voraussetzung hierfür ist, dass alle das „wahre“ Modell der Wirtschaft kennen und sie die zur Verfügung stehenden Informationen optimal auswerten (Lucas 1981), wovon in gängigen Modellen in der Regel ausgegangen wird. Diese Logik ist im Kern ziemlich nahe liegend und – in einer Welt mit vollständiger und kostenloser Information – zutreffend: Falls die Wirtschaftssubjekte uneingeschränkter Informationszugang haben und sie tatsächlich in der Lage sind, diese Informationen zu verarbeiten, würde die Interaktion der Erwartungsbildung aller Marktteilnehmer dazu führen, dass alle am Ende den gleichen – vollständigen – Informationsstand haben und ihre Konsum- und

Investitionsentscheidungen danach treffen. Da die „Markterwartungen“ unter diesen Bedingungen dem mathematischen Erwartungswert der wahren Wahrscheinlichkeitsverteilungen zukünftiger Ereignisse entsprechen, begeht der Markt keine systematischen Fehler.

In der Konjunkturforschung kommt das Paradigma der rationalen Erwartungen vor allem in den „Dynamic Stochastic General Equilibrium“-Modellen zum Tragen, die mancherorts zur Prognose eingesetzt werden. In dieser Modellklasse sind keine ernsthaften Krisen angelegt. Selbst die konjunkturellen Schwankungen sind wenig ausgeprägt, können eher als Dellen bezeichnet werden. Allein die Geldpolitik spielt dabei eine makroökonomisch stabilisierende Rolle (siehe z.B. Galí 2008, Franke et al. 2008). Zu systematischen Übersteigerungen an den Finanzmärkten oder Kreditausfällen auf breiter Front kann es in der Regel nicht kommen, da auch hier rationale Erwartungen vorliegen. Es ist daher nicht überraschend, wenn durch diese Modelle keine Krisen vorhergesagt werden konnten. Insofern ist es auch wenig erstaunlich, wenn insbesondere jene, die im Kern diese Modelle anwenden, die Krise erst sehr spät, als sie sich schon in voller Entfaltung befand, bemerkten (DIW 2008, DER SPIEGEL 2009). Sie war aus theoretischer Sicht einfach nicht vorgesehen.

All dies ist nichts Neues. Mit ähnlichen Sichtweisen musste sich schon Keynes vor und während der Großen Depression im vergangenen Jahrhundert auseinandersetzen. Keynes (1936) hat das Problem der fundamentalen Unsicherheit zu einem zentralen Kern seines Theoriegebäudes gemacht, da es in der Realität nämlich keine Informationen über die Verteilung von

Risiken gibt, erst recht nicht kostenlose. Die Risiken sind zudem nicht symmetrisch verteilt. Diese Sichtweise war jedoch bis in die jüngste Zeit größtenteils in den Hintergrund geraten, da der Neu-Keynesianismus nur auf die mikroökonomische Fundierung der Theorie und die Rigiditäten der Preis- und Lohnbildung fokussierte (Mankiw/Romer 1991).

Es sind aber gerade die fundamentalen Unsicherheiten, die im keynesianischen Modell ursprünglicher Prägung bei negativen Einflüssen eine langwierige Rezession auslösen (Kromphardt 1998). Im keynesianischen Modell erleiden die Konsumenten durch Arbeitslosigkeit und Lohneinbußen Einkommensverluste und wissen nicht, wann diese Belastungen aufhören. Daher senken sie ihren Konsum – und zwar in der Regel deutlich. Weil Unternehmen in einer solchen Zeit Absatzmangel erleiden und nicht wissen, wann dieser vorüber ist, reduzieren auch diese ihre Produktion, ihre Investitionen und ihre Beschäftigung. Sie verstärken damit den Druck auf die Einkommen und erzeugen einen Teufelskreis, der – wenn sonst nichts geschieht – in einer schweren Rezession mündet. Der Markt ist also aus keynesianischer Sichtweise *inhärent instabil*. Anders als von den gängigen Modellen postuliert, verarbeitet er negative Einflüsse nicht zwangsläufig so, dass gleichsam automatisch eine Stabilisierung erreicht wird, sondern verstärkt im Gegenteil den ursprünglichen Impuls und erzeugt – wie derzeit zu beobachten – eine tief greifende Krise.

Aus alledem ergeben sich zwei grundlegende Fragen. Zum ersten, wo liegen die Wurzeln der aktuellen Verwerfungen in der Weltwirtschaft, welche durch das Marktsystem dann zur handfesten Krise verstärkt wurden? Und zweitens, wie kann, wenn dies vom Marktsystem selbst nicht leistbar ist, die Wirtschaft stabilisiert werden? Beiden Fragen soll in den folgenden Abschnitten nachgegangen werden.

### Die Wurzeln der Krise

Die Krise speist sich aus mehreren Ursachen. Im Laufe des vergangenen Jahrzehnts hatte sich eine fatale Kombination ökonomischer Gegebenheiten herausgebildet, die die Weltwirtschaft im vergangenen Jahr in die Rezession stürzte. Die erste Ursache ist die teilweise dramatische Zunahme der ökonomischen Ungleichheit in größeren Industriestaaten (OECD 2008). Sowohl die funktionale Verteilung zwischen Arbeits- und Gewinneinkommen (Abbildung 1) als auch die personale Verteilung zwischen hohen und niedrigen Einkommen (Abbildung 2) änderte sich stark zu Gunsten der Gewinneinkommen und der hohen Einkommen, während die mittleren und niedrigen Einkommen erodierte (Abbildung 3 auf S. 4). Diese Tendenz ist auch

Abbildung 1

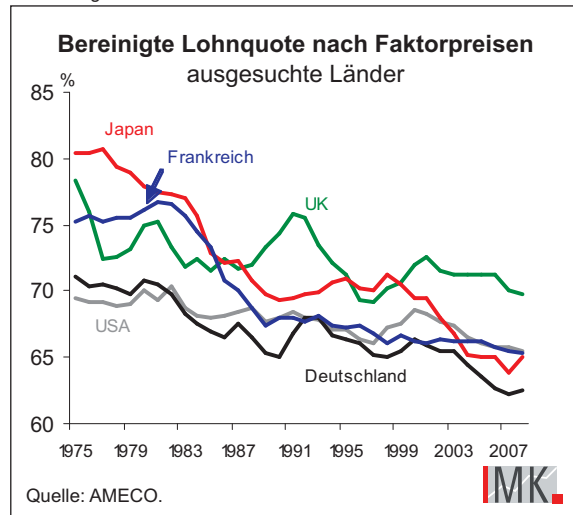
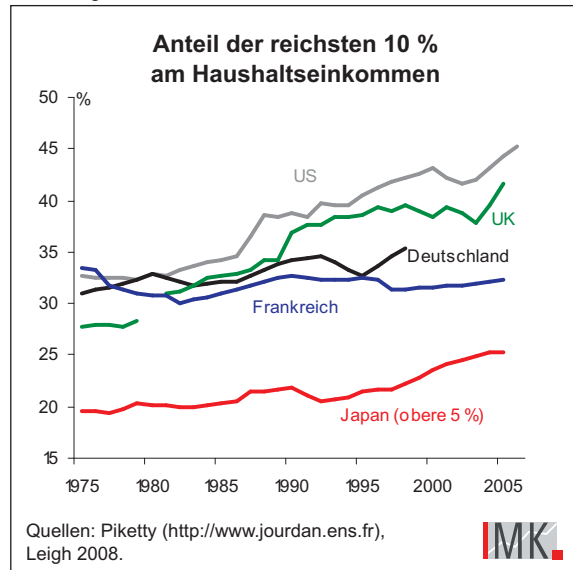


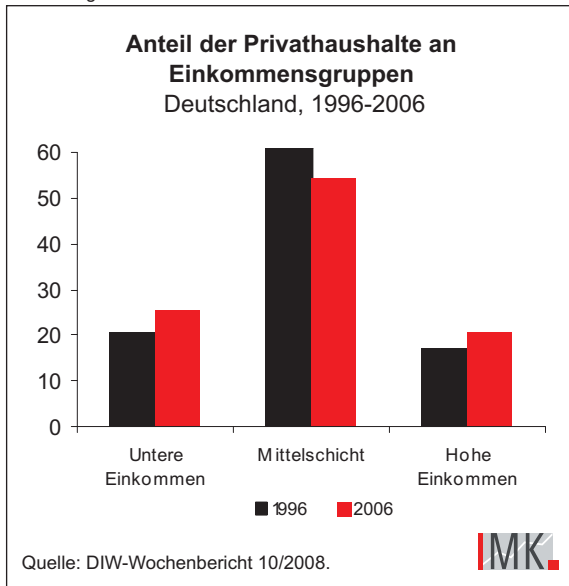
Abbildung 2



Ausdruck einer gesunkenen Verhandlungsmacht von Gewerkschaften. Dies resultierte unter anderem aus einer wachsenden Individualisierung, insbesondere im Dienstleistungsbereich, und aus einer Wirtschaftspolitik, die in den Gewerkschaften ein zu bekämpfendes Wachstumshemmnis sah. Letzteres schlug sich in Deutschland in zahlreichen Arbeitsmarktreformen zu Lasten insbesondere der Bezieher geringer Einkommen nieder (Logeay/Zwiener 2008).

Diese Umverteilung berührt nicht nur die Frage nach ökonomischer Gerechtigkeit, sondern auch nach der Funktionalität der Marktwirtschaft. Schon Keynes hat etwa im letzten Kapitel der „Allgemeinen Theorie“ (1936) im Rahmen seiner „Schlussbetrachtungen über die Sozialphilosophie“ darauf hingewiesen, dass eine große Einkommensungleichheit makroökonomisch

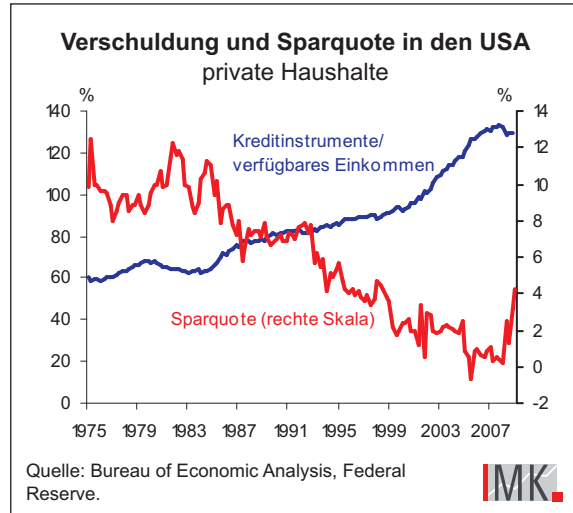
Abbildung 3



nicht funktional ist. Wie Keynes erkannte, ist balanciertes Wachstum mit starker Binnennachfrage und ohne Überschuldungsgefahren auf Dauer nicht ohne einen entsprechenden Anstieg der realen Masseneinkommen möglich. Keynes sah durchaus eine soziale und ökonomische Rechtfertigung für Einkommensunterschiede zwischen Individuen. Unbeschadet dessen sei aber eine relativ gleichmäßige Einkommensverteilung notwendig, um eine kräftige und nachhaltige private Konsumnachfrage zu gewährleisten. Diese Grundregel wurde sowohl im Vorfeld der Großen Depression als auch in der jüngeren Vergangenheit missachtet.

In den USA ist die Verteilung der Einkommen nach einer beinahe 30-jährigen Phase der Umverteilung heute wieder ungefähr so ungleich wie in den 1920er Jahren (Piketty/Saez 2003, Krugman 2008). Die kräftige Ausweitung des privaten Konsums war bis zur Krise angesichts der schwachen Entwicklung der realen Masseneinkommen nur auf Grundlage der Inanspruchnahme der Kreditmärkte, also höhere Verschuldung insbesondere der unteren Einkommenschichten, zu erreichen (Abbildung 4). Nach dem Platzen der jüngsten Immobilienblase in den USA waren Zahlungsschwierigkeiten in den unteren Einkommensgruppen gleichsam programmiert. In Deutschland hingegen haben viele Privathaushalte auf die seit langem stagnierenden Reallöhne und sozialpolitische Einschnitte mit Konsumverzicht reagiert, statt sich deutlich zu verschulden. Da die oberen Einkommensgruppen, die vom Anstieg der Gewinne und Vermögen sowie von Steuerentlastungen profitierten, eine sehr hohe Sparquote aufweisen, war eine anhaltende

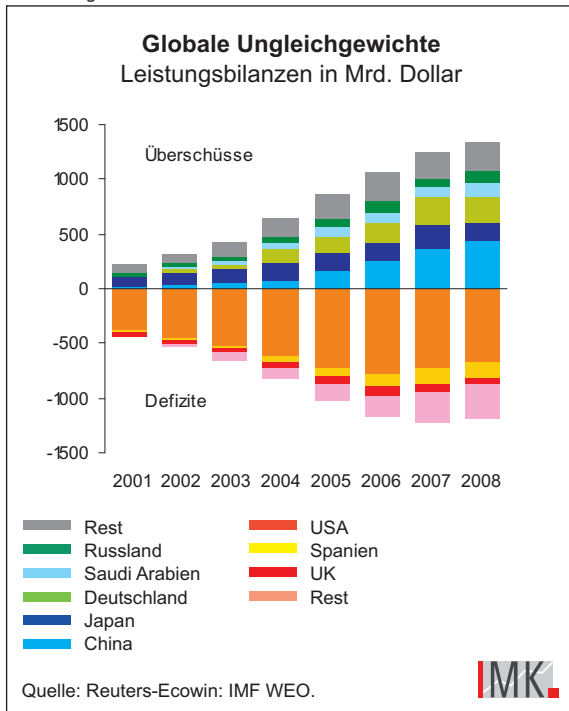
Abbildung 4



Schwäche der Binnennachfrage die Folge (Horn et al. 2008a). Im Ergebnis entstand in Deutschland wie auch in Japan wegen der schwachen Realeinkommenszuwächse eine lang andauernde Konsumschwäche, während die Einkommensschwäche in den USA und Großbritannien durch erleichterte Verschuldung kompensiert wurde.

