

Franz, Wolfgang

**Article — Published Version**

## Von der Finanzkrise in die Rezession

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Franz, Wolfgang (2008) : Von der Finanzkrise in die Rezession, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 88, Iss. 12, pp. 792-795, <https://doi.org/10.1007/s10273-008-0873-8>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/43018>

**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.*

# Finanzkrise – Schadensbegrenzung in der Realwirtschaft

*Die durch die Finanzmarktkrise ausgelösten Probleme greifen derzeit rasch auf die realwirtschaftliche Ebene über. Wie verhalten sich Finanz- und Konjunkturkrise zueinander? Kann und sollte man die drohende Rezession jetzt mit Mitteln der Wirtschaftspolitik bekämpfen? Welche Instrumente sind geeignet? In welcher Dimension und in welchem Zeitrahmen sollte die Wirtschaftspolitik handeln? Was ist von dem Konjunkturpaket der Bundesregierung zu halten?*

Ulrich Blum, Udo Ludwig

## Übertragung der Probleme auf die realwirtschaftliche Ebene

Die gegenwärtige Krise besitzt eine starke Stimmungskomponente. Da ohnehin, wie Ludwig Erhard (1957) betonte, Wirtschaftspolitik zur Hälfte Psychologie ist, muss auf diese besonders eingegangen werden.<sup>1</sup> Die *erste Krisenwelle* wurde in erheblichem Maße über „Stimmungskanäle“ verbreitet, hat ihre Ursache in den USA und wurde deshalb in Europa zunächst wenig ernst genommen. Ihre ersten Anzeichen waren sich häufende finanzielle Schieflagen von US-amerikanischen Hypothekenbanken ab dem Jahr 2006, die zunächst weitgehend schadensfrei am Ausland vorbeizugehen schienen. Das liegt auch daran, dass die Tiefe und Tragweite der Probleme unbekannt waren. Es wurde zunächst vor allem amerikanisches und nicht internationales bzw. europäisches Vertrauenskapital vernichtet. Daher war die Funktionsfähigkeit des europäischen, insbesondere des deutschen Bankensystems kaum eingeschränkt, das Problem wurde mit einer gehörigen Portion Attentismus angegangen. Das änderte sich erst, als europäische Banken

in Schieflage gerieten, zunächst die Sächsische Landesbank, später dann die IKB/KfW. Aber auch von dieser *zweiten Welle* gingen nur geringe reale Effekte aus, weil das Problem als eingrenzbar und beherrschbar erschien. Erst mit der *dritten Welle*, an deren Spitze vermutlich aus deutscher Sicht die Bayerische Landesbank stand, international die Insolvenz von Lehman Brothers zu nennen ist, schlägt die psychologische Krise real durch, weil sich nunmehr die Banken untereinander kein Geld mehr liehen und die Zentralbanken als Geldgeber einsteigen mussten, um die Märkte liquide zu halten. Faktisch ist dies bis heute nur begrenzt gelungen. In Europa wird in erheblichem Maße die gegen Sicherheit von der EZB ausgeliehene Liquidität bei dieser in Form von Einlagenfazilitäten wieder angelegt. So stieg letztere in den Monaten September bis Oktober von fast 0 auf reichlich 200 Mrd. Euro.

Diese psychologischen Effekte werden für die gegenwärtige Krise immer relevanter sein, weil sie permanentes und globales Misstrauen säen, was bei früheren Finanzkrisen nicht der Fall war – da konnten die

Probleme weitgehend auf einige Staaten in Asien oder Südamerika eingegrenzt werden, um diese dann mit relativ harten Maßnahmen, die sozial erheblich durchschlugen, zur Anpassung zu zwingen. Das funktioniert nun wegen der Globalität nicht mehr, aber auch deshalb, weil die Staaten an vorderster Front, nämlich Mitteleuropa und USA, dies gesellschaftlich wohl kaum akzeptieren.

Schließlich schwappte die vom Finanzsektor ausgehende Vertrauenskrise auf die reale Ökonomie über. In einer modernen Ökonomie mit wachsender Durchdringung von Geld-, Kredit- und Güterkreisläufen überrascht dies nicht, zumal sich der konjunkturelle Abschwung der Weltwirtschaft auch ohne Krise an den Finanzmärkten im Frühjahr 2008 bereits ankündigte.

### Wirtschaftspolitische Optionen

Analysiert man die gegenwärtige Lage und sucht, darauf aufbauend, nach wirtschaftspolitischen Handlungsmöglichkeiten des Staats, so sind folgende Entwicklungen im Umfeld zunächst festzuhalten:

- Durch das Ende der Spaltung der Welt in konkurrierende Blöcke

<sup>1</sup> L. Erhard: Wohlstand für alle, Econ Verlag, Düsseldorf/Wien 1957.

(durch den Fall der Mauer) und damit durch ein vermutetes „Ende der Geschichte“<sup>2</sup> verringerten sich die nicht diversifizierbaren Risiken der Welt dramatisch, was bei gegebenen Zahlungs- und insbesondere Gewinnströmen ein Anwachsen der zuzurechnenden Vermögenswerte auslösen musste.<sup>3</sup> Das führte zu einer Ausweitung der weltweiten Kreditgrundlagen. Diese Entwicklung schwächte sich erst mit den Terroranschlägen in New York („9-11“) ab.

- In den vergangenen zehn Jahren fand eine erhebliche Veränderung der internationalen Arbeitsteilung statt. Aus deutscher Sicht war vor allem die massive Verbesserung der eigenen internationalen Wettbewerbsfähigkeit, die auch zu Lasten der Binnennachfrage ging, ein wichtiger Eckpunkt. Der eindrucksvolle Auftritt der „emerging markets“ in der Weltwirtschaft erzeugte dort erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse. Insbesondere China trug durch die massive Ausfuhr preiswürdiger Produkte zur Stabilisierung des Weltpreinsniveaus für handelbare (Konsum-) Güter bei, so dass die Liquiditätsüberschüsse nicht inflationär wirksam wurden. Dies änderte sich erst, als der Aufschwung die Rohstoffmärkte unter Druck setzte.
- Die US-amerikanische Wirtschaft profitierte durch eine erhebliche monetäre Expansion, die seit den späten neunziger Jahren zunächst als Gegenstück zum starken Produktivitätsanstieg angesehen wurde und die deshalb und wegen der oben genannten Gründe das Preis- und Lohngefüge nicht

<sup>2</sup> F. Fukuyama: Das Ende der Geschichte, München 1992.

<sup>3</sup> U. Blum: Risiko aus volkswirtschaftlicher Sicht, in: W. Gleißner, G. Meier (Hrsg.): Wertorientiertes Risiko-Management für Industrie und Handel, Wiesbaden 2001, S. 409-425.

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Ulrich Blum, 54, ist Präsident des Instituts für Wirtschaftsforschung Halle; Prof. Dr. Udo Ludwig, 65, ist Leiter der Abteilung Makroökonomik des IWH.*

*Prof. Dr. Thiess Büttner, 42, ist Bereichsleiter Öffentlicher Sektor am ifo Institut für Wirtschaftsforschung in München; Prof. Dr. Kai Carstensen, 37, ist Bereichsleiter Konjunktur und Befragungen im ifo.*

*Dr. Roland Döhrn, 52, ist Leiter des Kompetenzbereichs „Wachstum und Konjunktur“, Prof. Dr. Christoph M. Schmidt, 45, ist Präsident des Rheinisch-Westfälischen Instituts für Wirtschaftsforschung (RWI) in Essen.*

*Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Wolfgang Franz, 64, ist Präsident des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim und Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.*

*Prof. Dr. Gustav A. Horn, 54, ist wissenschaftlicher Direktor des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung in Düsseldorf; Dr. Heike Joebges, 39, ist Leiterin des Referates „Internationale Konjunkturanalyse und -prognose“ und Dr. Achim Truger, 39, Leiter des Referates „Steuer und Finanzpolitik“ im IMK.*

*Prof. Dr. Joachim Scheide, 59, ist Leiter des Prognose-Zentrums am Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel.*

*Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann, 55, ist Direktor des Bonner Instituts zur Zukunft der Arbeit (IZA) und Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin).*

inflationär aufblähte.<sup>4</sup> Banken konnten die Margen erhöhen, die Überkonsumtion und damit das Leistungsbilanzdefizit erschienen als problemlos finanzierbar, und auch das vor allem durch den Irakkrieg ausgelöste Haushaltsdefizit schien langfristig die Stabilität nicht zu untergraben. Die Vermögenswertsteigerungen im Immobilienmarkt setzten, gefördert durch das politisch gewollte Aufweichen der Risikostandards bei Immobilienkrediten, eine Aufwärtsspirale in Gang. Mit Sicherheit spielt auch der hohe gesellschaftliche Wert „des eigenen Hauses“ in den USA eine wichtige Rolle und der Wunsch der amerikanischen Mittelschicht, sich durch Teilnahme am Vermögensboom angesichts der sichtbaren Bedrohung der sozialen Position in der Vermögensposition zu stabilisieren. Durch die Preissteigerungen bei Rohstoffen, insbesondere auch bei Rohöl, geriet dieses Gefüge unter Druck. Damit setzte ab dem Jahr 2006 zunächst langsam, dann beschleunigt eine Entwicklung ein, die erst zum Zusammenbruch der Hausfinanzierungsmärkte führte und schließlich das gesamte Finanzsystem unter systemischen Existenzdruck setzte.

- Bereits mit dem Ausgang des Frühjahrs 2008 schwächte sich die Entwicklung der Weltwirtschaft ab. Dies betraf insbesondere die drohende Rezession in den USA und in einigen Ländern Westeuropas, aber auch die Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums in den großen Schwellenländern. Schließlich wirkte sich das auf die Exportnationen aus, die, wie Deutschland, einen großen Beitrag zu ihrem nationalen Produktivitätsanstieg aus dem Auslandsgeschäft generieren.

<sup>4</sup> L.T. Orlowski: Stages of the Ongoing Global Financial Crisis: Is there a Wandering Asset Bubble, IWH-Diskussionspapiere Nr. 11, Halle 2008.

Aus dieser Konstellation folgt zunächst, dass spezifische konjunkturelle und strukturelle, also in der internationalen Arbeitsteilung liegende Kriseneffekte die gegenwärtige Problemlage bestimmen. Deutsche Wirtschaftspolitik kann derartige internationale Verwerfungen nicht aus eigenem Handeln heraus korrigieren. Hier sind institutionelle Änderungen in der internationalen Regulierung erforderlich, die das mehrstufige „Prinzipal-Agent-Problem“ lösen müssen. Hier werden vor allem individuelle Haftungsregeln im Vordergrund stehen müssen, weil die erheblichen Informationsasymmetrien, auch durch nationale Kulturelemente verstärkt, angesichts der Innovationsdynamik in der Finanzbranche kaum überwunden werden können.