Dies führt unmittelbar zur zweiten Ursache. Die verschiedenen Wege, die in den einzelnen Ländern im Umgang mit der zunehmenden Einkommensungleichheit eingeschlagen wurden, hatten weltwirtschaftlich gravierende Konsequenzen. In den Defizit- und Überschussländern wurden unterschiedliche Wachstumsstrategien verfolgt. In den Defizitländern wurde durch eine Kombination aus einer adäquaten antizyklischen Stabilisierungspolitik und übermäßig deregulierten Finanzmärkten versucht, das Wachstumstempo hoch zu halten, was über einen längeren Zeitraum auch gelang. Damit entstanden in den USA und Großbritannien, wo die Nachfrage verstärkt über wachsende Verschuldung hoch gehalten wurde, erhebliche außenwirtschaftliche Defizite (Abbildung 5 auf S. 5). In den Überschussländern wurde hingegen versucht, ein hohes Wachstum über zunehmende internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erzeugen, was aber zumindest in Deutschland und Japan wegen der zugleich ausgelösten Schwäche der Binnennachfrage deutlich schlechter gelang. Da der in den Defizitländern boomende Finanzsektor, der sich nicht zuletzt aus der finanziellen Bewältigung der Ungleichgewichte nährte, anscheinend die weitaus höchsten Renditen abwarf, wurde dort im Finanzbereich kräftig investiert, während sich die Investitionen in anderen Bereichen eher schwach entwickelten und vor allem durch die hohen und bereits auf kurze Sicht zu realisierenden Renditeerwartungen der immer einflussreicher werdenden Finanzinvestoren gedrückt

Abbildung 5



wurden (Hein/van Treeck 2007). Während die Importe aufgrund der hohen Nachfrage stark stiegen, war die Exportdynamik sehr verhalten.

Anders verlief die Entwicklung in Überschussländern wie Deutschland und Japan, in denen die Binnennachfrage aufgrund des lahmen Konsums schwach war. Dem wirkte eine aufgrund der moderaten Lohnzuwächse verstärkte internationale Wettbewerbsfähigkeit entgegen, die das Wachstum der Exporte beflügelte und so zu erheblichen Überschüssen im Außenhandel führte. Einen ähnlichen Weg schlug auch China ein, das hier dem asiatischen Modell einer außenwirtschaftlich determinierten Entwicklung folgte, ohne seine Güter- und Finanzmärkte in gleicher Weise zu öffnen. In Deutschland und Japan, die in vollem Umfang in die Weltwirtschaft und damit in die globalen Finanzmärkte integriert sind, war die realwirtschaftliche Investitionstätigkeit wegen der verhaltenen Binnennachfrage und des Drucks der Finanzinvestoren in Richtung einer hohen kurzfristigen Rendite wie in den USA eher schwach. Daher ließ sich die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit primär nur durch einen hohen Druck auf die Löhne erreichen. So ist es dann auch gekommen: Im internationalen Vergleich sind die Lohnstückkosten in Deutschland nur schwach gestiegen (Joebges et al. 2008). Vor diesem Hintergrund wurden in China, Japan und Deutschland hohe Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet. Hiermit gingen hohe Kapitalexporte einher.

Diese Tendenzen erwiesen sich als selbstverstärkend. Denn der Finanzsektor profitierte auch von den globalen Ungleichgewichten. Das in den Überschussländern durch Außenhandel akkumulierte Kapital floss in die Defizitländer mit ihrer hohen Nachfrage nach Kapital. Damit war nicht nur die Fortdauer sowohl der außenwirtschaftlichen Defizit- als auch der Überschusspolitik ermöglicht. Eine anhaltende Wachstumsdynamik in den USA setzte voraus, dass die Konsumenten immer mehr Kredite bekamen. Das vom Export getriebene Wachstum in Deutschland erforderte hingegen immer weitere Steigerungen der Wettbewerbsfähigkeit durch weitere Lohnzurückhaltung. Es entstand ein Zirkel wechselseitiger Abhängigkeit von Überschuss- und Defizit-Volkswirtschaften, der zumindest auf mittlere Sicht stabil war und angesichts der vermeintlichen Stabilität der Finanzmärkte auch kaum in Frage gestellt wurde.

Üblicherweise wäre dies eine Konstellation gewesen, in der es zu einer Währungskrise mit drastischen Kursbewegungen hätte kommen müssen. Der US-Dollar hätte abgewertet und der Yen, der Renmimbi und, weniger stark, der Euro hätten aufgewertet. Die weitgehende Deregulierung der Finanzmärkte mit der Fülle von Möglichkeiten, die auf diese Weise Nicht-Banken (z.B. Hedge- und Private-Equity-Fonds) auf den Finanzmärkten geboten wurden, verschärfte jedoch das Krisenpotenzial der unvermeidlichen Anpassungsprozesse über die Währungsrelationen hinaus drastisch. Bevor es nämlich zur Währungsanpassung kam, brach sich stattdessen die Finanz- und Wirtschaftskrise Bahn. Dies zeigt, dass das weltwirtschaftliche Wachstum auch aus anderen Gründen nicht nachhaltig gewesen sein kann. Hierbei spielt die Deregulierung der Finanzmärkte eine entscheidende Rolle; dies ist die dritte Ursache der Krise.

Die neuen Finanzmarktprodukte, deren Funktion eigentlich war, Risiken zu streuen und damit Sicherheit zu erzeugen, erwiesen sich in der Realität als Zeitbomben für die Stabilität des Finanzsystems. Dass die breite Streuung von Risiken, die eigentlich Risiken verringern sollte, tatsächlich genau dadurch ein systemisches Risiko, nämlich den generellen Vertrauensverlust in das Finanzsystem, kreierte, kann aus Sicht der Finanzmarktstrategen tragisch genannt werden. Diese Fehleinschätzung zeugt aber von ihrer Blindheit – und jener der politischen Regulierer – gegenüber der fundamentalen Unsicherheit der Märkte. Beispielhaft in dieser Hinsicht ist der gesamte Handel mit Derivaten, der zumeist eben nicht der Absicherung von Geschäften diente, sondern als Anlagestrategie sowohl von Seiten der Anbieter als auch der Nachfrager verfolgt wurde. Tatsächlich sind Derivate dann aber viel-

fach nichts anderes als Wetten auf unsichere Zukunftereignisse, bei denen es zwangsläufig Verlierer gibt, ohne dass die Gewinner einen Beitrag zur Wertschöpfung geliefert hätten. Insofern hätte das zur Wette eingesetzte Kapital im Nachhinein aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nahezu überall renditeträchtiger verwendet werden können. Mit der daher auf Dauer zwangsläufigen Enttäuschung der Renditeerwartungen war ein Großteil des eingesetzten Kapitals zur Vernichtung freigegeben, was dann ja auch geschah. Die Krise nahm ihren Lauf.

### **Die Krisenspirale**

De Grauwe (2009) hat die in der Krise einsetzenden Abwärtsspiralen als vier Deflationsspiralen beschrieben, die aus Koordinationsproblemen resultieren. Als erstes nennt er das keynesianische Sparparadox. Wenn einzelne Unternehmen oder ein einzelner Haushalt verstärkt sparen wollen, so wird ihnen dies zweifellos gelingen, indem sie bei unveränderten Einkommen ihre Ausgaben reduzieren. In der Gesamtwirtschaft wird dies keine Spuren hinterlassen, insbesondere bleiben die gesamtwirtschaftliche Produktion und damit die Einkommen durch das Sparen Einzelner unverändert. Wollen aber wie in der derzeitigen Krise alle Privaten sparen, so wird dies misslingen. Denn in diesem Fall führt der allgemeine Rückgang der Ausgaben auch zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion und der gesamtwirtschaftlichen Einkommen. Damit aber werden die anfänglichen Sparbemühungen konterkariert: Die gesamte Ersparnis erhöht sich wegen der nunmehr geringeren Einkommen nicht. De Grauwe konstatiert ein Koordinationsproblem, das so lange besteht, wie alle sparen und keiner mehr ausgeben will.

Ein zweites und mit dem Sparen zwangsläufig verbundenes Koordinationsproblem besteht auf der Vermögensebene. In einer Finanzkrise versucht jeder, wegen steigender Kreditkosten und versiegender Einkommen Schulden abzubauen. Die sog. Fishersche Schuldendeflation setzt ein. Um Liquidität zur Schuldentilgung zu erhalten, verkaufen alle ihre Wertpapiere zur gleichen Zeit, deren Kurse folglich ins Bodenlose fallen. Das Vermögen reduziert sich und die Notwendigkeit weiterer Verkäufe erhöht sich, so lange sich alle entschulden wollen und sich niemand verschulden will.

Ein dritter Deflationsprozess findet im Bankensektor statt. In Zeiten einer Finanzmarktkrise wollen alle Banken ihre unsicheren Kredite reduzieren bzw. vergeben keine neuen Kredite, die nicht stark abgesichert sind. Dies betrifft zum einen andere Banken, denen sie auf dem Interbankenmarkt kein Geld mehr leihen oder nur noch zu verschlechterten Konditionen. Zum zwei-

ten trifft es Unternehmen bei der Finanzierung ihrer Investitionen. Beides reduziert letztendlich die Unsicherheit für die Banken nicht, sondern erhöht sie. Denn die verschlechterten Konditionen auf dem Interbankenmarkt erschweren die Refinanzierung aller Banken, und die restriktivere Kreditvergabe an den Unternehmenssektor löst eine konjunkturelle Abwärtsspirale aus, die am Ende die Bonität aller Kreditnehmer verschlechtert. So lange also alle die Kredite reduzieren wollen und niemand Kredite zu günstigen Konditionen vergeben will, besteht auch im Bankensektor ein fundamentales Koordinationsproblem.

Der vierte Deflationsprozess findet primär in der Realwirtschaft statt. Es ist die Kostendeflation (siehe auch Krugman 2009). Die Unternehmen versuchen in Zeiten wirtschaftlicher Schwäche, ihre Kosten durch Lohnzugeständnisse ihrer Beschäftigten und durch Entlassungen zu reduzieren. Was bei einem einzelnen Unternehmen funktionieren würde, scheitert auch in diesem Fall, wenn alle das Gleiche tun. Indem die Einkommen der Beschäftigten als Folge der niedrigen Löhne oder der Arbeitslosigkeit fallen, verschärft sich die Absatzkrise für die Unternehmen, und alle Bemühungen durch eine Senkung der Kosten ihre Verluste zu verringern waren vergeblich. Dies hält so lange an, wie alle ihre Kosten reduzieren wollen und niemand bereit ist, die Einkommen zu stabilisieren.

Alle diese Prozesse zeigen, dass der private Sektor sich nicht von alleine aus einer globalen Krise lösen kann. Weder sind andere heimische Unternehmen oder Konsumenten noch das „Ausland“ bereit oder fähig, diese Koordinationsfunktion zu übernehmen. Daher bleibt nur der Staat – präziser in der Weltwirtschaftskrise: die Staaten –, um die Koordinationsfunktion zu erfüllen. Sie müssen bereit sein, in der Weltwirtschaftskrise mehr auszugeben, sich mehr zu verschulden, für günstigere Kreditkonditionen zu sorgen und die Einkommen zu stabilisieren, um dem Nachfrageausfall im privaten Sektor entgegenzuwirken. Gefordert ist also eine antizyklische wirtschaftspolitische Krisenstrategie.

### **Eine wirtschaftspolitische Strategie gegen die Krise**

Die geschilderten Koordinationsprobleme implizieren als angemessene Reaktion zur aktuellen Krise eine extrem expansive Wirtschaftspolitik auf allen Ebenen. Dabei sind die koordinierenden Aufgaben auf die Strukturpolitik, die den Finanzsektor neu ordnet, auf die Finanzpolitik, die Geldpolitik und die Arbeitsmarktpolitik verteilt. Im Prinzip gehen derzeit sowohl die Maßnahmen der Bundesregierung als auch die der EZB in die richtige Richtung. Um die Kreditdeflation zu stoppen,

sind Interventionen im Bankensektor erforderlich, die auch durch Einführung von sog. Bad Banks und adäquater Regulierung die strukturellen Voraussetzungen schaffen, den Kreditfluss wieder in Gang zu bringen. Die Geldpolitik unterstützt derzeit über eine großzügige Liquiditätsversorgung und niedrige Zinsen diese strukturellen Maßnahmen. Die Finanzpolitik mildert über verstärkte Ausgaben des Staates zum einen das Sparparadox und bekämpft zum zweiten über eine höhere Neuverschuldung die Schuldendeflation. Zugleich wird durch die Arbeitsmarktpolitik – hier insbesondere auch über die Kurzarbeiterregelung – eine Stabilisierung der Einkommen erreicht. Auf diese Weise übernimmt der Staat eine stabilisierende Funktion gegen die durch die Entscheidungen im privaten Sektor ausgelöste Abwärtsspirale. Dies alles sollte auch von einer Lohnpolitik flankiert werden, die dem Deflationsdruck entgegen wirkt. Ohne diese Stabilisierungspolitik gäbe es kein Halten, und die Volkswirtschaften würden in eine tiefe Depression fallen. Daher ist die Grundtendenz der aktuellen Wirtschaftspolitik richtig.

Nun sollte es mittels der bereits durchgeführten Maßnahmen gelingen, die Wirtschaft in Richtung Stagnation zu stabilisieren (Gemeinschaftsdiagnose 2009). Das bedeutet jedoch nicht, dass automatisch ein Aufschwung folgt. Folglich wäre auf absehbare Zeit mit einer dahin dümpelnden Wirtschaft bei zunehmender Arbeitslosigkeit zu rechnen. Es drohen japanische Verhältnisse. Daher muss jetzt eine zweite Phase der Stabilisierungspolitik einsetzen. Diese muss mit einer Re-Regulierung der Finanzmärkte einhergehen. Ohne Strukturreformen an den Finanzmärkten wird ein Aufschwung entweder nicht stattfinden oder nur auf instabilem Terrain mit anschließender Absturzgefahr.

Es bedarf zudem eines dritten Konjunkturpakets, um die Güter- und in der Folge die Arbeitsmärkte zu beleben. Dieses Paket muss aber mit langfristigen wirtschaftspolitischen Zielen verbunden werden und vor allem international koordiniert werden. Kommt dies alles nicht zustande, müsste die Geldpolitik mit unkonventionellen Maßnahmen des direkten Aufkaufs von Wertpapieren um so mehr leisten. Mit der zunehmenden Arbeitslosigkeit bedarf es dann auch weiterer arbeitsmarktpolitischer Interventionen. All dies wird in den folgenden Kapiteln erörtert, um als Blaupause für die weitere Bewältigung der Krise zu dienen.

### **Gefahr einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung**

Die Frage, wie stark und wie lange Geld- und Fiskalpolitik expansiv bleiben müssen, hängt insbesondere davon ab, wie hoch die Produktionslücke und das Po-

tenzialwachstum eingeschätzt werden. Ermittelt man das Potenzialniveau anhand statistischer Methoden, so würde man aus rein statistischen Gründen aus heutiger Sicht ein deutlich niedrigeres Potenzialniveau ansetzen als vor einem Jahr. Die üblicherweise verwendeten Verfahren ermitteln lediglich geglättete Durchschnitte; der drastische Einbruch 2009 und die zu erwartende Stagnation im kommenden Jahr schlagen nun ebenso stark zu Buche wie die zwei Jahre kräftigen Wachstums 2006/2007 vor einem Jahr. Mit anderen Worten: Derartige Schätzungen werden stark von der aktuellen Entwicklung geprägt. Trotzdem gehen die Wirtschaftsforschungsinstitute im jüngsten Frühjahrsgutachten (Gemeinschaftsdiagnose 2009) so vor. Sie kommen entsprechend zu dem Schluss, dass das Potenzialniveau und auch das Potenzialwachstum weit niedriger ist als noch unmittelbar vor der Krise angenommen. Ein solches Vorgehen ist besonders deshalb problematisch, weil es wirtschaftspolitische Empfehlungen nach sich zieht, deren Befolgen in einem geringeren Expansionsgrad mündet, der letztlich dazu führen kann, dass das Potenzialniveau und -wachstum tatsächlich niedriger ausfallen.

Ein wesentliches Argument für das geringere Potenzialniveau lautet, dass das Wachstum in den USA in den vergangenen Jahren überzogen war und mit der Normalisierung nun eine geringere Nachfrage nach Exporten aus Europa zu erwarten wäre. Entsprechend niedriger würde das BIP-Wachstum im Euroraum ausfallen. Letztlich läuft die Argumentation darauf hinaus, dass die gleichgewichtige Arbeitslosenquote im Euroraum wegen der höheren Sparquote in den USA steigt. Zwar ist eine nachfrageseitige Begründung des Produktionspotenzials infolge von Hystereseeffekten durchaus plausibel (Horn/Tober 2007); die Konsequenz sollte aber nicht sein, dieses verringerte Bruttoinlandsprodukt als gegeben anzusehen, sondern den Nachfrageausfall wirtschaftspolitisch durch eine Stärkung der Binnennachfrage aufzufangen, um so einen Anstieg der Arbeitslosigkeit und einen Rückgang des Produktionspotenzials zu verhindern. Eine entsprechend höhere Importnachfrage aus dem Euroraum könnte zudem das Produktionsniveau in den USA steigern und dazu beitragen, dass dort das ehemals hohe Produktions- und Wachstumsniveau wieder erreicht wird, da der Aufschwung in den USA genauso wenig wie im Euroraum als Folge von Kapazitätsengpässen und inflationären Verspannungen zu Ende ging.

### **Strukturelle Maßnahmen im Finanzsektor**

Eine der drängenden wirtschaftspolitischen Aufgaben ist die Wiederherstellung eines funktionierenden Finanzsystems. Das am 17. Oktober 2008 vom Bundes-



Abbildung 6



tag verabschiedete und am 9. April 2009 ergänzte Finanzmarktstabilisierungsgesetz geht grundsätzlich in die richtige Richtung. Wie in Abbildung 6 auf Seite 8 zu sehen ist, hat das Gesetz zu einer Beruhigung am Interbankenmarkt beigetragen. Dort war die Differenz zwischen dem unbesicherten Interbankenzins Euribor und dem besicherten Interbankenzins Eurepo, einem Maß für das Misstrauen unter Banken, nach dem Antrag von Lehman Brothers auf Gläubigerschutz auf Rekordhöhe gestiegen. Das Bankenrettungspaket und die Konjunkturpakete haben dann zu einer deutlichen Normalisierung geführt.

Die Maßnahmenkombination aus staatlicher Rekapitalisierung, Gewährung staatlicher Garantien für neue Schuldverschreibungen sowie dem vorgesehenen Erwerb von Risikopositionen knüpft an den entscheidenden Problemen der Banken an. Während die ersten beiden Maßnahmen nach anfänglichem Zögern von Banken mittlerweile vermehrt in Anspruch genommen wurden, ist die dritte Maßnahme, der Kauf risikobehafteter Finanzprodukte, bisher nicht erfolgt. Statt eines direkten staatlichen Kaufs sollen die Banken jetzt bei der Einrichtung von dezentralen Bad Banks staatlich unterstützt werden: Banken sollen ihre Risiken in institutseigene Zweckgesellschaften auslagern können. Im Gegenzug können sie staatlich garantierte Schuldverschreibungen von der Zweckgesellschaft fast in Höhe des Buchwertes der Risiken als Aktiva verbuchen. Als Gegenleistung müssen sie dem Staat eine Gebühr zahlen. Um die zu erwartenden Verluste der ausgelagerten Finanzprodukte zu decken, müssen Banken zudem Ausgleichszahlungen an den Staat leisten. Problematisch ist, dass die bisher vorgesehenen Regelungen nicht zur Transparenz unter Banken beitragen, da die Einrichtung einer Bad Bank freiwillig ist.

Besser wäre es gewesen, sie für alle Banken verbindlich zu machen.

Es ist angemessen, dass keine der staatlichen Unterstützungmaßnahmen kostenlos gewährt wird. Richtig ist auch, dass der Grad staatlicher Einflussnahme auf die Geschäftspolitik sowie die Höhe der Gegenleistung von der Intensität der gewährten Hilfe abhängt: Staatliche Garantien gibt es – bei nachhaltiger Geschäftspolitik – nur gegen eine Gebühr; für Rekapitalisierungen lässt sich der Staat mit Eigentumstiteln der Bank ausstatten. Zugleich müssen Banken Auflagen für das Vergütungssystem in Kauf nehmen. Unbotmäßige Abfindungen, Boniauszahlungen und Dividendenausschüttungen sind verboten. Zu bemängeln ist jedoch, dass sich der Staat für die Rekapitalisierung zwar mit Eigentumstiteln der Banken entschädigen lässt, aber vorzugsweise mit stimmrechtslosen Vorzugsaktien statt mit Stammaktien. Deren Erwerb erlaubt ihm keinen Einfluss auf die Geschäftspolitik. Auch bei der Entlastung der Banken von riskanten Finanzprodukten im Rahmen der Bad-Bank-Lösung wäre wichtig, die Geschäftspolitik so beeinflussen zu können, dass die Bank am Ende für die Verluste der Zweckgesellschaft aufkommen kann. Ansonsten besteht, insbesondere so lange noch keine restriktiven Regulierungen in Kraft sind, die Gefahr, dass die Banken ihre bisherige, die gesamtwirtschaftliche Stabilität gefährdende Praxis, einfach fortsetzen. Die Ausstattung mit entsprechenden Eigentumstiteln würde dem Staat zudem erlauben, zumindest einen Teil der Kosten der Finanzmarktkrise über künftige Kursgewinne abzudecken. Damit würde sich die notwendige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte leichter gestalten lassen.

Eine langfristige Re-Regulierung des Finanzmarktes ist unabdingbar (Horn et al. 2009a). Insofern war es erfreulich, dass die Finanzminister der G20-Staaten bei ihrem Treffen Anfang April in der Nähe von London den Regulierungsbedarf auf internationaler Ebene angehen wollten. Aber selbst die ohnehin sehr maßvollen G20-Forderungen sind bislang zum Großteil Absichtserklärungen geblieben. Zwar hat eine Reihe von Staaten schon aufgrund der Androhung einer schwarzen Liste für Steueroasen angekündigt, ihr Bankgeheimnis zu lockern. Ansonsten sind aber kaum nennenswerte Taten zu verzeichnen.

### **EZB hinkt hinterher**

Im Oktober 2008 – ein Jahr nach Ausbruch der Finanzkrise – ist die EZB auf einen Kurs der sukzessiven geldpolitischen Lockerung übergegangen. Mittlerweile fährt sie einen sehr expansiven Kurs: Der geldpolitische Leitzins liegt bei 1 %, und die Banken kön-

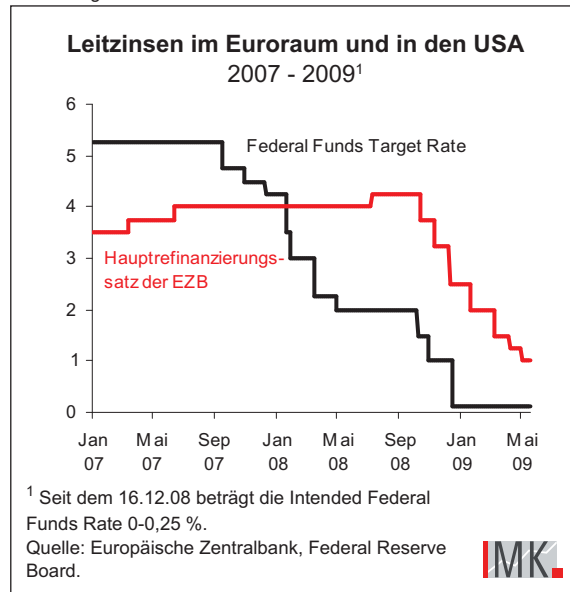
nen sich gegen Sicherheiten zu diesem Zins beliebig viel Liquidität bei der EZB sichern. Sie hat insofern auch unkonventionelle Mittel ergriffen, als sie bereits kurz nach dem Ausbruch der Krise im Sommer 2007 den Kreis der als Sicherheiten zulässigen Wertpapiere erweitert hat und die Dauer ihrer Refinanzierungsgeschäfte mit den Banken erhöht hat. Die Schärfe des wirtschaftlichen Einbruchs im Euroraum und die zu erwartende weitere Verringerung der Inflationsdynamik hätten aber für sich genommen bereits deutlich früher für ein niedrigeres Zinsniveau gesprochen. Das mit der globalen Wirtschaftskrise einhergehende Risiko einer Deflation bzw. einer lang anhaltenden Stagnation erfordert ein noch energischeres Vorgehen.

Angesichts dieser akuten Lage hat die US-amerikanische Notenbank bereits im September 2007 mit Zinssenkungen begonnen und verfolgt seit Ende vergangenen Jahres eine Null-Zins-Politik. Wie auch andere Zentralbanken hat sie zudem Maßnahmen der quantitativen Lockerung (quantitative easing), d.h. eine Liquiditätserhöhung durch den Kauf von Wertpapieren, ergriffen. Dass die EZB den Hauptrefinanzierungssatz bisher nur auf 1 % gesenkt hat, dürfte daran liegen, dass einige Mitglieder des EZB-Rates – insbesondere die beiden deutschen – dort die Untergrenze für den Hauptrefinanzierungssatz sehen (Abbildung 7).

Überzeugende Argumente für eine solche Untergrenze werden allerdings nicht angeführt. Der Befürchtung, dass die EZB bei sehr niedrigen Zinsen im Falle einer weiteren Verschlechterung der Lage nicht mehr handlungsfäh wäre, da der Zins nicht negativ werden kann, hat das EZB-Ratsmitglied Orphanides stichhaltig entkräftet, indem er auf die Möglichkeit des direkten Ankaufs von Wertpapieren als expansive geldpolitische Maßnahme verwies. Gängige geldpolitische Orientierungshilfen deuten gar darauf hin, dass der Leitzins sowohl im Euroraum als auch in den USA deutlich negativ sein müsste, um der aktuellen Lage gerecht zu werden.<sup>1</sup> Die EZB hätte längst ihren gesamten, auf Null begrenzten Zinssenkungsspielraum ausnutzen müssen und sollte dies nun umgehend tun. Damit signalisiert sie den Märkten dann auch, wie von Bundesbankpräsident Weber gefordert, dass keine weiteren Zinssenkungen mehr bevorstehen. Auf eine weitere Verringerung der Spanne zwischen Hauptrefinanzierungssatz und Zinssatz der Einlagefazilität sollte die EZB dabei verzichten. Dies würde der angestrebten Wiederbelebung der Interbankenmärkte zuwider lau-

<sup>1</sup> So legt die von den führenden Wirtschaftsforschungsinstituten verwendete Taylor-Regel gar einen Zins von aktuell -2 % sowie ein Absinken auf -4,5 % bis Mitte 2010 nahe; vgl. Gemeinschaftsdiagnose (2009, S. 88). Der Financial Times zufolge kommt eine interne Studie der Fed zu dem Schluss, dass der angemessene Zins in den USA bei -5 % liegt (Guhu 2009).