#### Geeignete Instrumente

Für Deutschland ist die drohende Rezession nicht hausgemacht, sondern zu einem Großteil ein Import der Konjunkturschwäche im Ausland. Die Eigentümlichkeit des vergangenen Konjunkturzyklus mit dem Export als der treibenden Kraft bringt es mit sich, dass die inzwischen deutlich sinkende Nachfrage nach Exportgütern auf die Sachinvestitionen überschwappen wird. Der private Konsum dürfte trotz rückläufiger Inflation seine sonst übliche konjunkturelle Antriebskraft in der Spätphase des Zyklus nicht entfalten können, wenn die Rezession in kurzer Zeit den Arbeitsmarkt erreicht und die

Erwerbseinkommen auch nominal nicht mehr zunehmen. In der gegebenen Lage, die starke Bezüge zu einer keynesianischen Liquiditätsfalle besitzt, sollten fiskalische Maßnahmen Anpassungsprozesse, die ohnehin in der Krise ablaufen, nicht blockieren. Das würde dringende Problemlösungen, beispielsweise in der Fahrzeug- oder der Mikroelektronikindustrie, nur verzögern. Ohnehin ist Deutschland aus technologischer Sicht in fast allen Bereichen in hohem Maße wettbewerbsfähig, so dass es keinesfalls Auslöser von finanziellen Rettungswettläufen sein darf. Wirtschaftspolitische Maßnahmen sollten daher vor allem in Sektoren mit nicht handelbaren Gütern ansetzen, die zudem den Vorteil besitzen, Anschubeffekte vor allem im eigenen Land auszulösen.

Neben beherztem fiskalischem Handeln – und hier bietet sich die Bauwirtschaft an – ist es ebenso wichtig, „regulatorisches Vertrauen“ wiederzugewinnen. Dessen immenser Stellenwert erfordert vor allem ein Stabilisieren der Erwartungen, eine alte Forderung für gute „Soziale Marktwirtschaft“.<sup>5</sup> Dies bedeutet auch, dass die innere Logik der gegenwärtigen Maßnahmen – national und international – sichtbar werden muss. Das ist sie nicht! Psychologische Faktoren gewinnen auch hier zunehmend an Bedeutung, weil die National-

<sup>5</sup> W. Eucken: Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen – Zürich 1960, (Erstauflage 1952).

staaten, die auch internationales Handeln legitimieren müssen, öffentlich über Maßnahmen diskutieren, die mindestens zwei Kollateralschäden auslösen können:

- Sie können Attentismus erzeugen, weil alle auch mit geplanten wirtschaftlichen Maßnahmen warten, bis sie von Hilfgeldern profitieren – je länger gewartet wird, desto schwieriger wird die Lage und desto erforderlicher wird die Rettung – das System schaukelt sich auf. In Deutschland wird das vor dem Hintergrund der Debatte, mit welchen Steuerermäßigungen oder Konsumgutscheinen geholfen werden soll, deutlich. Auf europäischer Ebene erzeugt die Zinssenkung, der noch weitere Zinssenkungen folgen dürften, ein abwartendes Verhalten bei allen, die sich verschulden wollen. Damit wird die keynesianische Liquiditätsfalle immer virulenter.
- Die psychologisch begründeten Gefahren erfordern damit stetig wachsende Stabilisierungsanstrengungen, weil nicht nur die Erwartungen eines deflationierenden Preissystems zu brechen sind, sondern auch die Mittel, Verluste in der Wirtschaftsleistung zu kompensieren, immer größer werden müssen.

Nicht endlose Debatten um die Instrumente einer Konjunkturpolitik sind das Gebot der Stunde sondern Handeln im Interesse der Wachstumsperspektiven.

Thiess Büttner, Kai Carstensen

## Stabilisierungsbeitrag der Finanzpolitik

Die Weltwirtschaft befindet sich gegenwärtig in einem dramatischen Abschwung. Viele Länder steuern auf eine Rezession zu oder

finden sich bereits darin. In der Öffentlichkeit wird als Auslöser für diese Entwicklung häufig allein die Bankenkrise genannt. Tatsächlich

sind aber die Gründe dafür vielschichtiger.

Aus zyklischer Sicht war ein Abschwung nach einem fast fünf

Jahre währenden weltweiten Boom zu erwarten, wenn auch weitaus weniger ausgeprägt als nun zu beobachten. Zudem hat die Preishausse bei Rohstoffen und Nahrungsmitteln eine erhebliche Bremswirkung entfaltet, die bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt nachwirkt, auch wenn die Preise seit dem Sommer 2008 wieder kräftig gesunken sind. Schließlich haben einige europäische Länder mit hausgemachten Problemen zu kämpfen. Beispielsweise befinden sich Spanien, Großbritannien und Irland in einer heftigen Immobilienkrise.

### **Auslöser der Krise**

Es ist aber davon auszugehen, dass die Folgen der US-Immobilienkrise die Weltwirtschaft am stärksten in Mitleidenschaft gezogen haben. Diese Krise ist das Symptom einer strukturellen Fehlentwicklung in den USA, wo der private Konsum über Jahre auf Kosten der Ersparnis ausgeweitet wurde. Die Haushalte konnten dies durch die übermäßige Aufnahme von Krediten finanzieren, die aufgrund der lockeren Geldpolitik mit niedrigen Zinsen ausgestattet waren und durch ausländische Kapitalimporte gedeckt wurden. So stieg das Leistungsbilanzdefizit der USA auf bis zu 6% des Bruttoinlandsprodukts. Spiegelbildlich stiegen die Nettoexporte in die USA und verstärkten den weltweiten Aufschwung.

Am US-Immobilienmarkt entstand infolge der niedrigen Zinsen und der leicht verfügbaren Kredite eine Preisblase, deren fehlende Nachhaltigkeit spätestens mit dem Zusammenbruch des Subprime-Segments im US-Hypothekenmarkt Mitte 2007 offenbar wurde. Die daraufhin einsetzende Abwärtskorrektur der Hauspreise belastet zunehmend den privaten

Konsum, die Bauinvestitionen wurden stark zurückgefahren. Diese kontraktiven Nachfrageimpulse haben über den Importkanal direkte und indirekte Rückwirkungen auf praktisch alle am Welthandel teilnehmenden Volkswirtschaften. Speziell exportstarke Länder wie Deutschland, China oder Japan sind davon betroffen.

Die Situation wird verschlimmert durch die ebenfalls vom US-Immobilienmarkt ausgehende Krise an den internationalen Finanzmärkten, die zu Abschreibungen und Wertberichtigungen insbesondere in den Bilanzen amerikanischer und europäischer Finanzinstitute geführt hat. In vielen Ländern konnte ein Kollaps des Bankensystems nur durch staatliche Interventionen verhindert werden. Als Reaktion verschärfen die Banken zunehmend ihre Kreditvergabebedingungen für Haushalte und Unternehmen. Ob diese Entwicklung in eine Kreditklemme mündet, ist derzeit nicht absehbar, aber zumindest nicht ausgeschlossen. Auch die Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt ist mittlerweile ins Stocken geraten.

Insgesamt zeigt sich, dass der gegenwärtige weltwirtschaftliche Abschwung als Folge einer Überhitzung verstanden werden kann, die durch eine expansive Geldpolitik und die hohe Importnachfrage der USA begünstigt wurde und zu schnell steigenden Preisen bei Rohstoffen und bei Immobilien geführt hat. Der Zusammenbruch des US-Hypothekenmarktes hat dann dem Boom ein jähes Ende gesetzt. Die Bankenkrise ist dabei als ein wichtiger Transmissionskanal zu verstehen, der insbesondere bewirkt, dass wir es nicht mit einem durchschnittlichen Abschwung sondern mit einer Rezession zu tun haben.

### **Eintrübung der mittelfristigen Perspektive**

Zudem ergibt sich aus der weltwirtschaftlichen Entwicklung auch eine Eintrübung der mittelfristigen Perspektive. Wenn die vergangenen Jahre durch eine weltweite konjunkturelle Überhitzung gekennzeichnet waren, so ist für die kommenden Jahre mit einer wesentlich moderateren Entwicklung zu rechnen, speziell in den USA, wo der Konsumanteil am Bruttoinlandsprodukt und damit auch der Importüberschuss zurückgeführt werden müssen. Der Welthandel wird dann nicht im zuletzt zu beobachtenden Tempo expandieren, was die deutschen Nettoexporte auch mittelfristig drücken dürfte.

Für Deutschland legt diese Diagnose nahe, dass ein wichtiger Ansatzpunkt zur Bekämpfung der Krise darin besteht, die Banken zu rekapitalisieren und das Vertrauen zwischen den Marktteilnehmern soweit wieder herzustellen, dass die Kreditvergabe reibungslos funktioniert. Die staatlichen Maßnahmen haben dies bisher nur bedingt erreicht. Zwar konnten in Deutschland größere Bankinsolvenzen vermieden werden, doch haben bisher nur wenige Institute staatliche Garantien und Eigenkapitalspritzen beantragt. Dies mag darin begründet sein, dass Banken die negative Signalwirkung eines solchen Antrags fürchten. Die zögerliche Haltung der EU Kommission bei der Genehmigung dürfte aber auch eine Rolle gespielt haben.

### **Beitrag der Finanzpolitik zur Stabilisierung**

Was die konjunkturelle Situation anbelangt, stellt sich aber die Frage, mit welchen Mitteln der Einbruch abgemildert werden kann. Der deutlich nachlassende

Inflationsdruck ermöglicht den Zentralbanken zwar, die monetäre Politik expansiv zu gestalten. Entsprechend hat die EZB jüngst auch die Leitzinsen massiv gesenkt. Aufgrund der Probleme auf den Finanzmärkten ist jedoch die Wirksamkeit der Geldpolitik gegenwärtig eingeschränkt. Vor diesem Hintergrund ist zu fragen, welchen Beitrag die Finanzpolitik zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Situation leisten kann. Unstrittig ist, dass zur Stimulierung der Konjunktur kurzfristig ein Staatsdefizit in Kauf genommen werden muss. Entsprechend hat sich die Bundesregierung auch bereits entschlossen, das für 2011 anvisierte Ziel des ausgeglichenen Haushaltes auszusetzen. Zusätzlich hat die Bundesregierung ein Maßnahmenpaket auf den Weg gebracht. Es beinhaltet verschiedene Initiativen im Bereich der Verkehrsinfrastruktur und der regionalen Wirtschaftspolitik. Daneben wurde eine Reihe von steuerlichen Maßnahmen beschlossen, so die befristete Einführung der degressiven Abschreibung in Höhe von höchstens 25% für 2009 und 2010, eine Anhebung des Höchstbetrags für die steuerliche Berücksichtigung von Handwerkerleistungen und eine befristete Kfz-Steuerbefreiung für bestimmte Neuwagen.

Aufgrund der beschlossenen Maßnahmen und der konjunkturellen Budgeteffekte wird bereits ohne ein weiteres Konjunkturprogramm das Staatsdefizit im Jahr 2010 auf voraussichtlich 2,9% des BIP steigen. Unter dem Eindruck der sich immer deutlicher abzeichnenden Rezession in Deutschland wird gegenwärtig verschiedentlich gefordert, darüber hinaus weitere Stabilisierungsmaßnahmen zu ergreifen. Allerdings werden die stabilisierenden Effekte der Fis-

kalpolitik oft überschätzt. Die viel betonte Multiplikatorwirkung ist nach einschlägigen Studien oft kaum größer als Eins. Zusätzliche Staatsausgaben oder temporäre Steuersenkungen in Höhe von einem Euro haben dann einen Effekt auf das BIP von nur einem Euro. Auch vor dem Hintergrund der schlechten Erfahrungen in anderen Ländern, beispielsweise in Japan, wo die verschiedenen finanzpolitischen Maßnahmen der 1990er Jahre zu einem massiven Anstieg der Verschuldung geführt haben, der die japanischen Bürger über Jahrzehnte hinaus stark belasten wird, sind deshalb hohe Anforderungen an eine wirksame Fiskalpolitik gestellt.

So ist zunächst zu berücksichtigen, dass der kontraktive Nachfrageschock im Ausland entstanden ist. Folglich sind die Exporte und die exportinduzierten Investitionen primär betroffen. Der deutschen Finanzpolitik bleibt daher eine ursachenadäquate Reaktion verwehrt. Selbst wenn die Finanzpolitik eine gesamtwirtschaftliche Stabilisierung im Inland erreicht, kann nicht verhindert werden, dass exportorientierte Firmen in Schwierigkeiten geraten und Beschäftigte entlassen. Aufgrund seiner hohen Außenhandelsverflechtung würde Deutschland demgegenüber stark von Konjunkturprogrammen in anderen Ländern profitieren. Diese gegenseitigen Effekte erfordern eine insbesondere auf europäischer Ebene koordinierte Finanzpolitik. Daher bestehen gegen fiskalpolitische Maßnahmen, die nicht im Umfang und in der Terminierung zwischen den EU-Mitgliedsländern koordiniert werden, erhebliche Vorbehalte.

Denkbar wäre eine Stärkung der privaten Nachfrage mit Hilfe von temporären Steuererleichterungen. Die Befürworter solcher Maßnah-

men hoffen, auf diese Weise die Binnennachfrage durch höhere Kaufkraft zu stärken, durch die Terminierung aber sicherzustellen, dass sich das strukturelle Defizit nicht erhöht. Dies ist bedeutsam, da die Erwartung mittel- und langfristig steigender Steuerlasten negative Impulse auslösen kann.

Natürlich würde auch eine auf einen längeren Zeitraum ausgelegte Entlastung geeignet sein, einen Nachfrageimpuls auszulösen, denn sie erhöht das permanente Einkommen und verbessert die Planungssicherheit. Vorstellbar wäre beispielsweise, den Anstieg der Einkommensteuerbelastung zurückzuführen, der sich in den letzten Jahren im Zuge der so genannten „kalten Progression“ eingestellt hat. Auch die Abschaffung des Solidaritätszuschlags käme in Betracht. Dass sich aus solchen steuerlichen Entlastungen Nachfrageimpulse ergeben, setzt allerdings eine glaubwürdige Strategie voraus, die erwarten lässt, dass mittelfristig auch die Ausgaben des Staates zurückgeführt werden. Allerdings ist die Rückführung der Budgetdefizite in den vergangenen Jahren zu einem guten Teil über die Einnahmeseite erfolgt ist. So liegt der Anstieg des Mehrwertsteuersatzes noch nicht lange zurück. Vor dem Hintergrund der bescheidenen Erfahrungen mit der Einschränkung der Staatsausgaben könnte man zwar argumentieren, dass nur durch eine dauerhafte Senkung der Steuerbelastung mittelfristig der notwendige Konsolidierungsdruck entfaltet wird. Um die konjunkturelle Wirksamkeit von Steuererleichterungen nicht durch eine Verunsicherung der Steuerpflichtigen zu gefährden, wäre jedoch heute schon eine Konzeption einzufordern, die mittelfristig eine Gegenfinanzierung enthält.

### Ansatzpunkte für weitere Impulse

Allerdings sind Steuerentlastungen nicht mit Nachfrageeffekten gleichzusetzen. Bei einer einnahmeseitig ansetzenden Fiskalpolitik besteht die Gefahr, dass ein Teil des Impulses in der Ersparnis versickert, wenn sich die Haushalte und Unternehmen trotz verbesserter Einnahmen mit dem Kauf von Gütern und Diensten zurückhalten. Gerade in einem besonders unsicheren konjunkturellen Umfeld, wie es gegenwärtig zu verzeichnen ist, dürfte dies der Fall sein. Insbesondere eine bloße Rückgewähr staatlicher Einnahmen beispielsweise durch die verschiedentlich vorgeschlagenen Steuerschecks impliziert dann eine Verschwendung gesellschaftlicher Ressourcen. Denn die Erhebung der Steuern bringt vor allem durch Ausweichreaktionen der Steuerpflichtigen erhebliche volkswirtschaftliche Zusatzkosten mit sich, die bei der Rückgewähr der Steuern an die Steuerzahler verloren sind.

Unter den gegebenen Bedingungen könnten daher fiskalpolitische Programme auf der Ausgabenseite des Staatshaushaltes wirksamer sein. Der Sachverständigenrat hat in seinem Herbstgutachten, ähnlich wie die Wirtschaftsforschungsinsti-

tute in der Gemeinschaftsdiagnose, auf die Möglichkeit solcher Maßnahmen hingewiesen.<sup>1</sup> So könnten das Wachstum fördernde Investitionen in Bildung, Forschung und Infrastruktur, welche ohnehin geplant sind, zügig durchgeführt werden. Natürlich kann es nicht darum gehen, unsinnige Projekte in Angriff zu nehmen, um ein großes Volumen zu erreichen. Vielmehr führt der konjunkturelle Abschwung dazu, dass sich die gesellschaftlichen Kosten der Finanzierung öffentlicher Leistungen verringern. Es lohnen sich also im Abschwung Projekte, die man in Boomzeiten nicht durchgeführt hätte. Ein Nachteil staatlicher Investitionsprogramme könnte allerdings darin bestehen, dass kurzfristig durchführbare Maßnahmen von zu geringem Umfang sind, um konjunkturelle Wirksamkeit zu entfalten. Auch wäre sicherzustellen, dass Mitnahmeeffekte bei den Gebietskörperschaften begrenzt sind und tatsächlich auch zusätzliche Investitionen getätigt werden.

Neben der Entfaltung von Nachfrageimpulsen ist die Finanzpolitik aber auch für die so genannten

<sup>1</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Deutschland am Rande einer Rezession, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008; und Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09.

automatischen Stabilisatoren von Bedeutung. Insbesondere im Bereich der Einkommen- und Unternehmensteuer führt das Anknüpfen der Besteuerung an Erfolgsgrößen dazu, dass der Staat einen Teil des unternehmerischen Risikos übernimmt. Führt eine Investition nämlich zu geringerem Erfolg als ursprünglich erwartet, fallen auch die Steuerlasten geringer aus. Dies ist insbesondere in einem schwierigen konjunkturellen Umfeld wichtig. Verschiedene Elemente im Steuersystem, insbesondere die im Zuge der zurückliegenden Unternehmensteuerreformen eingeführten Beschränkungen beim Zins- und Verlustabzug und die Hinzurechnungen bei der Gewerbesteuer verändern aber die Risikoteilung zu Lasten der Unternehmen. Auch hier wären Korrekturen angebracht. In Anbetracht des Erfordernisses schnell zu handeln, erscheint es aber sinnvoll, temporär die Steuerbelastung zurückzuführen, beispielsweise durch Sonderabschreibungen, wie sie bereits beschlossen wurden, oder auch durch Investitionszulagen, die auch Unternehmen erreichen, die keine Gewinne machen. Auch könnten einzelne Beschränkungen der Verlustverrechnung und des Zinsabzugs vorübergehend ausgesetzt werden.

Roland Döhrn, Christoph M. Schmidt

## Kurzfristiger Genuss ohne langfristige Reue

Jetzt haben auch die marktgläubigen Neoliberalen eingesehen, dass der Staat eine stärkere Rolle in der Wirtschaft spielen muss.“ mag manch einer denken, der gegenwärtig die Aussagen des Sachverständigenrates, der Ge-

Wirtschaftsdienst 2008 • 12

meinschaftsdiagnose oder vieler Wirtschaftsforschungsinstitute zu Konjunkturprogrammen vernimmt. Denen, die „es schon immer gesagt haben“, muss man freilich vor Augen halten, in welchen „harmlosen“ Situationen sie, verglichen mit

den derzeitigen Herausforderungen, in der Vergangenheit schon nach Konjunkturprogrammen und Zinssenkungen gerufen haben. Hätte man ihnen damals Gehör geschenkt, dann wäre die öffentliche Verschuldung mit großer Sicherheit

789

höher und damit der Handlungsspielraum der Politik geringer. Und niedrigere Leitzinsen der EZB, mit Verweis auf die „kluge“ Politik der Fed empfohlen, hätten die Blase an den Finanzmärkten noch weiter gefördert und damit wohl die Krise nach deren Platzen zusätzlich vergrößert.