Abbildung 7



fen. Um die im Mai auf 0,75 % verengte Spanne aufrechtzuerhalten bzw. wieder auf 1 % zu erhöhen, müsste die EZB daher eine Gebühr für die Nutzung der Einlagefazilität (und entsprechend auch der bei der EZB unterhaltenen Girokonten) erheben. Als unkonventionelle Maßnahme dürfte die Anfang Mai beschlossene Verlängerung der Dauer der Refinanzierungsgeschäfte auf 12 Monate sehr wirksam sein, da sie den Banken über einen langen Zeitraum Planungssicherheit gibt. Auch die Zulassung der Europäischen Investitionsbank für Refinanzierungsgeschäfte bei der EZB wirkt expansiv, da sie eine zinsgünstige Liquiditätsbeschaffung ermöglicht, was sich wiederum günstig auf die Kreditvergabebedingungen der Europäischen Investitionsbank auswirken dürfte.

Als Maßnahme der quantitativen Lockerung hat die EZB für Juni den direkten Kauf von Pfandbriefen angekündigt. Zwar hat Zentralbankpräsident Trichet betont, dass im Rahmen einer Ausstiegsstrategie aus der derzeit umfangreichen Liquiditätsbereitstellung eine Sterilisation dieser Käufe durch den Verkauf von Wertpapieren geplant ist. Es ist aber zu erwarten, dass derartige Operationen erst nach einer deutlichen Entspannung der Lage an den Finanzmärkten durchgeführt werden. In jedem Fall dürfte es in diesem Segment der von Banken emittierten und mit Hypotheken besicherten Wertpapiere zu einer gewissen Entspannung kommen. Das Volumen ist mit 60 Mrd. Euro allerdings nicht gerade üppig: Alleine in Deutschland befinden sich Pfandbriefe im Wert 900 Mrd. Euro im Umlauf und auch als Anteil an der Bilanz des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) ist der Betrag mit 3 % gering. Direkte Käufe von Staatsanleihen

des Euroraums und von Unternehmen zur Entspannung auch in diesen Segmenten wären angesichts der Tatsache, dass Zinsen nicht unter Null fallen können und die Lage nach wie vor bedrohlich ist, angemessen. Zwar übernimmt die EZB bzw. das ESZB damit ein deutlich höheres Gläubigerrisiko als im Falle ihrer üblichen Refinanzierungsgeschäfte, aber zumindest im Falle der Staatsanleihen ist ein Ausfall als wenig wahrscheinlich einzustufen. Mit einer erfolgreichen Stabilisierung der Finanzmärkte und der Realwirtschaft verringert sie zudem das Risiko, dass sie auf Sicherheiten, die sie im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte erhalten hat, sitzen bleibt. Die Tatsache, dass der EZB-Präsident auf der Pressekonferenz im Mai explizit weder weitere Maßnahmen der quantitativen Lockerung ausgeschlossen hat, noch weitere Zinssenkungen, zeigt, dass die Notwendigkeit weiterer expansiver Maßnahmen auch von Teilen des EZB-Rates gesehen wird.

### **Die schwer zu bändigende Gefahr heißt Deflation, nicht Inflation**

Inmitten der Wirtschafts- und Finanzkrise wird gegenwärtig in den Medien, in Politik und Wissenschaft vereinzelt, aber lautstark vor einer drohenden bzw. gar unvermeidbaren deutlichen Inflationsbeschleunigung in den kommenden Jahren gewarnt. So titelt der Focus: „Nur so schützen Sie sich vor Inflation“, und der Präsident des HWWI, Straubhaar, rechnet öffentlich mit Inflationsraten von 5 - 10 % (Focus Money Online 2009, Focus 2009). Gerade in Deutschland, wo die Hyperinflation 1923 und die in die Währungsreform 1948 mündende unterdrückte Inflation der vierziger Jahre zweimal eine nahezu vollständige Entwertung des Geldvermögens bewirkte, sitzt die Angst vor Inflation tief. Eine nüchternde Betrachtung der möglichen Inflationsursachen und der Anreizstrukturen derer, die es in der Hand haben, ob es zu einer Inflationsbeschleunigung kommt, zeigt allerdings, dass die Gefahr einer mittelfristigen deutlichen Inflationsbeschleunigung infolge der zur Bekämpfung der aktuellen Krise ergriffenen Maßnahmen gering ist. Dabei sind erstens die ins Feld geführten Ursachen einer Inflationsbeschleunigung alles andere als zwangsläufig, zweitens dürften weder die EZB noch die Regierungen ein Interesse an einer Inflationsbeschleunigung haben, und drittens ist die Zentralbank in der Lage, eine sich anbahnende Inflation im Zaum zu halten.

Es ist relativ unstrittig, dass die hohe Liquiditätsausstattung im Euroraum zwar in der jetzigen Situation angemessen ist, unter normalen Umständen aber viel zu hoch und damit ein Anzeichen für Inflation wäre. Sobald sich die Vertrauenskrise zwischen den Banken

legt und die Banken sich wieder untereinander Interbankkredite geben, wird ein Teil dieser Liquidität quasi automatisch abgebaut, indem die Banken ihre Refinanzierungsgeschäfte mit der Zentralbank verringern. Gegenwärtig verschulden sich die Banken weit aus stärker als es ihre Mindestreservepflicht erfordern würde, und legen die überschüssigen Mittel zum großen Teil in der Einlagefazilität der EZB an. Da die Zinsen auf diese Guthaben um einen dreiviertel Prozentpunkt geringer sind als die Zinsen, die die Banken bei der Mittelaufnahme an die EZB zahlen, haben sie ein Interesse daran, bei wieder gewonnenem Vertrauen diese überschüssige Liquidität rasch abzubauen. Sofern sie dazu nicht in der Lage sind, weil es sich um mehrmonatige Geschäfte handelt, kann die EZB problemlos liquiditätsabsorbierende Refinanzierungsgeschäfte anbieten. Absorbiert die EZB in dem Maße Liquidität, in dem die Nachfrage nach Liquidität abnimmt, so bleibt der Zinssatz unverändert. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang, dass sich die starke Liquiditätserhöhung primär zwischen den Banken und der EZB abspielt. Der Anstieg der Geldmengen M1 und M3, in dem sich die Einlagen der Nichtbanken widerspiegeln, ist zugleich rückläufig. Obwohl die niedrigen Zinsen und die erhöhte Unsicherheit Portfolioumschichtungen zugunsten der kurzfristigen Anlagen, die in diesen Geldmengenaggregaten enthalten sind, begünstigen, nahmen M1 und M3 nur mit Raten von 5,9 bzw. 5,1 % zu; die Kredite an den Privatsektor wurden zuletzt nur um 3,2 % ausgeweitet (März).

Auch das aktuell niedrige Zinsniveau im Euroraum gefährdet angesichts eines zu erwartenden Rückgangs des Bruttoinlandsproduktes von mehr als 4 % in diesem Jahr und eines weiteren leichten Rückgangs im kommenden Jahr weder kurz- noch mittelfristig die Preisniveaustabilität. Wie auch die expansive Fiskalpolitik wirken die niedrigen Zinsen einem noch stärkeren Einbruch und einem noch stärkeren Rückgang der Inflationsrate bzw. des Preisniveaus entgegen. Weder bei den Aktienkursen noch bei anderen Vermögenswerten löst das niedrige Zinsniveau gegenwärtig Übersteigerungen aus – es kompensiert lediglich zum Teil die durch Rezession und Finanzkrise stark gestiegenen Risikoprämien. Zeichnet sich hingegen eine nachhaltige Erholung ab, so kann und wird die EZB den Grad der Lockerung zurücknehmen. Dabei besteht weniger die Gefahr, dass die EZB die Zinsen nicht erhöht, sondern die Gefahr, dass sie sie – auch angesichts der vermeintlichen Inflationsgefahren – zu früh erhöht und so eine tief greifende Erholung vereitelt. Die Befürchtung, dass die Unternehmen im Falle eines Aufschwungs rasch an Kapazitätsgrenzen stoßen, da

durch Werkschließungen und ähnlichen Kapazitäten stillgelegt wurden, trägt nur sehr begrenzt. Erstens können die Kapazitäten größtenteils wieder aktiviert werden und zweitens wirkt zu Beginn eines Aufschwungs der starke Anstieg der Produktivität Preissteigerungen entgegen. Die in einigen Ländern, insbesondere Deutschland, ausgeweitete Kurzarbeiterregelung, die eine flexible Ausdehnung des Arbeitseinsatzes ermöglicht, dürfte dem Entstehen von Engpässen ebenfalls entgegenwirken.

Eine weitere Inflationsgefahr wird gelegentlich in der Neuzuteilung von Sonderziehungsrechten (SZR) des Internationalen Währungsfonds gesehen. Das Argument, dass die von den G20 im April beschlossene Neuzuteilung von Sonderziehungsrechten Hubschraubergeld darstellt, das über den Erdball abgeworfen wird, ist zugleich richtig und falsch. Das Bild des Hubschraubers ist insofern richtig, als SZR mit einem Mal quer über die Länder entsprechend ihrer Quoten beim IMF verteilt werden. SZR sind aber keine Währung, sondern Ansprüche auf einen Fremdwährungskredit und als solche werden sie als Devisenreserven gehalten. Würden alle Länder die ihnen zugeteilten SZR als Devisenreserven halten, ginge weder auf die Nachfrage noch auf die Inflation eine Wirkung aus. Verwendet ein Land seine SZR um beispielsweise Euro zu erhalten, so muss es auf diesen Eurokredit Zinsen zahlen, die dem marktüblichen risikofreien Niveau entsprechen. Hierdurch kommen aber nicht automatisch mehr Euro in Umlauf – üblicherweise sterilisieren Zentralbanken einen Anstieg ihrer Devisenreserven mit Offenmarktgeschäften, in diesem Fall den Anstieg der SZR. Da die EZB den Banken derzeit beliebig viel Liquidität zur Verfügung stellt, würde ein Anstieg des über die SZR in Umlauf kommenden Zentralbankgeldes, sofern es nicht als Bargeld gehalten wird, eine entsprechende Verringerung der Nachfrage der Banken bei Refinanzierungsgeschäften der EZB nach sich ziehen. Entspannt sich die Lage auf den Finanzmärkten, wird die EZB die überschüssige Liquidität über Offenmarktgeschäfte wieder einsammeln. Eine automatische Geldschöpfung findet somit nicht statt. Letztlich wirken die SZR wie jede Kreditlinie: Wird sie in der gegenwärtigen Krise genutzt, so wirkt sie stabilisierend; wird sie in einem Aufschwung benutzt, so kann zwar eine Überschussnachfrage von ihnen ausgehen, aber im Falle einer stabilitätsorientierten Zentralbank keine Inflationsgefahr; gegebenenfalls muss die EZB mit Zinssteigerungen die Binnennachfrage drosseln, damit die Gesamtnachfrage auf einem stabilitätsgerechten Niveau bleibt.

Anders als von den SZR geht von der im Zuge der

Finanz- und Wirtschaftskrise stark gestiegenen Staatsverschuldung für sich genommen gar kein Inflationsdruck aus. In dem Maße, in dem der Neuverschuldung eine Nachfrage gegenüber steht (z.B. bei Infrastrukturmaßnahmen, konjunkturbedingten Steuerausfällen oder energetischer Gebäudesanierung) ersetzt diese Nachfrage lediglich einen Teil des krisenbedingten Nachfrageausfalls – er wirkt gegenwärtig nicht inflationär, sondern einer Deflation entgegen. In den kommenden Jahren geht aber kein Nachfrageeffekt mehr von den höheren Schulden aus. Der Schuldenbestand hat sich zwar erhöht, es gibt aber keinen unmittelbaren Effekt auf die Nachfrage und damit die Inflation mehr.

Im Euroraum wird die Staatsverschuldung nach einer Prognose der Europäischen Kommission bis 2010 auf 83,8 % des Bruttoinlandsproduktes steigen, von 69,3 % 2008 (European Commission 2009). Diese Veränderung der Schuldenquote und entsprechend der Zinslast können für die Regierung kein Interesse an einer Inflationsbeschleunigung begründen. Zwar ist es richtig, dass es bei einer Inflationsrate von beispielsweise 10 % und Nominalzinsen von 3 % zu einer schnellen Verringerung der Schuldenlast käme – sie würde in realer Rechnung jährlich um 7 % abnehmen. Die Crux liegt aber im Niveau der Nominalzinsen: Diese bleiben bei erhöhten Inflationserwartungen nicht konstant, sondern steigen. Und da der Staat jedes Jahr auch fällig werdende Schulden refinanzieren muss, würden diese dann zu höheren Zinsen verzinst, wobei noch ein Risikoaufschlag wegen der erhöhten Gefahr einer nochmaligen Inflationsbeschleunigung hinzukäme. Hohe Inflationsraten bewirken nicht nur hohe Kapitalmarktzinsen sondern bergen in sich auch die Gefahr einer endogenen weiteren Beschleunigung der Inflationsrate – insbesondere durch Abwertungen und einen Rückgang der Geldnachfrage. Sieht man von einer Hyperinflation ab, die mit erheblichen realwirtschaftlichen Verwerfungen einherginge, kommt es im Zuge einer höheren Inflation nur in geringem Maße zu einer Entschuldung des Staates. Insofern ist die in der Öffentlichkeit teilweise vorhandene Sorge, der Staat könne die Geldpresse zur Finanzierung seiner Schulden anwerfen, unbegründet, zumal die Staaten im Euroraum wegen der Unabhängigkeit der EZB ohnehin keinen Zugriff auf diese haben.