Die Vorbehalte vieler Ökonomen gegen Konjunkturprogramme resultieren keineswegs aus ideologischen Überlegungen, sondern sie stützen sich auf Erfahrungen.<sup>1</sup> Die langfristigen Multiplikatoren expansiver fiskalischer Maßnahmen sind klein, wenn nicht sogar negativ, aber auch bei den kurzfristigen Multiplikatoren stimmen die Schätzungen nicht sehr optimistisch. Die deutschen Erfahrungen sind jedenfalls nicht allzu positiv. So legte die sozialliberale Bundesregierung zwischen 1974 und 1982 nicht weniger als 19 kleinere und größere Programme zur Förderung von Beschäftigung, Wachstum und Konjunktur auf; am Ende war die Staatsverschuldung gestiegen, bei zweifelhaftem konjunkturellen Erfolg.<sup>2</sup> Die Probleme der deutschen Wirtschaft lagen in dieser Zeit wohl eher auf der Angebotsseite. Insofern sollte man sich gut überlegen, bei einer wirtschaftlichen Schwäche auf diskrete fiskalische Impulse zu setzen, so lange andere Instrumente zur Verfügung stehen: Die Geldpolitik reagiert typischerweise rasch, und die automatischen Stabilisatoren wirken ohnehin.

#### **Außergewöhnliche Situation**

Die gegenwärtige Situation ist indes außergewöhnlich. Es ist höchst unsicher, in welchem Maße die Geldpolitik wirkt, da die

<sup>1</sup> Vgl. IMF: World Economic Outlook October 2008, S. 165; R. Hemming et al.: The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature, IMF Working Paper WP/02/208.

<sup>2</sup> RWI (Hrsg.): Noch'n Programm, RWI Konjunkturbrief, 1982/2, Essen, RWI.

monetäre Transmission durch die Finanzmarktkrise gestört zu sein scheint. Auch die automatischen Stabilisatoren alleine dürften zu schwach sein, zumal sie diesmal mit Verzögerung zu wirken scheinen, da die Beschäftigungssituation derzeit noch gut ist und das Steueraufkommen bislang steigt, obwohl das BIP schon im zweiten Quartal in Folge rückläufig ist. In einer solchen Situation der Unsicherheit sollte man alle Möglichkeiten ausschöpfen und daher auch nicht auf diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen verzichten.<sup>3</sup> Da allerdings die langfristigen Wirkungen „klassischer Konjunkturprogramme“ mit hoher Wahrscheinlichkeit negativ sind, wären fiskalische Maßnahmen sinnvoll, die kurzfristigen Genuss ohne langfristige Reue versprechen. Dies wäre zu erreichen, wenn solche Maßnahmen auf der Zeitachse vorgezogen würden, die langfristig ohnehin geplant oder unabweisbar sind. Eine solche „konjunkturgerechte Wachstumspolitik“ war vom RWI Essen bereits im Frühjahr 2008 vorgeschlagen worden.<sup>4</sup>

Allerdings stellt sich damit eine Frage, die in der makroökonomischen Literatur bislang recht wenig Beachtung gefunden hat: Welche wachstumspolitisch gewünschten fiskalischen Maßnahmen sind eigentlich mit Blick auf eine Belebung der Konjunktur effektiv? Als Maßstab hierfür finden inzwischen die „drei Z“ große Beachtung:<sup>5</sup> Konjunkturell wirksame Maßnah-

<sup>3</sup> Vgl. W. Brainard: Uncertainty and the Effectiveness of Policy, in: American Economic Review, 57 (2), S. 411-425.

<sup>4</sup> R. Döhrn et al.: Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Konjunktur im Zwischentief, in: RWI (Hrsg.): RWI Konjunkturbericht, 59, Heft 1, S. 31-82, hier S. 66.

<sup>5</sup> Diese Bezeichnung wurde hier in Anlehnung an die in der angelsächsischen Literatur inzwischen gebräuchliche Bezeichnung TTT für die drei Prinzipien timely, temporary, targeted gewählt. D. W. Elmendorf, J. Furman: If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus, The Brookings Institution 2008.

men sollen zeitig erfolgen, zeitlich begrenzt und zielgerichtet sein.<sup>6</sup> In praktischer Hinsicht bereitet vor allem das erste Kriterium große Probleme. Zwar zeigen Simulationen mit ökonometrischen Modellen, dass staatliche Ausgabenprogramme schneller wirken als beispielsweise Abschreibungsvergünstigungen oder Steuersenkungen.<sup>7</sup> Dies ist jedoch unglücklicherweise allein Folge des Simulationsdesigns: In diesen Modellrechnungen werden die zusätzlichen Staatsausgaben in einem bestimmten Zeitraum fixiert, in der Praxis jedoch richtet sich der Abfluss der bereit gestellten Haushaltsmittel nach dem Stand der Planungen, der Managementkapazität der öffentlichen Vergabestellen und der Auftragslage der Wirtschaft.

#### **Konjunkturell wirksame Maßnahmen**

So schlägt beispielsweise der Sachverständigenrat als (vermeintlich) konjunkturell wirksame Maßnahme erhöhte Investitionen in Bildung vor.<sup>8</sup> Die Wachstumswirkungen von Bildungsinvestitionen sind zwar offensichtlich, aber können solche Ausgaben auch konjunkturellen Erfordernissen gerecht werden? Die vom Sachverständigenrat favorisierte Intensivierung der frühkindlichen Bildung erfordert räumliche Kapazitäten – entsprechende Bauaufträge könnte man zur Not noch rasch vergeben –, sie verlangt aber vor allem gute Konzepte und geeignetes Personal. Dazu müsste man wohl zuerst in dessen

<sup>6</sup> Ähnliche Kriterien legt auch der Sachverständigenrat an. Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Hrsg.): Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09, a.a.O., S. 247.

<sup>7</sup> Vgl. D. W. Elmendorf and J. Furman, a.a.O., S. 16; U. Heilemann et al.: Qual der Wahl? Finanzpolitik zwischen Konsolidierung und Konjunktur Stabilisierung, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 88. Jg. (2008), H. 9, S. 586-593.

<sup>8</sup> Ebenda, S. 255-256.



Ausbildung investieren. Derartige staatliche Ausgaben können also, will man das Geld nicht aus dem Fenster werfen, erst nach einiger Zeit getätigt werden, aber nicht jetzt, da die konjunkturelle Not am größten ist.

Mit Blick auf das Wachstum wären sicherlich mehr Investitionen in die öffentliche Infrastruktur wünschenswert. Die staatlichen Bauinvestitionen sind, auch weil sie einen Großteil der Konsolidierungslasten der öffentlichen Haushalte trugen, auf ein im internationalen wie intertemporalen Vergleich niedriges Niveau gesunken, und nicht zuletzt dadurch tun sich Infrastrukturlücken auf.<sup>9</sup> Allerdings ergeben sich aus dem Bedeutungsverlust der staatlichen Bauinvestitionen Probleme für deren konjunkturgerechten Einsatz. Im Jahr 2007 machten sie nur noch rund 29 Mrd. Euro aus. Wollte man einen Konjunkturimpuls in der Größenordnung von 0,5% des BIP allein durch ihre Ausweitung erreichen, so müssten diese um immerhin knapp 45% steigen, was wenig realistisch erscheint. Sie würden damit nämlich, unter Berücksichtigung der Preissteigerung, wieder das Niveau der ersten Jahre nach der Wiedervereinigung erreichen.

Einen ähnlich großen Impuls – im Sinne einer Veränderung der staatlichen Bauinvestitionen – hat es in der jüngeren deutschen Geschichte noch nicht gegeben. Zu befürchten ist daher, dass – nach einem langen Schrumpfungsprozess – weder die Produktionskapazitäten in der Industrie noch die Planungskapazitäten der öffentlichen Verwaltungen ausreichen, um einen solchen Kraftakt zu schultern. Zwar wäre ein etwas ehrgeizigeres Programm als das der Bundesregierung vor-

stellbar, die in ihrem Maßnahmenpaket „Beschäftigungssicherung und Wachstumsstärkung“ für das Jahr 2009 zusätzlich 1 Mrd. Euro für Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur und 200 Mio. Euro für die Förderung der regionalen Wirtschaftsstruktur sowie ein Kreditprogramm für kommunale Investitionen vorsieht. Sehr groß dürfte der Spielraum aber nicht sein.

#### RWI-Vorschlag

Vor diesem Hintergrund schlägt das RWI Essen ein kurzfristige Senkung der Einkommensteuerbelastung im Umfang von etwa 25 Mrd. Euro vor, um damit die Konjunktur zu beleben und gleichzeitig Impulse für das Wachstum zu geben<sup>10</sup>. Die Bundesregierung lehnt bisher eine solche Maßnahme vehement ab. Als Begründung führt sie an, dass sie erst langsam wirken und zu einem hohen Teil in die Ersparnis fließen würde. Allerdings helfen Ausgabenprogramme, wie diskutiert, nur unter Idealbedingungen rascher als Steuersenkungen. Und die Spartätigkeit dürften die verschiedenen Steuervergünstigungen, die die Bundesregierung beschlossen hat, ebenfalls anregen, da sie zum Teil auch zu Mitnahmeeffekten führen.

Nach unserer Einschätzung könnte eine Einkommensteuersenkung rasch umgesetzt werden, so dass schon bald ein höherer Teil der Einkommen bei den Steuerzahlern verbliebe. Indem man eine Erhöhung des Grundfreibetrags mit einer Senkung des Eingangsteuersatzes und einem Übergang zu einem linearen Tarif kombinierte, könnte man die Steuersenkung auch verteilungspolitisch akzeptabel und zugleich konjunkturell effizient gestalten, da die Bezieher niedriger Einkommen prozentu-

al und die mittlerer und höherer Einkommen absolut am stärksten entlastet würden; letztere tragen den größten Teil zum Steueraufkommen bei. Dieser Einkommensanstieg wäre zwar nicht, wie oben von Konjunkturprogrammen gefordert, zeitlich begrenzt. Da aber die Steuerbelastung dauerhaft sinkt, dürfte für die Bürger auch weniger Veranlassung bestehen, das ihnen auf diesem Wege zufließende Geld zu sparen, anders als bei „Steuerschecks“, die inzwischen von manchen ja auch für Deutschland ins Gespräch gebracht werden, die aber nur ein Strohfeuer auslösen könnten.

Und wachstumspolitisch sinnvoll wäre diese Steuersenkung allemal: Mittlerweile ist der Verlauf des deutschen Einkommensteuertarifs leistungsfeindlich, da inzwischen Haushalte mit mittlerem Einkommen voll durch die Progression getroffen werden. Zum Teil würden durch die Änderung des Steuertarifs heimliche Steuererhöhungen zurückgegeben, die dadurch entstanden sind, dass seit der letzten Tarifierung im Jahr 2005 die Steuerbelastung zahlreicher Haushalte rein inflationsbedingt zugenommen hat. Ließe man den Spitzensteuersatz unverändert, so ergäbe sich durch diese Reform ein kleinerer Steuerkeil, was Leistungsanreize auslösen dürfte. Die damit verbundene Verbesserung der Wachstumsbedingungen böte die Chance einer zumindest partiellen Selbstfinanzierung der Steuersenkungen.