Es ist kaum zu bestreiten, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise und die zu ihrer Bewältigung ergriffenen Maßnahmen auch in den kommenden Jahren noch Kosten verursachen werden. Dieser Anstieg der Staatsverschuldung ist aber, wie oben geschildert, unumgänglich, um die Schuldendeflation zu mildern, den freien Fall der Wirtschaft zu beenden und damit die Ge-

fahr einer Deflation zu bannen. Ähnlich wie eine Hyperinflation entwickelt auch eine Deflation eine Eigendynamik, der wirtschaftspolitisch nur schwer zu begegnen ist. Sinkende Löhne und Preise, eine steigende Schuldenlast und Konsumzurückhaltung in Erwartung weiter sinkender Preise verstärken sich gegenseitig und lösen eine mächtige Abwärtsspirale aus.

### **Fiskalpolitik muss nachlegen**

Die Finanzpolitik steht gegenwärtig und auf absehbare Zeit vor riesigen Herausforderungen. Sie muss erstens antizyklisch der tiefen Rezession entgegenwirken. Ihr kommt dabei eine besondere Verantwortung zu: Da die Geldpolitik von der EZB mit Blick auf die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum insgesamt durchgeführt wird, ist die Finanzpolitik auf nationaler Ebene das einzige verbleibende handlungsfähige Instrument der makroökonomischen Wirtschaftspolitik. Zweitens wird der unvermeidliche, durch automatische Stabilisatoren, Konjunkturprogramme und finanzielle Maßnahmen zur Stützung von Bankensektor und Unternehmen der Realwirtschaft verursachte drastische Anstieg der öffentlichen Schuldenstandsquote mittelfristig durch eine makroökonomisch adäquate Konsolidierungspolitik wieder zurückgeführt werden müssen.

Die Bundesregierung hat seit Ende letzten Jahres mit zwei Konjunkturpaketen und einer Reihe anderer Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur reagiert (Tabelle 1 auf Seite 13). Das fiskalische Volumen der Maßnahmen ist beträchtlich; insgesamt werden sie spürbar zur Stützung der Konjunktur beitragen. Die Maßnahmen sind dennoch unzureichend (Horn et al. 2009b).

Denn angesichts der unerwarteten Tiefe der Rezession und der Gefahr einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale hat sich das Gesamtvolumen der Programme als viel zu gering erwiesen. Zwar beträgt der fiskalische Impuls in diesem Jahr im Vergleich zum Vorjahr 1,3 % des BIP. Angesichts der prognostizierten tiefen Rezession mit einer Schrumpfung des realen BIP um 6 % in diesem Jahr ist dies jedoch viel zu wenig, zumal der Impuls in der Wirkung durch einen hohen Anteil einnahmenseitiger Maßnahmen mit nur geringen Multiplikatoren (Gemeinschaftsdiagnose 2009, S. 90) abgeschwächt wird. Im kommenden Jahr beträgt der fiskalische Impuls gegenüber dem Vorjahr 0,7 % des BIP, was angesichts der von der Gemeinschaftsdiagnose trotzdem prognostizierten Stagnation der deutschen Wirtschaft im nächsten Jahr offensichtlich nicht ausreicht, um einen Aufschwung herbeizuführen. Zudem besteht spätestens ab 2010 die Gefahr, dass ein beträchtlicher Teil der konjunktur- und wach-

tumspolitisch besonders wirksamen Ausweitung der öffentlichen Investitionen vor allem auf kommunaler Ebene durch die in den konjunkturellen Maßnahmen enthaltenen erheblichen Steuersenkungen kompensiert wird: Die mit den Steuersenkungen verbundene Schwächung der kommunalen Steuereinnahmen wird aller Erfahrung nach zu Investitionskürzungen bei den Gemeinden führen, zumal die Gemeindeeinnahmen aufgrund der Krise ohnehin dramatisch einbrechen werden.

Sollte es auch nach 2010 nicht zu einer spürbaren Verbesserung der konjunkturellen Grundtendenz kommen, besteht zudem die Gefahr eines vorschnellen Umschwenkens der Finanzpolitik auf einen dann prozyklischen restriktiven Kurs. Ein solches Umschwenken ist in der bisherigen finanzpolitischen Planung durch das Auslaufen der konjunkturpolitischen Maßnahmen ab dem Jahr 2011 bereits angelegt. So wird allein die Rücknahme der Senkung der Beitragssätze zur Kranken- und Rentenversicherung und vor allem das Auslaufen der Investitionsprogramme im Jahr 2011 bereits zu einem restriktiven fiskalischen Impuls von gut 15 Mrd. Euro (0,6 % des BIP) führen, was aufgrund des hohen Investitionsanteils das Wachstum 2011 um etwa einen Prozentpunkt senken würde (Gemeinschaftsdiagnose 2009, S. 91f.).

Höchst problematisch ist auch die von der Bundesregierung geplante mittelfristige Konsolidierungsstrategie über die Verankerung einer so genannten Schuldenbremse im Grundgesetz, da sie – trotz gegenteiliger Absicht – zwangsläufig zu einer prozyklischen Politik führen wird (Horn et al. 2008c sowie Horn et al. 2009c). Der gewählte Ansatz, Staatsverschuldung mittels der Mechanik gesetzlicher Regelungen zu begrenzen, ist im Grundsatz verfehlt, da diese in der Regel niemals aktuellen wirtschaftlichen Gegebenheiten gerecht werden und daher wirtschaftliche Schief lagen verschärfen. Zudem basiert die Mechanik im konkreten Fall auf einem Verfahren mit erheblichen Messungenauigkeiten, die eine stetige Haushaltsplanung enorm erschweren. In der Folge all dieser Effekte wird der Staat in seiner Handlungsfähigkeit enorm eingeschränkt. Wachstum und Beschäftigung werden leiden. Die Schuldenbremse ist kaum geeignet, eine Sanierung der Staatsfinanzen herbei zu führen. Gerade im Kontext der Schuldenbremse ist es unter Konsolidierungsaspekten problematisch, dass ein wesentlicher Teil der Steuerentlastungen in den fiskalpolitischen Maßnahmen dauerhaft gewährt wurde, so dass die Einnahmenbasis des Staates dauerhaft geschwächt und der Konsolidierungsbedarf nach oben getrieben wurde. Das gälte erst recht, wenn es, wie gegenwärtig im politischen Raum diskutiert, zu weiteren

Tabelle 1

<b>Finanzielle Auswirkungen der Konjunkturpakete sowie weiterer Maßnahmen 2009 bis 2010</b>			
in Mrd. Euro <sup>1</sup>			
<b>Konjunkturpaket I</b>	2009	2010	2009 +2010
	<b>1. Erhöhung und Unterstützung von Investitionen</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
Erhöhung Verkehrsinvestitionen	1,0	1,0	2,0
Aufstockung Gemeinschaftsaufgabe Regionale Wirtschaftsförderung	0,2	0,1	0,3
Aufstockung KfW-Programm Energieeffizientes Bauen	0,0	0,2	0,3
Weitere KfW-Programme, z.B. Kommunalkredit	0,1	0,1	0,1
<b>2. steuerliche Entlastungen für private Haushalte</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>
Kfz-Steuerbefreiung 2009/10	0,4	0,1	0,5
Erhöhte steuerliche Förderung für Handwerksdienstleistungen		0,9	0,9
<b>3. steuerliche Entlastungen für Unternehmen</b>	<b>2,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,9</b>
Degressive AfA 25%	1,9	4,3	6,3
Sonderabschreibung KMU	0,2	0,4	0,6
<b>Summe</b>	<b>3,9</b>	<b>7,1</b>	<b>11,0</b>
nachrichtlich			
<b>4. Maßnahmen der Bundesagentur für Arbeit</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>
<b>Summe:</b>	<b>4,2</b>	<b>7,6</b>	<b>11,8</b>
<b>Konjunkturpaket II</b>	2009	2010	2009 +2010
	1. Zukunftsinvestitionen der öffentlichen Hand	4,0	12,0
2. Innovationsförderung des Bundes (ZIM)	0,5	0,5	0,9
3. "Abwrackprämie"	5,0		5,0
4. Neuregelung Kfz-Steuer	0,1	0,2	0,3
5. Förderung Mobilitätsforschung	0,3	0,3	0,5
6. Beschäftigungssicherung			
a) SV-Beiträge Kurzarbeit	1,6	1,6	3,1
b) Aktivierung + Qualifizierung	1,3	1,3	2,6
c) 5000 zusätzliche Stellen Arbeitsagentur + Agen	0,1	0,1	0,2
d) Stabilisierung ALV bei 2,8 % 2. Hälfte 2010		1,0	1,0
7. Senkung der Einkommensteuer	2,9	6,1	9,0
8. Beiträge zur GKV	3,0	6,0	9,0
9. Familien- kinderbezogene Leistungen			
a) Kinderbonus	1,8		1,8
b) Hartz IV-Regelsätze für Kinder	0,2	0,3	0,5
<b>Summe</b>	<b>20,7</b>	<b>29,2</b>	<b>49,9</b>
<b>Weitere Maßnahmen</b>			
Pendlerpauschale	5,9	2,3	8,2
Bürgerentlastungsgesetz		8,1	8,1
<b>Konjunkturpakete I + II + weitere Maßnahmen</b>			
<b>Summe</b>	<b>30,7</b>	<b>47,2</b>	<b>78,0</b>
in % des BIP	1,3	2,0	

<sup>1</sup> Ohne makroökonomische Rückwirkungen

Quelle: BMF, Gemeinschaftsdiagnose (2009), Schätzungen des IMK.

Steuersenkungen käme. In Kombination mit der Schuldenbremse hätte dies fatale Auswirkungen für die zukünftige Handlungsfähigkeit des Staates.

Aus den genannten Gründen bedarf es sowohl kurz- als auch mittelfristig einer Kurskorrektur in der Finanzpolitik: Erstens muss in diesem und im nächsten Jahr der fiskalische Impuls deutlich verstärkt werden, um die Chance auf einen wirklichen Aufschwung zu ermöglichen und zu verhindern, dass die deutsche Wirtschaft wie schon von 2001 bis 2005 in einer Stagnationsphase gefangen bleibt. Zweitens muss gewährleistet werden, dass die Finanzpolitik so lange, wie es konjunkturpolitisch notwendig ist, auch nach 2010 noch auf Expansionskurs bleibt und nicht vor schnell auf einen gegebenenfalls prozyklischen Konsolidierungskurs umschwenkt. Drittens schließlich bedarf es mittelfristig einer makroökonomisch rationaleren Konsolidierungspolitik als Alternative zur geplanten hoch problematischen Schuldenbremse.

### **Drittes Konjunkturpaket erforderlich**

Zur notwendigen Ausweitung des fiskalischen Impulses bedarf es erstens einer weiteren beträchtlichen Aufstockung der öffentlichen Investitionen unter Einschluss von Bildungsinvestitionen und zweitens einer befristeten Förderung des privaten Konsums. Auf diese Weise werden langfristig ohnehin erforderliche Investitionen vorgezogen und mit kurzfristiger Stabilisierungspolitik verknüpft. Die Ausweitung der öffentlichen Investitionen sollte also Teil einer mittelfristigen Politik mit dem Ziel der Aufstockung ihres Anteils am BIP auf mindestens 2,5 % sein. Angesichts des üblichen Planungsvorlaufs wird die Aufstockung wohl erst im Jahr 2010 wirksam werden und sollte im Jahr 2011 verstärkt fortgesetzt werden. Realistischerweise könnten die Investitionen im Jahr 2010 nochmals um 10 Mrd. Euro und 2011 um 15 Mrd. Euro angehoben werden, wobei jeweils die Hälfte bei den Gemeinden sowie Bund und Ländern angesetzt werden könnte. Ab dem Jahr 2011 würde das gemessen an den bisherigen Prognosen aufgrund des Auslaufens der Investitionsprogramme allerdings eine weitaus stärkere Ausweitung von mehr als 25 Mrd. Euro bedeuten. Zusätzlich ist sicher zu stellen, dass die Gemeinden für die Einnahmenverluste aus den Konjunkturprogrammen sowie ihre konjunkturbedingten Steuerausfälle von Bund und Ländern kompensiert werden, damit die Investitionsprogramme auf Gemeindeebene aufgrund der Steuerausfälle nicht durch Kürzungen bei anderen Investitionen konterkariert werden. Dieses Problem dürfte ab dem Jahr 2010 deutlich zu Tage treten und sich 2011 nochmals verstärken. Die Gemeinden sollten daher von Bund und Ländern kompensiert werden, wobei für beide Jahre

ein Gesamtvolumen von 15 Mrd. Euro angemessen erscheint.

Zusätzlich sollte ein großes Defizit der bisherigen Konjunkturprogramme behoben werden, die alle letztlich von dem engen Investitionsbegriff der Finanzstatistik bzw. der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und damit von „Investitionen in Beton“ und nicht von „Investitionen in Köpfe“ ausgehen und den so genannten komplementären Staatskonsum, d.h. den zur Nutzung der Investitionen notwendigen zusätzlichen Personalbedarf, vernachlässigen. Gerade im Bildungsbereich, aber auch in vielen sozialen Berufen wären Neueinstellungen erforderlich. Sollte in einigen Bereichen keine ausreichende Anzahl an qualifizierten Bewerbern zur Verfügung stehen, müssten eben entsprechende Ausbildungsplätze geschaffen werden. Für die Aufstockung des komplementären Staatskonsums könnte bereits in diesem Jahr ein Betrag von 5 Mrd. Euro und ab 2010 jährlich von mindestens 10 Mrd. Euro vorgesehen werden.