Freilich wäre eine Steuersenkung dieses Ausmaßes nicht ohne eine Zunahme des Haushaltsdefizits möglich. Dieses sollte auf mittlere Sicht wieder abgebaut werden. Soweit es sich um eine Rückführung heimlicher Steuererhöhungen handelt, würde der Staat lediglich auf künftige inflationsbedingte

<sup>9</sup> Vgl. M. Reidenbach et al.: Investitionsrückstand und Investitionsbedarf der Kommunen, Edition Difü Band 4, Deutsches Institut für Urbanistik, 2008.

<sup>10</sup> R. Döhrn, R. Kambeck, C. M. Schmidt: Senkt die Einkommensteuer jetzt, RWI Positionen 28, www.rwi-essen.de.

Mehreinnahmen verzichten, womit eine Finanzierung nicht erforderlich wäre. Ein weiterer Teil der Steuerausfälle würde sich von alleine finanzieren, weil die Konsumsteuern steigen, wenn die höheren Einkommen ausgegeben werden, und weil

das Wachstumspotenzial zunimmt. Ansonsten muss die Bundesregierung weiterhin Ausgabendisziplin an den Tag legen. Durch eine allgemeine Steuersenkung würde ein erheblicher Druck in diese Richtung ausgeübt. Dies ist allemal

besser als neue Subventionen für alle möglichen Gruppen, wie sie das jetzige Maßnahmenpaket vorsieht, denn diese entwickeln ein Eigenleben und sind sehr schwer wieder abzuschaffen, wie die Erfahrung deutlich zeigt.

Wolfgang Franz\*

## Von der Finanzkrise in die Rezession

Die Weltwirtschaft und hierbei nicht zuletzt die hiesige wirtschaftliche Lage sind im Jahr 2008 und in der absehbaren Zukunft durch massive Verwerfungen an den globalen Finanz- und Immobilienmärkten gekennzeichnet. Der tiefgreifende, durch die Finanzmarktkrise ausgelöste Vermögenspreisverfall und der Anstieg der Energiepreise im Verlauf des Jahres 2008 stellen externe Nachfrage- und Angebotsschocks für die Weltwirtschaft dar, in deren Gefolge es zu einer abrupten und allgemeinen Wirtschaftsschwäche gekommen ist. Bisher liefen die Auswirkungen auf die deutsche Volkswirtschaft vor allem über außenwirtschaftliche Kanäle auf Grund der engen Handelsverflechtungen mit den von der Finanzkrise noch direkter betroffenen Ländern. Eine ausgeprägte Kreditklemme ist hierzulande zwar bislang noch nicht festzustellen, aber eine Reihe von Indikatoren weisen auf verschärfte Bedingungen bei den Refinanzierungsbedingungen von Unternehmen hin.

### Deutschland in der Rezession

Nach einem imposanten Jahresbeginn 2008 schliddert die deut-

sche Volkswirtschaft nunmehr in eine Rezession. Dieser Befund ist unabhängig davon, ob als Kriterium einer Rezession der Rückgang des saisonbereinigten, realen Bruttoinlandsprodukts in mindestens zwei aufeinander folgenden Quartalen gegenüber dem Vorquartal gewählt wird („technische Rezession“), oder ob man sich anspruchsvollerer Verfahren bedient, die das Potenzialwachstum einer Volkswirtschaft berücksichtigen.

Denn ein Anstieg der Bevölkerungszahlen oder ein Produktivitätsfortschritt erhöht die Potenzialwachstumsrate, und damit sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass ein konjunktureller Abschwung mit einem absoluten Fall der gesamtwirtschaftlichen Produktion einhergeht. Deshalb verwendet der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung als Beurteilungsmaßstab die relative Outputlücke, also die Differenz zwischen dem tatsächlichen und potenziellen realen Bruttoinlandsprodukt, bezogen jeweils auf das reale potenzielle Bruttoinlandsprodukt der jeweiligen Periode.

Das auf Jahreswerte bezogene Kriterium des Sachverständigenrats besagt, dass eine Rezession im Sinne einer ausgeprägten konjunkturellen Schwächephase dann

einsetzt, wenn ein Rückgang der relativen Outputlücke um mindestens zwei Drittel der jeweiligen Potenzialwachstumsrate mit einer aktuell negativen Outputlücke einhergeht. Eine Analyse des Sachverständigenrates auf der Basis von Echtzeit-Jahresdaten hat gezeigt, dass die üblicherweise als Rezessionen aufgefassten Perioden im Zeitraum der Jahre 1981 bis 2006 ex ante und ex post mit diesem Kriterium am besten identifiziert werden können.

### Bloße Konjunkturprogramme – nein

Der Sachverständigenrat vertritt einmütig die Auffassung, dass ein lediglich auf kurzfristige Effekte abzielendes Konjunkturprogramm mit Einmalmaßnahmen für Deutschland in der aktuellen Situation wenig Erfolg versprechend und entsprechend skeptisch zu sehen ist. Die Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren sollte indes nicht beschränkt und die damit einhergehenden konjunkturellen Finanzierungssalden hingenommen werden.

Die Skepsis gegenüber einer lediglich auf antizyklische Wirkungen ausgerichteten Finanzpolitik basiert auf der Auswertung neuerer empirischer Studien. Sie zeigen meistens, dass die Effekte eines finanzpolitischen Impulsprogramms

\* Der Beitrag basiert auf dem Jahresgutachten 2008/09 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken. Gleichwohl liegt die alleinige Verantwortung für diesen Beitrag beim Autor.

zwar positiv sein können, jedoch mit gravierenden Implementationsproblemen verbunden sind. So mögen diskretionäre Maßnahmen aus Ex-ante-Sicht, d.h. unter Zugrundelegung von Echtzeitdaten, antizyklisch angelegt worden sein, wirkten jedoch auf Grund von zeitlichen Verzögerungen und wegen der Schwierigkeiten, konjunkturelle Wendepunkte zuverlässig zu prognostizieren, prozyklisch.

Hinzu kommt, dass die notwendige Kehrseite einer expansiven Politik im Abschwung im Sinne von Keynes, nämlich in einer günstigen Konjunktursituation hinreichende Budgetüberschüsse zu erwirtschaften, von der Politik, freundlich ausgedrückt, regelmäßig kleingeschrieben wurde. Eine keynesianisch orientierte Nachfragepolitik scheitert an der politischen Realität, obwohl die ihr zugrundeliegende makroökonomische Grundüberlegung nicht falsch sein muss. Die Erfahrungen der vergangenen Jahre und Jahrzehnte haben diesbezüglich zum Teil bittere Lektionen erteilt, und zwar auch der Wissenschaft.

Diese skeptische Einschätzung gilt meines Erachtens ebenfalls für die Idee, „Steuerschecks“ zu vergeben. Ihre Wirkung ist schon allein auf Grund des Tatbestands beschränkt, dass rund die Hälfte aller Haushalte in Deutschland keine Einkommensteuer zahlt. Die Steuerschecks kämen also gerade nicht der Zielgruppe zugute, bei der am ehesten eine hohe marginale Konsumquote zu vermuten wäre. Der vielleicht naheliegende Ausweg, beispielsweise die Regelsätze des Arbeitslosengelds II zu erhöhen, birgt die immense Gefahr, dass es politisch nicht durchsetzbar sein wird, dies später rückgängig zu machen, hinzu kommen bei solchen und ähnlichen Maßnahmen, dass deren künftige Finanzierung

zu weiteren verzerrenden Effekten führen wird.

Dies gilt mutatis mutandis ebenso für die unlängst diskutierte Idee von „Konsumgutscheinen“. Etwas überspitzt formuliert, maximieren diese Wohlfahrtsverluste. Wenn dieser Weg trotz der erwähnten negativen Wirkungen schon eingeschlagen werden sollte, dann empfiehlt sich eine Verteilung ausschließlich an einkommensschwache Haushalte, um den Konsumimpuls zu steigern. Schließlich ist die Idee einer Senkung der Umsatzsteuer unter – wohlgermerkt – konjunkturpolitischen Aspekten ebenfalls wenig sinnvoll, stattdessen wäre mehr Stetigkeit in der Steuerpolitik vorzuziehen.

Angesichts des gravierenden konjunkturellen Abschwungs kann die Finanzpolitik indes nicht untätig bleiben. Die automatischen Stabilisatoren allein können es nicht richten, denn ihr Erfolg hält sich in engen Grenzen. Sie mögen in Deutschland etwa 20% der Outputeffekte konjunktureller Schocks glätten.

#### **Konjunkturgerechte Wachstumspolitik – ja**

Was wachstumspolitisch richtig ist, kann in einer Rezession nicht falsch sein. Anstelle eines konjunkturpolitischen Strohfeuers mit schädlichen Folgewirkungen besteht eine zielführende Strategie mithin darin, das wachstumspolitisch Richtige mit dem konjunkturpolitisch Erforderlichen zu kombinieren. Der Sachverständigenrat nennt dies eine konjunkturgerechte Wachstumspolitik. Damit wird nicht einem üblichen Konjunkturprogramm das Wort geredet, auch nicht in anderer Verpackung, sondern einer Wachstumsagenda, die

das Potenzialwachstum zu erhöhen imstande ist.<sup>1</sup>

Eine solche Wachstumsagenda muss an den Bestimmungsfaktoren des Wachstums anknüpfen. Sie sind in der wissenschaftlichen Literatur ausführlich diskutiert worden. Wachstumsfördernd sind unter anderem höhere staatliche und private Investitionen, geringere staatliche Konsumausgaben, niedrigere direkte Steuern, wenn deren Einfluss auf das Investitionsverhalten der Unternehmen berücksichtigt wird, eine Steigerung des Bestands und der Qualität von Humankapital sowie eine dynamische Forschungs- und Entwicklungstätigkeit im Unternehmens- und Bildungsbereich.<sup>2</sup> Das Konzept des Sachverständigenrates knüpft demzufolge an ausgaben- und einnahmenseitigen Maßnahmen an.