Durch die Perspektive der mittelfristigen Aufstockung auf mindestens 2,5 % des BIP werden die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte stabilisiert und Preissteigerungen bei den öffentlichen Investitionen in Grenzen gehalten, da entsprechend größere Kapazitäten vorgehalten werden können. Zudem wird das konjunkturpolitisch riskante, in den bisherigen Regierungsplanungen angelegte – und wesentlich durch das Auslaufen der Investitionsprogramme bedingte – Umschwenken der Finanzpolitik auf einen restriktiven Kurs ab 2011 vermieden. Sollte sich die Konjunktur bis dahin tatsächlich kräftig und anhaltend verbessert haben, könnten die zusätzlichen Ausgaben zumindest zum Teil durch Steuererhöhungen finanziert werden.

Die bisher skizzierten investiven Ausgaben sind unter konjunkturpolitischen Aspekten aufgrund ihres hohen Multiplikators sehr gut zur Stabilisierung der Realwirtschaft geeignet. Allerdings werden sie voraussichtlich erst im Laufe des Jahres 2010 umgesetzt werden können und damit erst relativ spät wirken. Um die Lücke bis zum Einsetzen ihrer Impulse zu überbrücken, bedarf es daher zusätzlicher Maßnahmen. Hierzu bietet sich eine Stützung des privaten Konsums an. Die Maßnahmen sollten befristet sein, um mittelfristig nicht in einen Konflikt mit dem Ziel der Haushaltskonsolidierung zu geraten.

Das IMK schlägt daher eine Ausweitung des in diesem Jahr bereits eingesetzten Kinderbonus vor. Dieser sollte ab Juni dieses Jahres ein halbes Jahr lang monatlich in einer Höhe von 200 Euro gezahlt werden. Insgesamt würde damit ein konjunktureller Impuls von knapp 22 Mrd. Euro gesetzt. Zudem sollte über eine gezielte befristete Aufstockung anderer Sozialtransfers

nachgedacht werden.

Ein drittes Konjunkturpaket würde die deutsche Wirtschaft wirksam unterstützen. Seine Effektivität ließe sich allerdings noch deutlich steigern, wenn es möglichst EU-weit, am besten aber global auf der Ebene der G20-Staaten, zu einem ähnlich entschlossenen Gegensteuern in gleichem Zeitraum und Umfang käme. In diesem Fall würden in allen Ländern die Sickerverluste nationaler Programme aufgrund steigender Importe stark begrenzt. Die Bundesregierung sollte derartige Aktivitäten vehement unterstützen.

Durch das Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren und die diskretionären konjunkturpolitischen Maßnahmen, aber auch durch die Mittel zur Rettung des Bankensektors wird der öffentliche Schuldenstand in Deutschland als Anteil am BIP schon in diesem Jahr und ohne zusätzliche Maßnahmen um knapp 8 Prozentpunkte auf 74 % steigen (Gemeinschaftsdiagnose 2009, S. 74). Unter dem Einschluss der hier vorgeschlagenen Maßnahmen dürfte der Schuldenstand im Laufe der kommenden Jahre das Niveau von 80 % deutlich übersteigen. (Der Nettoschuldenstand dürfte dabei etwa 20 Prozentpunkte niedriger liegen, da der Staat über Geldvermögen in dieser Größenordnung verfügt; vgl. Deutsche Bundesbank 2007). Die Maßnahmen zur Rettung der Banken betragen zwar rund 30 % des BIP. Hierbei handelt es sich jedoch in erster Linie um Bürgschaften, Kredite und Beteiligungen, die sich voraussichtlich nur zu einem geringen Teil in einem Anstieg der Staatsschulden niederschlagen werden (siehe Kasten S. 16). Der Anstieg der Schulden bedeutet, dass nunmehr ein größerer Teil der Staatseinnahmen für Zinszahlungen ausgegeben werden muss.

Dieser absehbare Anstieg der Staatsverschuldung ist jedoch alternativlos, will man keine ökonomische und soziale Katastrophe riskieren. Das heißt jedoch nicht, dass man sich nicht jetzt bereits Gedanken über den zukünftigen Abbau der Staatsverschuldung machen müsste. Denn tatsächlich muss ein ständiger Anstieg der Schuldenstandsquote vermieden werden, da er tendenziell mit einem ebensolchen Anstieg der Zinslastquote in den öffentlichen Haushalten einherginge. Dies würde entweder bedeuten, dass bei gegebenem Niveau der Staatseinnahmen immer weniger Mittel für öffentliche Güter und Dienstleistungen zur Verfügung stünden, oder, dass für ein gegebenes Niveau an öffentlichen Gütern und Dienstleistungen ständig die Steuern erhöht werden müssten. Daher ist mittelfristig eine deutliche Rückführung und Stabilisierung der Schuldenstandsquote – in Ermangelung klarer ökonomischer Kriterien – etwa unter die Grenze des Stabilitäts- und Wachstumspaktes von 60 % des BIP –

angezeigt.

Keine Rechtfertigung gibt es aus ökonomischer Sicht jedoch für ein komplettes (Neu-)Verschuldungsverbot: Aus Gründen der intergenerativen Gerechtigkeit sollten öffentliche (Netto-)Investitionen über Kredite finanziert werden. Zudem ist ein gewisses Maß an Staatsverschuldung und damit auch entsprechender Staatsanleihen als Orientierungsmaßstab für die Zinsbildung auf den Finanzmärkten und als sicherer Hafen für die Geldanleger unabdingbar.

Allerdings sollte der Staat erst dann auf Konsolidierungskurs einschwenken, wenn die gegenwärtige Wirtschaftskrise überwunden ist. Solange dies nicht der Fall ist, muss der Staat seine positiven fiskalischen Impulse aufrechterhalten.

### **Ein Konsolidierungskonzept der Vernunft**

Wie sollte die Haushaltskonsolidierung im Aufschwung erfolgen? Hier gibt es prinzipiell zwei Möglichkeiten. Erstens kann man versuchen, die Defizite durch gezielte Einzelmaßnahmen wie Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen zurückzuführen. Angesichts der ohnehin schon drastischen Sparpolitik der vergangenen Jahre und der gemessen an der Notwendigkeit zentraler Zukunftsinvestitionen offensichtlichen Unterfinanzierung des Staates wären deutliche Ausgabenkürzungen äußerst problematisch. Wie geradezu atemberaubend restriktiv die Entwicklung der öffentlichen Ausgaben in Deutschland von 1998 bis 2007 tatsächlich war, zeigt ein internationaler Vergleich. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der gesamtstaatlichen Ausgaben lag in Deutschland von 1998 bis 2007 nominal bei nur 1,4 %. Der Durchschnitt der alten EU (EU-15) lag mit 4,1 % knapp dreimal so hoch. In diesem Zeitraum verzeichnete kein anderes Land, für das die EU-Kommission Daten vorhält (EU-27 ohne Bulgarien plus Island, Norwegen, Schweiz und USA), ein niedrigeres Staatsausgabenwachstum als Deutschland. Das gilt auch für die realen Staatsausgaben, bei denen Deutschland das einzige Land ist, das mit durchschnittlich -0,2 % pro Jahr einen Rückgang zu verzeichnen hatte. Deutschland ist Weltmeister bei der Sparsamkeit der staatlichen Ausgabenpolitik. Steuererhöhungen wären daher zu Konsolidierungszwecken das geeignetere Instrument, zumal sie auch noch genutzt werden könnten, um die in den vergangenen Jahren stark gewachsene Schieflage der personellen Einkommensverteilung (OECD 2008) zu korrigieren.

Zweitens kann man jedoch auch auf eine solche Politik gezielter Einzelmaßnahmen verzichten und stattdessen die Haushalte über eine Begrenzung des Ausgabenwachstums konsolidieren. Dabei sollte ein verbindlicher Pfad für die Wachstumsrate der Staats-



## Kosten der Bankenrettung

Wie hoch die fiskalischen Belastungen aufgrund der Unterstützungsmaßnahmen für Banken ausfallen werden, ist schwer abzuschätzen. Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG) sieht eine Neuverschuldung des Bundes zur Rettung der Banken in Höhe von bis zu 100 Mrd. Euro vor. Die Summe setzt sich zusammen aus 20 Mrd. Risikovorsorge für die mögliche Einlösung staatlicher Garantien sowie 80 Mrd., die für staatliche Rekapitalisierung und den Erwerb von Risikopositionen der Banken vorgesehen sind.

Die bisher gewährten Maßnahmen zur Rekapitalisierung von Banken haben noch nicht den maximal möglichen Rahmen von 80 Mrd. Euro erreicht.<sup>2</sup> Selbst wenn dieser Rahmen erreicht würde, hieße das nicht, dass dem Bund mittelfristig auch Nettoschulden in Höhe der geleisteten Rekapitalisierungen entstehen würden. Denn diese Maßnahme wird nicht kostenlos gewährt: Der Bund sichert sich im Gegenzug durch Anteile, stille Beteiligungen oder sonstige Eigenmittel eine Vergütung, die zudem jener der übrigen Gesellschafter vorgeht. Der Belastung des Bundes aufgrund von Neuverschuldung inklusive Zinskosten müssten daher die Einnahmen durch die Gebühren sowie der spätere Verkauf der erworbenen Eigentums-titel gegenübergestellt werden. Angesichts der derzeit niedrigen Bewertung von Finanztiteln könnten sich bei schneller Stabilisierung des Bankensektors durchaus Verkaufsgewinne und damit mittelfristig nur eine geringe Belastung des Bundeshaushalts ergeben.

Auch der maximal mögliche Rahmen staatlicher Garantien, der für neue Schuldverschreibungen von Banken in Höhe von bis zu 400 Mrd. Euro möglich ist, ist bisher nicht ausgeschöpft worden. Belastet wird der Bund nur dann, wenn einzelne Banken nicht in der Lage sein sollten, ihre Schuldverschreibungen zu bedienen. Vorsichtshalber wurde von der Regierung eine Ausfallrate von 5%, also jeder 20. Bank, unterstellt. Sollte der Rahmen ausgeschöpft werden und sollten tatsächlich Ausfälle in der erwarteten Höhe eintreten, kämen auf den Bund in den nächsten fünf Jahren<sup>3</sup> insgesamt Kosten von 20 Mrd. zu. Selbst wenn das der Fall wäre, müssten diese Kosten den Einnahmen gegenübergestellt werden, da jede Bank für die Gewährung der Garantie eine Gebühr zahlen muss. Das Ausfallszenario ist aber grundsätzlich sehr unrealistisch: Garantien werden nur denjenigen Banken gewährt, die die Regierung aufgrund ihrer systemischen Bedeutung retten will. Sollte eine Bank in Schwierigkeiten geraten, würde ihr daher mit großer Wahrscheinlichkeit eine weitere Rekapitalisierung gewährt werden, was aber zu diesem Zeitpunkt mit einer staatlichen Schuldenerhöhung verbunden wäre.

Die Belastung des Bundes durch die geplante Unterstützung von Banken bei der Auslagerung ihrer risikobehafteten Finanzprodukte in Bad Banks ist durch die zuletzt geänderte Planung ebenfalls eingegrenzt worden: Banken können ihre risikobehafteten Finanzprodukte mit einem Abschlag auf den Buchwert gegen staatlich garantierte Schuldverschreibungen in Zweckgesellschaften auslagern. Die angesichts dieses hohen Preises zu erwartenden Verluste der Zweckgesellschaften sollen mit Ausgleichszahlungen der Banken verrechnet werden. Diese bemessen sich am erwarteten Wertverlust, aufgeteilt auf die Laufzeit der strukturierten Papiere und werden jährlich mit den Verlusten der Zweckgesellschaft verrechnet. Am Ende der Laufzeit der strukturierten Papiere soll abgerechnet werden; Verluste bzw. Gewinne verbleiben letztendlich bei den Banken. Der Staat geht jedoch in Vorleistung und entlastet die Banken dadurch vorübergehend. Zusätzlich trägt er das Risiko, dass einzelne Banken die Verluste am Ende nicht tragen können.

Insofern besteht die Belastung des Bundes aus dem Rettungspaket darin, dass er bei staatlicher Rekapitalisierung und staatlicher Hilfe bei der Auslagerung risikobehafteter Finanzaktiva in Vorleistung geht. Mittelfristig könnten die Gegenleistungen der Banken einen Großteil der Ausgaben decken – wenn sich der Bankensektor schnell wieder stabilisiert. Der Bund trägt aber das Risiko, dass diese Stabilisierung nicht (schnell genug) erfolgt. Hinzu kommt, dass damit die Kosten der Konjunkturstabilisierung bei weitem noch nicht abgedeckt sind.

Den Ländern und Kommunen drohen höhere Verluste durch Rettungsmaßnahmen bei Landesbanken. Dort wurden Rekapitalisierungen bisher weniger vom Bund als vielmehr von Ländern und Kommunen als deren Eigentümern durchgeführt. Da bei Landesbanken teilweise ganze Geschäftsbereiche unprofitabel geworden sind und abgewickelt werden müssen, dürften höhere Abschreibungen anfallen. Über die Aufteilung der Kosten auf Bund, Länder und Kommunen wird im Rahmen der aktuell diskutierten Lösung einer „Anstalt in der Anstalt“ entschieden.

<sup>2</sup> Die Begrenzung auf 10 Mrd. pro Bank wurde allerdings schon bei der Rettung der Commerzbank überschritten.