Von der Ausgabenseite her gesehen, kommen vor allem drei Bereiche in Betracht:

- Erstens könnte eine Aufstockung der staatlichen Infrastrukturinvestitionen in Form einer Modernisierung des Straßenverkehrs- und Schienennetzes verstärkt in Angriff genommen werden. Empirische Untersuchungen gelangen durchweg zu dem Ergebnis hoher Wachstumsbeiträge von Verkehrsinfrastrukturinvestitionen. Abgesehen von dem Wachstumsimpuls sind Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur von Vorteil, sofern Projekte im Rahmen der Verkehrswegeplanung bereits vorliegen, die zügig in Angriff genommen werden

<sup>1</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2008/09, Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Wiesbaden 2008, Ziffern 424 ff.

<sup>2</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2002/03, Zwanzig Punkte für Beschäftigung und Wachstum, Wiesbaden 2002, Ziffern 594 ff.

könnten, so dass zeitliche Wirkungsverzögerungen begrenzt wären.

- Zweitens besteht die Notwendigkeit eines Abbaus kommunaler Infrastrukturdefizite. Ein Grund dafür liegt darin, dass Kommunen in der Regel über Kassenverstärkungskredite nur temporär Defizite zulassen können und die kommunalen Infrastrukturinvestitionen die disponible Größe sind.
- Drittens wird vorgeschlagen, die notwendige Erhöhung der Bildungsausgaben, insbesondere im Bereich der frühkindlichen Erziehung, vorzuziehen. Studien unter anderem des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) belegen die positiven Wirkungen von Bildungsinvestitionen im frühkindlichen Bereich.<sup>3</sup> An konkreten Maßnahmen bietet sich beispielsweise ein kostenloses und verpflichtendes Förder- und Betreuungsangebot bereits im Vorschulbereich an, weitere Projekte umfassen einen qualitativen und quantitativen Ausbau der Betreuungsinfrastruktur für Kinder unter drei Jahren und des Angebots von Ganztagschulen. Unter konjunkturellen Gesichtspunkten sind Bildungsinnovationen weniger sinnvoll und ergiebig, hier überwiegt eindeutig der Wachstumsaspekt.

Steuerpolitische Maßnahmen stellen den anderen Schwerpunkt der Wachstumsagenda dar. Zunächst geht es um Korrekturen bei der Unternehmensteuerreform, die unmittelbar positive Auswirkungen auf die unternehmerische Investitionsnachfrage entfalten. Dazu gehören zum einen Lockerungen bei den Regelungen zur Zinsschranke. Diese führt gerade in wirtschaftli-

chen Schwächephasen zu besonders nachteiligen Wirkungen, weil Unternehmen, die sich in einer Rentabilitäts- und Liquiditätskrise befinden, höhere Zinsaufwendungen nicht voll von den Betriebsausgaben abziehen können. Zum anderen gehen von der mit der Unternehmensteuerreform eingeführten Besteuerung von Funktionsverlagerungen unwillkommene Anreize aus, speziell die Investitionen in Forschung und Entwicklung (FuE) ins Ausland zu verlagern.

Negative Investitionsanreize lieferte schließlich der Übergang von der degressiven zur linearen Abschreibung mit Beginn des Jahres 2008. Das Maßnahmenpaket der Bundesregierung sieht zwar eine zeitlich begrenzte Wiedereinführung der degressiven Abschreibung vor, jedoch wäre einer dauerhaften und verlässlichen Steuerpolitik der Vorzug zu geben.

Des Weiteren könnten Korrekturen des Einkommensteuertarifs vorgenommen werden, indem der steile Anstieg der Grenzsteuersätze in der ersten Progressionszone („Mittelstandsbauch“) reduziert und in einen durchgängig linearprogressiven Tarifverlauf überführt wird. In einem zweiten Schritt könnte diese Maßnahme mit einem Hinausschieben des Auslaufens der direkten Progression verbunden werden. Vom steilen Anstieg der Grenzsteuersätze im unteren Einkommensbereich gehen leistungs- und anreizfeindliche Wirkungen auf das Arbeitsangebot der privaten Haushalte und die Investitionstätigkeit der Unternehmen aus, denn der Spitzensteuersatz von 42% greift – abgesehen von der „Reichensteuer“ – bereits bei einem zu versteuernden Einkommen von etwas über 52 000 Euro.

Schließlich könnte die Einführung einer systematischen steuer-

lichen FuE-Förderung über Steuergutschriften ins Auge gefasst werden, weil von entsprechenden Investitionen ein eindeutig positiver Einfluss auf das Wachstum ausgeht. Gegenwärtig wird die FuE-Tätigkeit zwar durch eine Reihe von Förderprogrammen von Bund und Ländern unterstützt, diese sind jedoch selektiv und mit hohem Bewerbungsaufwand und Bürokratiekosten verbunden.

### Fazit

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Anspannung auf den Finanzmärkten besteht die vorrangigste Aufgabe darin, das Finanzsystem soweit zu stabilisieren, dass es die Intensivstation, auf der es sich immer noch befindet, möglichst bald wieder verlassen kann. Hier hat der Gesetzgeber mit der Einrichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin) eine richtige Entscheidung getroffen, nämlich von fallweisen Stützungsaktionen auf ein Gesamtkonzept überzugehen. Es kommt jetzt darauf an, die zur Verfügung stehenden Instrumente in einer Weise einzusetzen, die möglichst bald zu einer Wiederherstellung des Vertrauens in das Finanzsystem und zwischen den Finanzinstituten führt. Nach Beendigung der Intensivmaßnahmen muss das Finanzsystem dann, in der Rehabilitationsphase, im Sinne einer besseren Krisenprävention fit gemacht werden.

Wenn es um die Schadensbegrenzung für die Realwirtschaft geht, ist zu bedenken, dass Deutschland ebenso wie andere Länder auch ohne die Finanzkrise vermutlich mit einer Konjunkturabschwächung konfrontiert wäre, die nun allerdings durch die Finanzkrise mehr als deutlich verstärkt wird. Angesichts der historischen Dimension der Finanz-

<sup>3</sup> F. Pfeiffer, K. Reuß: Age-dependent Skill Formation and Returns to Education, in: Labour Economics, 15, 2008, S. 631-646.

krise sind Prognosen selbst für die absehbare Zukunft in Ermangelung einschlägiger Erfahrungen außerordentlich schwierig und mit hohen Unsicherheiten belastet. Hinzu kommt, dass die Konjunkturzyklen international betrachtet wesentlich synchroner verlaufen als in früheren Phasen einer Konjunkturschwäche, in denen die deutsche Volkswirtschaft durch die Auslandsnachfrage aus dem Konjunkturtal gezogen wurde.

Die Wirtschaftspolitik ist gut beraten, in der Öffentlichkeit keine allzu großen Erwartungen im Hinblick auf die Möglichkeiten einer staatlichen Konjunktursteuerung zu erzeugen, denn diese halten sich in engen Grenzen. Die automatischen Stabilisatoren sollten uneingeschränkt wirken, aber sie können es angesichts des Ausmaßes der Rezession allein nicht richten. Eine diskretionäre antizyklische Finanzpolitik leidet

unter erheblichen Schwächen und schädlichen Nebenwirkungen, und es ist alles andere als hilfreich, wenn jede Woche diesbezüglich neue und wenig durchdachte Maßnahmen die Runde machen. Ein Wachstumspaket verspricht am ehesten Erfolg, denn was wachstumspolitisch richtig ist, kann in der derzeitigen Situation konjunkturpolitisch nicht falsch sein – nicht mehr, aber auch nicht weniger.

---

Gustav A. Horn, Heike Joebges, Achim Truger

## Warum der Staat handeln muss

---

**D**ie wirtschaftliche Lage in Deutschland ist sehr ernst: Verstärkt durch die dramatische Zuspitzung der Finanzmarktkrise befindet sich die deutsche Wirtschaft mitten in einem heftigen Abschwung. Nächstes Jahr ist mit der schwersten Rezession in der Geschichte der Bundesrepublik Deutschland zu rechnen.

Auch ohne Finanzkrise wäre es zu einer Abschwächung der Konjunktur in Deutschland gekommen. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um über 10% im Jahr 2007 hätte das Exportwachstum zeitverzögert gebremst. Zusätzlich wäre von den kontinuierlichen Leitzinssteigerungen der EZB seit 2005 ein dämpfender Effekt auf die Investitionen der Unternehmen ausgegangen. Aufgrund der Finanzkrise kommt es jedoch zu drastischen zusätzlichen realwirtschaftlichen Bremseffekten.

Der Ansteckungsprozess verlief auf zwei Wegen. Die enge Verflechtung der globalen Finanzmärkte hat vor allem über die in der jüngsten Zeit vermehrte Handelbarkeit von Finanzmarktprodukten dazu

geführt, dass die negativen Folgen des stabilitätswidrigen Verhaltens von Finanzmarktinvestoren in den USA sich rasch global ausbreiteten. Zugleich begann die Krise, die Realwirtschaft der betroffenen Länder zu belasten. Der zweite, langsamere Weg führte über die traditionellen Handelsbeziehungen. Da die Importnachfrage der USA zusätzlich wegen der Konsum- und Investitionsschwäche sowie der vorangegangenen Abwertung des US-Dollar deutlich nachließ, wurden zunächst deren unmittelbare Handelspartner negativ betroffen. Wie in einem Schneeballsystem breiteten sich die Impulse dann über die nachlassende Konjunktur der US-Handelspartner immer weiter aus. Am Ende waren die EU, der Euroraum und schließlich auch Deutschland belastet.

Vor allem aber verstärken sich die Finanzmarktkrise und der Konjunkturreinbruch wechselseitig. Die Finanzmarktkrise lässt Banken und andere Finanzmarktinvestoren risikoscheu werden, so dass Kredite nur noch zu schlechteren

Konditionen vergeben werden. Dies dämpft insbesondere die Investitionsdynamik und damit die Konjunktur. In einer Konjunkturkrise werden aber aus guten Schuldner schlechte; dies belastet wiederum die Banken. Daraus folgt: Um eine positive Dynamik zu erzeugen, muss die Wirtschaftspolitik beides, die Finanzmarktkrise und die Konjunkturkrise, zugleich bekämpfen.