<sup>3</sup> Staatliche Garantien konnten zunächst nur für neue Schuldverschreibungen von bis zu drei Jahren Laufzeit erworben werden. Im Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz wurde die Laufzeit auf bis zu fünf Jahre verlängert.

ausgaben vorgegeben werden. Eine Überschreitung des Pfades ist nur zulässig, sofern sie durch entsprechende Steuererhöhungen finanziert ist. Um mittelfristig eine Rückführung der Schuldenstandsquote zu gewährleisten, sollte der Pfad leicht unterhalb der Trendwachstumsrate des nominalen BIP angesetzt werden – gegenwärtig bei 2,5 bis 3 %. Um zu gewährleisten, dass die Einhaltung der Ausgabenbeschränkung auch tatsächlich für die Regierung steuerbar ist, und um prozyklische Wirkungen zu vermeiden, sollte sich die Ausgabenobergrenze auf die konjunkturunabhängigen, vom Staat tatsächlich steuerbaren Ausgaben beziehen, also Ausgabenkategorien, die in Abhängigkeit von der Arbeitslosenquote schwanken (Arbeitslosengeld, Sozialhilfe, sonstige Sozialtransfers), ausklammern. Die konjunkturabhängigen Ausgaben können dann ihrer Rolle als automatische Stabilisatoren gerecht werden und je nach Bedarf mit der konjunkturellen Entwicklung um den Ausgabenpfad der konjunkturunabhängigen Ausgaben schwanken. In einer konjunkturellen Schwächephase können sie zunehmen und zur konjunkturellen Stabilisierung beitragen. Im Boom gehen sie deutlich zurück und verhindern dadurch eine konjunkturelle Überhitzung. Dieser Ausschluss der konjunkturabhängigen Ausgaben von der Ausgabenbeschränkung erhöht den Spielraum des Staates in Schwächephasen, schränkt ihn aber in Boomphasen erheblich ein. Die öffentlichen Haushalte werden so in Phasen hohen Wirtschaftswachstums konsolidiert, wenn die konjunkturabhängigen Ausgaben zurückgehen und die Steuereinnahmen überproportional steigen. Um zu gewährleisten, dass die Begrenzung der konjunkturunabhängigen Staatsausgaben nicht zu Lasten der öffentlichen Investitionen – ggf. in ökonomisch sinnvoller Neudefinition – geht, sollten sie von der Ausgabenbegrenzung komplett ausgenommen werden. Um zu verhindern, dass der Konsolidierungsprozess mittels der Beschränkung des Wachstums der Staatsausgaben einnahmenseitig durch Steuersenkungen konterkariert wird, müssen während des Konsolidierungsprozesses Steuerreformen, die mit Aufkommensverlusten verbunden sind, ausgeschlossen werden.

Ob es durch die beschriebene Ausgabenpfadstrategie in Kombination mit Erlösen aus der Veräußerung von im Zuge der Finanzmarktkrise erworbenen Anteilen an Unternehmen allein möglich sein wird, die Schuldenstandsquote im nächsten Aufschwung wieder unter das im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehene Niveau von 60 % des BIP zu drücken, ist angesichts des zu erwartenden drastischen Anstiegs der Schuldenstandsquote zweifelhaft. Insofern sind Steuererhöhungen wohl unvermeidlich, es sei denn es ge-

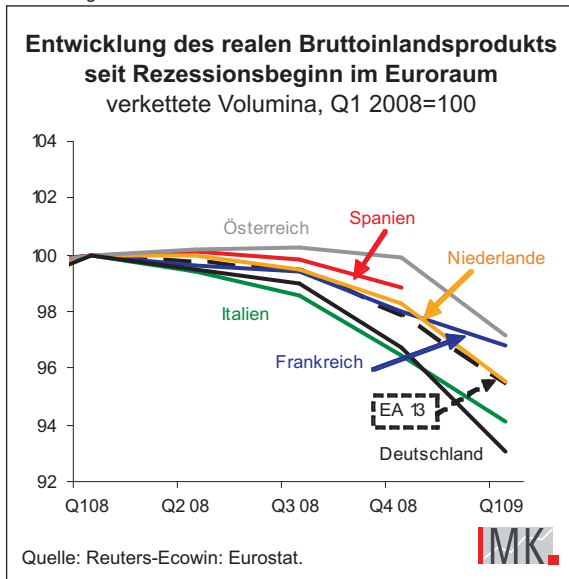
länge über Beteiligungen des Staates am Bankensektor so beträchtliche Gewinne zu erzielen, dass die Staatsschulden hierdurch signifikant gesenkt werden könnten. Daher ist der Erwerb von Eigentumstiteln am Bankensektor schon aus konsolidierungspolitischer Sicht unerlässlich.

### **Arbeitsmarktpolitik muss Einkommen stabilisieren**

Bisher wurde bei der Arbeitsmarktpolitik vor allem auf großzügige Regelungen der Kurzarbeit gesetzt, was die automatischen Stabilisatoren stärkt (Carone et al. 2009). Dies war bislang erfolgreich, wie ein europäischer Vergleich nahe legt (Abbildung 8 und Abbildung 9 auf S. 18). Denn trotz vergleichsweise deutlichem Rückgang des BIP seit Rezessionsbeginn im Euroraum im ersten Quartal 2008 (CEPR 2009), blieb die Arbeitslosenquote in Deutschland bisher konstant; dies obwohl der deutsche Arbeitsmarkt in den vergangenen Jahren in vielen Belangen deutlich flexibilisiert wurde (bspw. Leiharbeit). Das lässt darauf schließen, dass die Arbeitszeitkonten und die Kurzarbeit bisher äußerst erfolgreich imstande waren, ein Anwachsen der Arbeitslosenzahlen zu verhindern. Die geplante Ausweitung der Kurzarbeit von 18 auf 24 Monate und die weitere Vergünstigung für Unternehmen durch die volle Übernahme der Sozialversicherungsbeiträge nach sechs Monaten Kurzarbeit (auch ohne Weiterbildung) sind somit begrüßenswert. In einem normalen Abschwung würden solche Maßnahmen den Arbeitsmarkt erheblich stützen. Bei lang anhaltenden Krisen ohne klar erkennbare konjunkturelle Erholung ist allerdings zu befürchten, dass die Kurzarbeit – trotz der jüngsten Ausweitungen – Kündigungen überwiegend nur zeitlich verzögern, nicht aber verhindern kann. Auch laut Gemeinschaftsdiagnose (2009) wird das Instrument der Kurzarbeit mit zunehmender Dauer der Krise seine Wirkung verlieren und die Arbeitslosigkeit vor allem ab der zweiten Jahreshälfte 2009 massiv ansteigen. Nach gültiger Rechtslage und gemäß aktueller Konjunkturprognosen, welche von einer längeren Stagnation ausgehen, würde dies bedeuten, dass im Laufe des Folgejahres hunderttausende Personen in Hartz IV abrutschen.<sup>4</sup> Damit wären massive Einkommens- und möglicherweise Vermögensverluste verbunden, die die Binnennachfrage dramatisch schwächen. Eine auf die Krise befristete Ausweitung der Bezugsdauer des Arbeitslosengeldes stabilisiert dagegen die Einkommen betroffener Haushalte, die zudem eine hohe Konsumneigung aufweisen. Sobald

<sup>4</sup> Wobei die ehemaligen Arbeitslosengeldbezieher in den ersten zwei Jahren den Befristeten Zuschlag zum ALG II erhalten, welcher sich am Arbeitslosengeld und Wohngeld orientiert.

Abbildung 8

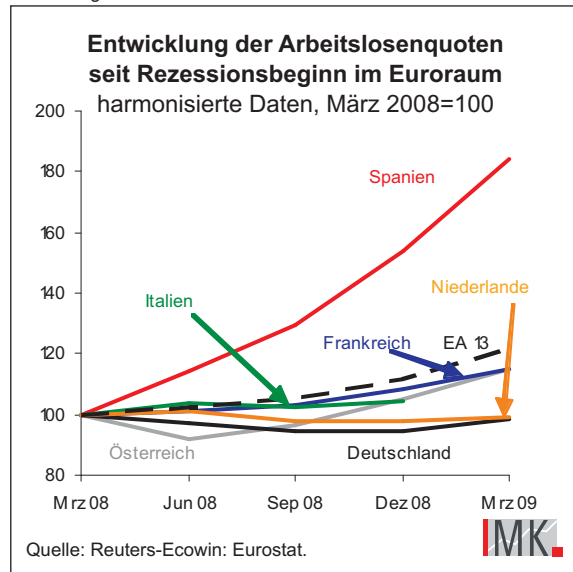


die wirtschaftliche Aktivität wieder an Fahrt gewinnt, sollte die Regelung aufgehoben und zum status quo ante zurückgekehrt werden.

In zahlreichen ökonomischen Arbeitsmarktmodellen führt eine lange Bezugsdauer des Arbeitslosengeldes zu negativen Anreizwirkungen und unnötig hoher Arbeitslosigkeit. Dabei wird postuliert, dass Arbeiter zwischen mehr Konsum, ermöglicht durch Erwerbsarbeit, und mehr Freizeit, ermöglicht durch Arbeitslosigkeit, rational abwägen, und so die für sie optimale Arbeitslosigkeitsdauer bestimmen. Ausgeblendet wird in solchen Modellen freilich die Möglichkeit, dass Arbeitslosigkeit durch Nachfragemangel entsteht. Hinzu kommt, dass solche Modelle auch die für die Betroffenen entstehenden „Kosten“ der Arbeitslosigkeit in Bezug auf Ansehen, Wohlbefinden, Gesundheit, Qualifikationsverlust etc. nicht betrachten. Es wird zumeist auch nicht berücksichtigt, dass die Arbeitslosenversicherung den Arbeitssuchenden ermöglicht, eine Beschäftigung zu suchen, die ihren Qualifikationen eher entspricht (OECD 2006, S. 56). Und schließlich wirkt eine Arbeitslosenversicherung in konjunkturellen Abschwüngen als automatischer Stabilisator und somit wachstumsstabilisierend (Blanchard 2003, Borjas 2005, S. 499). Im Übrigen ist der Zusammenhang zwischen der Bezugsdauer des Arbeitslosengeldes und

<sup>5</sup> Insbesondere für Deutschland finden einige Studien, dass Arbeitsmarktinstitutionen (wovon die Höhe und Bezugsdauer des Arbeitslosengeldes typischerweise die zentralste ist) nicht in der Lage sind, die deutsche Arbeitslosigkeit zufriedenstellend zu erklären. Bassanini/Duval finden: „In particular, the gradual pick up in unemployment in Germany since unification is not properly explained by either policy or control variables included in the analysis.“ (2006, S. 13). Analog kommen Nickell et al. zu dem Schluß: „They [changing labour market institutions] explain very little in Finland, Germany, New Zealand.“ (2005, S. 20).

Abbildung 9



der Arbeitslosigkeit, sowie die zugrunde liegende Kausalität empirisch nicht eindeutig (Blanchard/Katz 1997, S. 69, Baccaro/Rei 2007 und Howell/Rehm 2009).<sup>5</sup>

Möglich wäre eine Verlängerung der bisher maximal möglichen Bezugsdauer auf einheitlich zwei Jahre, unabhängig von den Beitragsjahren. Spezielle Maßnahmen sollten auch für junge Arbeitnehmer angedacht werden, welche aufgrund des kurzen Beschäftigungsverhältnisses keine Ansprüche auf das Arbeitslosengeld erworben haben. Hier könnte neben speziellen Ausbildungs- und Beschäftigungsoffensiven für Berufseinsteiger<sup>6</sup> der Kreis der Anspruchsberechtigten ausgeweitet werden. Da es sich bei solchen Leistungsausweitungen um konjunkturpolitische Maßnahmen handelt, ist eine Finanzierung über staatliche Zuschüsse, wie bei der Kurzarbeit, angebracht.

Die Anreizwirkung einer begrenzten Bezugsdauer des Arbeitslosengeldes kann allenfalls dann zum Zuge kommen, wenn sich die Arbeitsnachfrage wieder belebt – also nach der Krise. Dies aber wäre der Zeitpunkt, zu dem die alte Regelung wieder in Kraft träte.

In den gängigen Modellen des Arbeitsmarkts wird des Weiteren häufig angenommen, dass die Beschäftigung entscheidend von der Lohnhöhe abhängt. Demnach wären zu hohe Reallöhne schuld an der hohen Arbeitslosigkeit. Die gegenwärtige Krise, die weltweit nichts mit zu hohen Löhnen zu tun hat, enthüllt die Absurdität einer Verallgemeinerung dieser Theorien. Sie sind untauglich zur Erklärung der Krise und können deshalb auch nicht als Ratgeber zu ihrer

<sup>6</sup> Siehe hierzu die Beschäftigungsgesellschaften in Bayern, welche junge Arbeitnehmer und Studienabgänger aufnehmen, die aufgrund der Wirtschaftskrise keine feste Anstellung finden (vgl. FAZ vom 8.5.2009, S. 14).

Überwindung herangezogen werden.

Da die Beschäftigung in den nächsten Jahren deutlich zurückgehen dürfte, stellt sich die Frage, wie die Lohnpolitik adäquat auf diese Situation reagieren soll. In jedem Abschwung steigt die Arbeitslosigkeit, was die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften schwächt und in niedrigeren Lohnabschlüssen resultiert. Nach Meinung der Gemeinschaftsdiagnose ist das aber nicht genug, eine zusätzliche Lohnmoderation wäre demnach beschäftigungssteigernd (Gemeinschaftsdiagnose 2009, S. 51ff.). Eine schwache Lohnentwicklung kann zwar dämpfend auf die Entwicklung der Lohnstückkosten einwirken, was wiederum die internationale Wettbewerbsfähigkeit und die Absatzchancen eines Landes im Ausland verbessern kann. Allerdings ist dies in einer globalen Krise nichts anderes als die im ersten Kapitel beschriebene und zum Scheitern verurteilte Kostendeflation (Stiglitz 2009).

Die These, dass Lohnzurückhaltung per se zu mehr Beschäftigung und Wohlstand führt, ist schon in normalen Zeiten empirisch fragwürdig (Joebges et al. 2008). Im Umfeld einer Weltwirtschaftskrise mit Risiken einer Deflationsspirale stellt sich die Frage nach der adäquaten Lohnpolitik aber anders als in normalen Zeiten. Im Kontext einer globalen Rezession, verursacht durch einen massiven Nachfrageausfall, führt die Lohnsenkungspolitik auf nationaler wie internationaler Ebene nicht zu Kostenvorteilen, da alle Unternehmen gleichzeitig ihre Lohnkosten zu reduzieren suchen. Die Lohnsenkungspolitik führt aber zu einem Rückgang der verfügbaren Einkommen der Haushalte, was die Absatzchancen der Unternehmen weiter schmälert, und den Druck zu Kostensenkungen erhöht (De Grauwe 2009). Hierdurch kann eine deflationäre Abwärtsspirale wie in Japan Ende der 1990er Jahre entstehen (Krugman 2009).

Eine Lohnentwicklung, orientiert am langfristigen Produktivitätstrend, wirkt deflationären Tendenzen entgegen und stabilisiert die Nachfrage. Hiervon profitieren letztlich auch die Unternehmen.

Die Lohnsetzung ist Sache der Tarifparteien. Die Wirtschaftspolitik kann aber unterstützend tätig werden. Eine Maßnahme, die deflationären Lohntendenzen entgegenwirkt, ist die Festsetzung eines allgemeinen Mindestlohnes. Dies ist insbesondere dann wichtig, wenn, wie in der derzeitigen Krise, die Löhne unter Druck zu geraten drohen. Eine abwärts gerichtete Lohnspirale wäre makroökonomisch fatal. Die Wirtschaftspolitik muss dem entgegenwirken.

### **Die nächsten Schritte**

Es mehren sich die Stimmen, die das Ende der Krise verkünden oder zumindest behaupten, das Schlimm-

ste sei vorüber. Notwendig anstelle weiterer Stabilisierungsmaßnahmen sei nun, bald eine Exit-Strategie aus der expansiven Wirtschaftspolitik zu finden, die insbesondere die hohe Verschuldung der öffentlichen Hand zurückführt und vor allem Inflation vermeidet.

Diese Einschätzungen könnten sich als folgenreicher Irrtum erweisen, der sich im Kern aus jenem Denken speist, das vor der Krise dominierend war: Märkte seien aus sich heraus stabil und es bedürfe keiner staatlichen Interventionen. Genau diese Sichtweise ist aber durch die gegenwärtige Krise widerlegt worden. Es bedarf vielmehr einer massiven wirtschaftspolitischen Anstrengung auf globaler Ebene, um die Krise zu überwinden, ohne dass Millionen von Menschen weltweit ihre Arbeit und ihr Einkommen verlieren. Erst danach sind Konzepte für die Rückführung der Staatsverschuldung und die Vermeidung von Inflation gefragt.

Die bisherigen Impulse seitens der Geld- und Fiskalpolitik, die zwar in Deutschland über dem EU-Durchschnitt lagen, aber in der EU insgesamt deutlich geringer ausfielen als in den USA, dürften allenfalls ausgereicht haben, um den freien Fall der Produktion, der im Exportland Deutschland besonders dramatisch war, allmählich abzufangen. Damit würde die Wirtschaftsentwicklung auf einen Pfad der Stagnation einschwenken, auf dem gleichwohl die Arbeitslosigkeit fortwährend steigen würde. Dies gilt insbesondere, wenn der Puffer Kurzarbeit, der den Anstieg der Arbeitslosigkeit in Deutschland bisher begrenzt hat, nicht mehr ausreichen würde.

Aus diesem Grund ist eine zweite Phase der Stabilisierungspolitik notwendig, bei der Geld- und Fiskalpolitik durch eine prononcierte Anti-Deflationpolitik bzw. durch ein drittes Konjunkturprogramm, das zumindest europäisch koordiniert sein sollte, die Wirtschaft wieder auf Wachstumskurs bringt. Dazu gehört auch, dass die Finanzmärkte neu strukturiert werden. Wichtig ist, dass den Regulierungsversprechen nun endlich Taten folgen. Ansonsten besteht die Gefahr, dass die stabilitätswidrigen Praktiken seitens der Banken einfach fortgesetzt werden und der Keim für die nächste Bankenkrise schon gelegt ist. Bis die Regulierungen in Kraft sind, sollte der Staat über entsprechende Eigentumstitel, wo dies möglich ist, seinen Einfluss auf die Geschäftspolitik ausüben, um derartiges zu verhindern. Erst wenn diese skizzierte wirtschaftspolitische Dreifach-Kombination zur Anwendung kommt, kann die Krise überwunden werden.

Es wäre freilich eine Illusion anzunehmen, die Welt würde nach der Krise wieder so aussehen wie zuvor. Dies betrifft nicht nur die Finanzmärkte, deren Bedeutung insgesamt wohl eher abnehmen dürfte. Es stellen sich vielmehr eine Reihe noch weitgehend offener Fra-

gen, die vor allem die Wurzeln der Krise betreffen, die es zu veröden gilt. Wie kann die wachende Ungleichheit in den großen Volkswirtschaften und damit das Bilden von potenziellem Spekulationskapital überwunden werden? Und wie die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte? Kann Deutschland seine Wachstumsstrategie über ständig steigende Wettbewerbsfähigkeit, die im Kern auf niedrigen Lohnzuwächsen beruht, um seine Exporte zu erhöhen, unter diesen Umständen fortsetzen? Wie können die Staaten ihren Schuldenstand, der durch die Krise angehäuft wurde, wieder reduzieren, ohne dass eine neue globale Rezession oder Inflation entsteht?

Diesen Fragen, deren Beantwortung entscheidend für die künftige Entwicklung der Volkswirtschaften sein wird, soll in weiteren IMK Reports nachgegangen werden. Es gilt, die verborgenen Wege für die künftige weltwirtschaftliche Entwicklung zu entdecken.

## Literatur:

**Baccaro, L./Rei, D. (2007):** Institutional determinants of unemployment in OECD countries: Does the deregulatory view hold water?, International Organisation 61, pp. 527-569.

**Bassanini, A./Duval, R. (2006):** Employment Patterns in OECD countries: Reassessing the role of policies, OECD Economics Department Working Papers, 486.

**Blanchard, O. (2003):** Monetary policy and unemployment (<http://econ-www.mit.edu/files/731>).

**Blanchard, O./Katz, L. (1997):** What do we know and do not know about the natural rate of unemployment, Journal of Economic Perspectives, 11/1, pp. 51-72.

**Borjas, G. (2005):** Labor Economics, 3. Auflage, Boston: McGraw-Hill.

**Carone, G./Koopman, G. J./Pichelmann, K. (2009):** Labour market prospects and policies to soften the impact of the financial crisis, ECFIN Economic Brief, No. 1, May.

**CEPR (2009):** Euro area in recession since January 2008 ([http://www.cepr.org/press/releases/2009/Dating\\_Committee\\_Press\\_Release31032009.pdf](http://www.cepr.org/press/releases/2009/Dating_Committee_Press_Release31032009.pdf)).

**De Grauwe, P. (2009):** Keynes' savings paradox, fisher's debt deflation and the banking crisis ([http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/DeGrauwe/PDG-papers/Work\\_in\\_progress\\_Presentations/Flow-Stock%20Deflations.pdf](http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/DeGrauwe/PDG-papers/Work_in_progress_Presentations/Flow-Stock%20Deflations.pdf)).

**DER SPIEGEL (2009):** Sind alle verrückt geworden?, Streitgespräch zwischen Stefan Homburg und Bert Rürup, DER SPIEGEL 5/2009.

**Deutsche Bundesbank (2007):** Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2007, Statistische Sonderveröffentlichung 4, Frankfurt am Main, Juni.

**DIW (2008):** Realwirtschaftliche Auswirkungen der Krise beherrschbar, DIW-Wochenbericht 43/2008.

**Dünhaupt, P./Hein, E./van Treeck, T.(2007):** Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in Deutschland aus makroökonomischer Perspektive, IMK Studies Nr. 05/2007.

**European Commission (2009):** Economic Forecast, Spring, European Economy, 3/2009.

**Franke, R./Flaschel, P./Proaño, C. (2008):** On equilibrium determinacy in new Keynesian models with staggered wages and prices, B.E. Journal of Macroeconomics, Art. 31.

**Focus (2009):** Nur so schützen Sie sich vor Inflation, Nr. 19, 4.5.2009, München.

**Focus Money Online (2009):** Thomas Straubhaar, Star-Ökonom rechnet mit Horror-Inflation, 20.02.09 ([http://www.focus.de/finanzen/boerse/finanzkrise/thomas-straubhaar-star-oekonom-rechnet-mit-horror-inflation\\_aid\\_373180.html](http://www.focus.de/finanzen/boerse/finanzkrise/thomas-straubhaar-star-oekonom-rechnet-mit-horror-inflation_aid_373180.html)).

**Galí, J. (2008),** Monetary policy and the business cycle, A new Keynesian approach, Princeton University Press, Princeton.

**Gemeinschaftsdiagnose (2009):** Im Sog der Weltwirtschaft – Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr.

**Guhu, K. (2009):** Fed study puts ideal interest rate at -5%, Financial Times, 27 April.

**Horn, G. (2008):** Keynesianismus in diesen Zeiten, in: Harald Hagemann, Gustav Horn, Hans Jürgen Krupp: Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht, Festschrift für Jürgen Kromphardt, Metropolis: Marburg.

**Horn, G./Tober, S. (2007):** Wie stark kann die deutsche Wirtschaft wachsen? Zu den Irrungen und Wirrungen der Potenzialberechnung, IMK Report 17, Januar 2007.

- Horn, G./Logeay, C./Zwiener, R. (2008a):** Wer profitierte vom Aufschwung?, IMK Report 27, März 2008.
- Horn, G./Joebges, H./Logeay, C./Sturn, S. (2008b):** Frankreich: Ein Vorbild für Deutschland? – Ein Vergleich wirtschaftspolitischer Strategien mit und ohne Mindestlohn, IMK Report 31, September 2008.
- Horn, G./Niechoj, T./Proaño, C./Truger, A./Vesper, D./Zwiener, R. (2008c):** Die Schuldenbremse – eine Wachstumsbremse?, IMK Report 29, April 2008.
- Horn, G./Joebges, H./Kamp, L./Krieger, A./Sick, S./Tober, S. (2009a):** Gesamtwirtschaftliche Stabilität durch bessere Regulierung – Vorschläge für eine Neuordnung der Finanzmärkte, IMK Report 36, Januar 2009.
- Horn, G./Hohlfeld, P./Truger, A./Zwiener, R. (2009b):** Höheres Tempo erforderlich. Zu den Wirkungen des Konjunkturpakets II, IMK Policy Brief, Januar.
- Horn, G./Truger, A./Proaño, C. (2009c):** Stellungnahme zum Entwurf eines Begleitgesetzes zur zweiten Förderalismusreform BT Drucksache 16/12400 und Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Grundgesetzes BT Drucksache 16/12410, IMK Policy Brief, Mai 2009.
- Howell, D./Rehm, M. (2009):** Unemployment compensation and high european unemployment: A reassessment with new benefit indicators, PERI Working Paper 201.
- Joebges, H./Logeay, C./Peters, D./Stephan, S./Zwiener, R. (2008):** Deutsche Arbeitskosten steigen im europäischen Vergleich nur gering, Auswertung der aktuellen Eurostat-Statistik, IMK Report 34, November 2008.
- Keynes, J. M. (1936):** The general theory of employment, interest and money, Cambridge University Press.
- Kromphardt, J. (1998):** Arbeitslosigkeit und Inflation, 2. Aufl., Kapitel I, Göttingen.
- Krugman, P. (2008):** The conscience of a liberal, Penguin, London.
- Krugman, P. (2009):** Falling wage syndrome, (<http://www.nytimes.com/2009/05/04/opinion/04krugman.html>).
- Leigh, A. (2008):** How closely do top income shares track other measures of inequality? The Economic Journal 117: F 589-F 603.
- Logeay, C./Zwiener, R. (2008):** Deutliche Realeinkommensverluste für Arbeitnehmer: Die neue Dimension eines Aufschwungs, WSI-Mitteilungen Heft 8/2008.
- Lucas, R. E. jr (1979):** An equilibrium model of the business cycle, Journal of Political Economy 83, pp. 113-144.
- Lucas, R. E. jr. (1981):** Studies in business-cycle theory, Cambridge/Mass, London.
- Mankiw, N. G./Romer, D. (1991) (edp.):** New Keynesian economics, MIT Press, Cambridge, MA.
- Nickell, S./Nunziata, L./Ochel, W. (2005):** Unemployment in the OECD since the 1960, what do we know?, The Economic Journal 115, 500, pp. 1-27.
- OECD (2006):** OECD Employment Outlook: Boosting jobs and incomes, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2008):** Growing unequal? Income distribution and poverty in OECD countries, Paris.
- Piketty, T./Saez, E. (2003):** Income inequality in the United States 1913-1998, Quarterly Journal of Economics 118: 1-39.
- Stiglitz, J. (2009):** Green shoots? Don't speak too soon. In spite of some spring sprouts in the US economy, we should prepare for another dark winter (<http://www.guardian.co.uk/commentisfree/cifame->

---

Herausgeber: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Telefon 0211 7778-111, Fax 0211 7778-112, E-Mail [info@imk-boeckler.de](mailto:info@imk-boeckler.de), <http://www.imk-boeckler.de>  
 2009, 11. Mai 2009 (<http://www.imk-boeckler.de/2009/05/11/green-shoots-us-economy>).

**Redaktionsleitung:** Prof. Dr. Gustav A. Horn  
**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

**Druck:** Setzkasten GmbH, Kreuzbergstraße 56, 40489 Düsseldorf  
 ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.

**Hans Böckler  
 Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.