### Was getan werden muss

Zuallererst ist hier die Europäische Zentralbank durch eine weitere schnelle und starke Zinssenkung gefordert. Dadurch würde zugleich der Wirkungsgrad aller anderen, insbesondere der fiskalpolitischen, Maßnahmen erhöht. Angesichts rückläufiger Preissteigerungsraten und ausbleibender Zweitrundeneffekte ist eine starke monetäre Lockerung nicht nur konjunkturpolitisch notwendig, sondern auch mit Preisstabilität vereinbar. Die EZB hat jedoch – wie schon im vorigen Abschwung – zu spät und zu zaghaft auf die Wachstumsabschwächung reagiert. An dieser Einschätzung ändert auch

die jüngst beschlossene Senkung des Leitzinssatzes auf 2,5% nichts, die weit hinter den Zinssenkungen der Fed oder der Bank of England zurückbleibt, zumal Zinssenkungen am Beginn eines Abschwungs erst mit reichlicher Verzögerung Wirkung auf die Realwirtschaft entfalten. Umso mehr ist nun die Finanzpolitik gefordert.

Der Ernst der Lage und der daraus entstehende Handlungsbedarf für die Finanzpolitik lassen sich auch daran ermessen, dass in der letzten Zeit zahlreiche Stimmen ein aktives konjunkturpolitisches Eingreifen der deutschen Finanzpolitik gefordert haben, von denen dies nicht ohne weiteres erwartet werden konnte.<sup>1</sup> Diese Ansicht wird auch von neueren Forschungsergebnissen gestützt.<sup>2</sup>

### Ein wirksames Konjunkturprogramm

Um eine spürbare Wirkung zu entfalten, sollte der gesamtstaatliche Impuls angesichts der Schärfe des zu erwartenden Abschwungs im nächsten Jahr bei einer Größenordnung von 50 Mrd. Euro (2% des BIP) liegen.

Das Konjunkturpaket sollte Elemente aus drei Teilbereichen kom-

binieren, die sich sowohl zeitlich als auch hinsichtlich ihrer Wirkung optimal ergänzen. Bei den Teilbereichen handelt es sich um

- die Stützung des privaten Konsums durch die Ausgabe zeitlich befristeter Konsumschecks für die privaten Haushalte;
- die konjunktur- und wachstumspolitisch besonders effektive dauerhafte Aufstockung der öffentlichen Investitionen in Bildung und ökologische Infrastruktur;
- eine enge Kooperation zwischen den Gebietskörperschaften, damit verbunden insbesondere eine finanzielle Unterstützung der Gemeinden, damit diese als zentrale öffentliche Investoren ihre Investitionen bei konjunkturbedingten Einnahmeausfällen nicht prozyklisch kürzen müssen.

Der stärkste und unmittelbarste das Wachstum stützende Effekt geht von einer Erhöhung der öffentlichen Investitionen aus. Daher sollten diese einen gewichtigen Schwerpunkt des Wachstumspaketes mit einem Volumen von 25 Mrd. Euro im nächsten Jahr ausmachen. Der komplementäre Staatskonsum sollte mindestens um etwa 5 Mrd. Euro aufgestockt werden. Wichtig ist, dass die Investitionen im nächsten Jahr möglichst schnell realisiert werden. Hierzu könnten zunächst ohnehin geplante und zeitlich variable Investitionen ohne große Vorlaufzeit vorgezogen werden. In Frage kommen zunächst Investitionen im Bereich der Verkehrsinfrastruktur. Vor allem aber dürfte in den letzten Jahren in zahlreichen Gemeinden, deren finanzielle Lage trotz Erholung der Gemeindefinanzen im Durchschnitt noch prekär ist, ein großer Investitionsstau aufgelaufen sein, der unmittelbar abgearbeitet werden könnte, sobald auch diesen Kommunen die notwendigen

Mittel zufließen. Parallel dazu sollten möglichst schnell die Bildungsinvestitionen gesteigert und mittelfristig auf einem sehr hohen Niveau verstetigt werden.

Für eine möglichst frühzeitige Wirkung bietet sich eine breit angelegte Entlastung für die privaten Haushalte zur Ankurbelung des privaten Konsums an, bevor dann vor allem ab dem zweiten Halbjahr 2009 die Aufstockung der öffentlichen Investitionen wirksam wird. Gegenüber den öffentlichen Investitionen und dem Staatskonsum, die unmittelbar produktionswirksam werden, haben Entlastungen für die privaten Haushalte den Nachteil, dass sie nur indirekt greifen, wenn die durch sie erfolgte Steigerung der verfügbaren Einkommen auch tatsächlich in den Konsum fließt und nicht in die Ersparnis. Daher sollte ein möglichst großer Teil der Entlastung bei Haushalten mit geringen und mittleren Einkommen konzentriert werden, da diese eine besonders niedrige Sparquote aufweisen.

Aus diesem Grund sollte die Entlastung für alle Haushalte mit einem einheitlichen Betrag pro Haushaltsmitglied (einschließlich aller Kinder) gewährt werden. Bei einem Gesamtvolumen von 20 Mrd. Euro könnten in zwei Wellen im ersten und im zweiten Quartal 2009 jeweils Konsumschecks in Höhe von etwa 125,- Euro pro Kopf über die Einwohnermeldeämter verschickt werden. Zwar stellt ein solcher genereller Transfer an alle Haushalte bislang einen Fremdkörper im deutschen öffentlichen Finanzsystem dar. Prinzipielle Hindernisse für das Ausstellen solcher Schecks bestehen jedoch nicht.

Demgegenüber schneiden Steuerensenkungen aus verteilungs- und damit gleichzeitig auch konjunkturpolitischer Sicht durchweg schlechter ab: Von einer Senkung

<sup>1</sup> OECD: OECD Economic Outlook Nr. 84, Paris November 2008; EU-Kommission: Questions & Answers, Autumn Economic Forecast 2008, 3. November, Brüssel 2008; EU-Kommission: Communication from the Commission to the European Council: A European Economic Recovery Plan, COM (2008) 800 final, 26. November, Brüssel 2008; Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Deutschland am Rande einer Rezession, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008, Essen. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/2009, Wiesbaden 2008.

<sup>2</sup> D.W. Elmendorf, J. Furman: If, when, how: A primer on fiscal stimulus, The Brookings Institution, Washington, DC 2008; Congressional Budget Office: Options for responding to short term economic weakness, Washington, DC 2008; International Monetary Fund: World Economic Outlook, Financial Stress, Downturns and Recoveries, Washington, DC, Oktober 2008.

der Einkommensteuer würde überhaupt nur etwa die Hälfte der etwa 40 Mio. Haushalte in Deutschland profitieren. Selbst eine Einkommensteuersenkung, die sich auf „untere Einkommen“ konzentrierte, würde daher fast vollständig an den Haushalten mit wirklich niedrigen Einkommen vorbeigehen, da diese bereits heute gar keine Einkommensteuer zahlen.

Steuersenkungen haben zudem fast alle den Nachteil, dass sie dauerhaft wären und damit für den Staat auch dauerhaft zu Einnahmeausfällen führen würden. Dadurch würde die Haushaltskonsolidierung im nächsten Aufschwung erheblich erschwert.

#### **Bisherige Maßnahmen unzureichend**

Ein wirksames Konjunkturprogramm muss

- möglichst schnell umsetzbar sein;
- möglichst zielgenau sein, d.h. bei den Maßnahmen ansetzen, die über die höchste konjunkturelle Wirksamkeit verfügen;
- möglichst zeitlich befristet sein, um nach der konjunkturellen Erholung nicht zu einer Überhitzung der Wirtschaft zu führen und mittelfristig die Haushaltskonsolidierung nicht zu gefährden;
- ausreichend dimensioniert sein, um Wirkung zu entfalten und nicht kostbare Zeit zu verlieren;
- möglichst kompatibel mit einer nachhaltigen mittelfristigen finanzpolitischen Wachstumsstrategie sein.

An diesen Anforderungen gemessen ist das Maßnahmenpaket der Bundesregierung unzureichend.<sup>3</sup>

Vor allem liegt dies daran, dass jeweils gerade einmal etwas mehr als 1 Mrd. Euro zur Aufstockung von konjunktur- und wachstumspolitisch hoch effektiven öffentlichen Investitionen vorgesehen ist. Wenig wirksam dürften zum jetzigen Zeitpunkt auch die steuerlichen Entlastungen bei den Unternehmen durch die befristete Wiedereinführung der degressiven Abschreibungen und von Sonderabschreibungen sein. Die Unternehmen haben in den letzten beiden Jahren massiv Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen getätigt. Ein Teil davon wurde vielfach den von 2006 bis 2007 befristeten degressiven Abschreibungen zugute geschrieben. Es ist daher wenig wahrscheinlich, dass die Unternehmen durch die abermalige Einführung innerhalb eines so kurzen Zeitraums erneut zu Investitionen in erheblichem Ausmaß angereizt werden, zumal die Absatzerwartungen rapide einbrechen. Wenig konjunkturwirksam dürfte auch die befristete Kfz-Steuerbefreiung für Neuwagen sein. Dagegen können die zeitlich befristeten spezifischen Kredithilfen sowie Investitions- und Beschäftigungsanreize im Bereich der ökologischen Modernisierung und zur Förderung von Handwerksdienstleistungen sinnvoll sein, wobei allerdings auch hier von starken Mitnahmeeffekten auszugehen ist. Entscheidend ist, dass der fiskalische Gesamtimpuls des Paketes gegenüber dem Vorjahr im nächsten Jahr lediglich bei gut 4 Mrd. Euro (0,2% des BIP) und im Jahr 2010 bei ca. 3,5 Mrd. Euro (0,1% des BIP) liegen wird. Dementsprechend werden auch die ausgelösten Wachstums- und Beschäftigungseffekte zu vernachlässigen sein.

#### **Föderale und europäische Koordinierung notwendig**

Die vorgeschlagenen Maßnahmen helfen dann am besten, wenn sie möglichst von allen Ge-

bietskörperschaften gemeinsam getragen werden. So sollten zumindest der Bund und die Länder sich abstimmen und gewährleisten, dass alle bereit sind, die aus dem Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren und dem Konjunkturpaket resultierenden höheren Defizite vorübergehend in Kauf zu nehmen. Darüber hinaus wird es notwendig sein, dass sich der Bund und die Länder auf eine besondere Unterstützung der Gemeinden bei den öffentlichen Investitionen einigen. Diese dürfen sich nämlich anders als der Bund und die Länder nur in sehr begrenztem Umfang verschulden. Brechen konjunkturbedingt ihre Steuereinnahmen ein, sehen sie sich daher traditionell gezwungen, ihre Investitionen zurückzufahren. Da sie immer noch deutlich mehr als die Hälfte aller öffentlichen Investitionen tätigen, gerät dieses prozyklische Verhalten schnell zu einem gesamtwirtschaftlichen Problem.

Gegenwärtig ist die kommunale Finanzlage im Durchschnitt noch gut, so dass für das nächste Jahr noch nicht mit dramatischen Investitionseinschränkungen zu rechnen ist. Sollte die gegenwärtige Krise jedoch länger dauern, müssen die Gemeinden durch Bund und Länder unterstützt werden, etwa durch die vorübergehende Senkung oder Aussetzung der Gewerbesteuerumlage, um endlich einen Abschwung ohne den automatischen Destabilisator der kommunalen Investitionskürzungen zu überstehen. Darüber hinaus sollten den immer noch zahlreichen finanzschwachen Kommunen Mittel zugewiesen werden, damit sie den aufgelaufenen Investitionsstau zügig beseitigen können.

Die Effektivität eines Konjunkturprogramms ließe sich allerdings noch deutlich steigern, wenn es

<sup>3</sup> A. Truger, D. Vesper: Öffentliche Haushalte 2008/2009: Spielräume für ein Konjunkturpaket unzureichend genutzt, IMK Report Nr. 33, November 2008.

im Euroraum koordiniert zu einem gleich starken Gegensteuern käme. In diesem Fall würden in allen Ländern die Sickerverluste nationaler Programme aufgrund steigender Importe stark begrenzt.

Die Finanzpolitik wird den gegenwärtigen Abschwung nicht mehr verhindern können – wohl aber wird sie seine Stärke spürbar verringern und seine Dauer erheblich verkürzen können. Die Bundesregie-

rung sollte die sich nun bietenden Chancen einer aktiven Fiskalpolitik entschlossen nutzen und ihr bisher völlig unzureichendes Konjunkturpaket in der hier skizzierten Richtung ausbauen.

---

Joachim Scheide

## Finanzkrise – Was die Politik tun kann

---

Die Folgen der Finanzkrise sind in den Industrieländern nun deutlich spürbar, und auch in den Schwellenländern mehren sich die Zeichen für eine kräftige Abschwächung der Konjunktur. Das zusammengefasste reale Bruttoinlandsprodukt in der Welt wird im kommenden Jahr voraussichtlich so langsam zunehmen wie seit Jahrzehnten nicht mehr, und in den Industrieländern wird die gesamtwirtschaftliche Produktion sogar erstmals seit Langem deutlich schrumpfen.

### Schwierige Konjunkturprognose

Das Ausmaß und die Länge der Rezession sind ungewöhnlich schwierig abzuschätzen, denn die Erfahrungen mit Finanzkrisen in der Vergangenheit liefern keine klare Orientierung. Vielmehr bieten sie ein großes Spektrum von möglichen Entwicklungen: In einigen Fällen schwächte sich die Konjunktur nur moderat ab, in anderen brach sie regelrecht ein und es folgte eine lange schwere Rezession. Ein Vergleich ist auch deshalb nur schwer möglich, weil frühere Krisen zumeist auf einzelne Länder oder Regionen beschränkt waren. Alles in allem bestehen erhebliche Abwärtsrisiken für die Konjunktur.

Derzeit befinden sich wichtige Indikatoren im freien Fall, Nachfrage und Produktion sind in den meisten Industrieländern deutlich

abwärts gerichtet. Dies gilt ebenfalls für Deutschland. Auch wenn sich in den vergangenen Jahren die fundamentalen Bedingungen vor allem in Folge der Arbeitsmarktreformen verbessert haben, kann sich die deutsche Wirtschaft dem Abwärtssog nicht entziehen, denn die Auslandsnachfrage beginnt wegzubrechen; auch die Inlandsnachfrage sinkt spürbar. Außerdem sind die Banken in Deutschland kaum weniger von der Krise betroffen als in den meisten anderen Ländern. Hier zu Lande stehen wir wahrscheinlich vor der schwersten Rezession in der Nachkriegszeit.

Die Finanzkrise trifft die Realwirtschaft nun mit voller Wucht, nachdem es zunächst so ausgesehen hatte, als seien die Folgen nicht dramatisch. So war die amerikanische Wirtschaft bis in das Jahr 2008 hinein scheinbar robust, gegenüber der Entwicklung in früheren Immobilienkrisen hob sich die Konjunktur in den USA zumindest eine Zeitlang positiv ab.<sup>1</sup> Auch in Deutschland setzte sich die Expansion fort. Als Folge des überraschend hohen Anstiegs des realen Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal dieses Jahres wurden die meisten Konjunkturprognosen

sogar noch nach oben korrigiert. Gleichwohl waren die Anzeichen für einen Abschwung nicht zu übersehen. Im Euroraum setzte er bereits gegen Ende 2007 ein, was zu einer Abnahme der Auftragseingänge bei der deutschen Industrie führte. Im Verlauf dieses Jahres hat sich auch das Geschäftsklima eingetrübt. Regelrecht eingebrochen ist die Konjunktur nach der Jahresmitte, als sich die Krise bei den Banken zuspitzte und unklar war, ob es nach der Pleite der Investment Bank Lehman Brothers zu weiteren Bankzusammenbrüchen kommen würde. Insofern ist die eigentliche „Überraschung“, dass die Finanzkrise erst relativ spät einen markanten Einfluss auf die Konjunkturdaten zeigte.

Die Rezession ist zwar nicht nur, aber auch als eine Korrektur der zuvor beobachteten Übertreibungen anzusehen. Das Wachstum der Weltwirtschaft in der langen Boomphase war nicht nachhaltig, denn es wurde getrieben durch eine Reihe von Fehlentwicklungen bzw. Ungleichgewichten, vor allem auf den Immobilienmärkten und damit auch im Finanzsektor. Die Realzinsen waren ungewöhnlich niedrig, weil Risiken nicht hinreichend berücksichtigt wurden; auch dies trug zu der Übersteigerung bei. Im Nachhinein erweisen sich Schätzungen für das Potentialwachstum, die sich auf die tatsächliche

---

<sup>1</sup> J. Dovern, N. Jannsen: Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten – Historischer Verlauf und Implikationen für den Konjunkturverlauf, Kieler Diskussionsbeiträge 451, Institut für Weltwirtschaft, Kiel 2008.



Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts in den vergangenen Jahren stützten, als zu hoch. Mittelfristig müssen wir uns auf einige Korrekturen einstellen. So werden die Risikoprämien wohl höher sein als noch vor wenigen Jahren. Auch deshalb dürfte das Wirtschaftswachstum geringer ausfallen als noch vor einiger Zeit erwartet.

### **Angemessene Maßnahmen der Wirtschaftspolitik**

Wie kann und sollte die Wirtschaftspolitik reagieren? Es wäre illusorisch zu erwarten, dass man mit umfangreichen Maßnahmen die Konjunktur vollkommen glätten könnte. Die Politik kann jedoch einiges tun, um die Anpassung an das neue „Gleichgewicht“ abzufedern. In der öffentlichen Debatte in Deutschland scheint es fast ausschließlich darum zu gehen, wie stark die Finanzpolitik gegensteuern sollte, um den Konjunkturreinbruch zu mildern. Dabei ist dieser Fokus aus mehreren Gründen nicht angemessen:

- Erstens ist der gegenwärtige Abschwung durch die weltweite Finanzkrise verschärft worden. Dies ist der wesentliche Unterschied zu früheren Rezessionen. Es sollte deshalb Priorität haben, die Probleme im Bankensektor zu beheben. Nach wie vor herrscht Misstrauen unter den Banken, und die Eigenkapitalbasis einer Reihe von Instituten ist empfindlich geschrumpft. Beides wirkt sich negativ auf die Kreditvergabe aus. Um eine Zuspitzung zu verhindern, muss die Politik mehr tun. Die Rekapitalisierung kann die Regierung dadurch fördern und effizienter gestalten, dass sie öffentliche Mittel als Kapitalbeteiligung in dem Maße bereitstellt, in dem Banken privates Eigenkapital gewinnen. Notfalls müssen die systemisch relevanten Banken zu einer Annahme der Kapi-

talhilfen des Bundes gezwungen werden.<sup>2</sup> Gelingt es nicht, bald eine Normalisierung der Situation herbeizuführen, wird es schwierig sein, durch andere Maßnahmen die Konjunkturaussichten zu verbessern.

- Zweitens ist bei einem konjunkturellen Abschwung auch die Geldpolitik gefordert. Viele Makroökonomien gehen sogar so weit, dass sie die Aufgabe der Stabilisierung hauptsächlich bei der Geldpolitik sehen.<sup>3</sup> Die EZB hat ihren Leitzins bereits um 175 Basispunkte verringert. Sie wird ihn weiter senken, denn die Produktionslücke im Euroraum wird sich im kommenden Jahr erheblich vergrößern, und die Inflationsrate wird schon bald die Marke von 2% unterschreiten. Auch die Inflationserwartungen, die für die Geldpolitik naturgemäß zentral sind, haben sich in jüngster Zeit spürbar zurückgebildet. Aus heutiger Sicht sollte der maßgebliche Leitzins schnell auf 1% gesenkt werden. Damit würde die EZB einen großen Beitrag zur Stabilisierung der Konjunktur leisten.
- Drittens ist zu beachten, dass die Finanzpolitik die Konjunktur durch die automatischen Stabilisatoren stützt. Sie sind in Deutschland stärker ausgeprägt als beispielweise in den USA; im kommenden Jahr dürften sie immerhin eine Größenordnung von rund 1½% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erreichen.

Alles in allem sind also durchaus Faktoren angelegt bzw. noch zu erwarten, die sich stabilisierend auswirken werden; dazu gehören auch

der Rückgang der Rohstoffpreise und die Abwertung des Euro.

### **Grenzen einer diskretionären Finanzpolitik**

Sollte die Finanzpolitik mehr tun? Die Bundesregierung hat ein Paket verabschiedet, dessen Wirksamkeit allerdings gering zu veranschlagen ist, denn abgesehen von den Anreizen für mehr Investitionen dürften die Effekte allenfalls gering sein. Subventionen oder Hilfen für einzelne Branchen wirken verzerrend und belasten die öffentlichen Haushalte unnötig.

Ganz generell werden in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur die Erfolgchancen einer diskretionären Finanzpolitik kritisch beurteilt.<sup>4</sup> Hier gelten im Prinzip dieselben Einwände wie bezüglich der diskretionären Geldpolitik: Sie kann eher schaden als nützen, denn die mittelfristigen Ziele werden mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht erreicht, und bei der kurzfristigen Stabilisierung der Konjunktur ist eine solche Politik möglicherweise unwirksam.<sup>5</sup>

Derzeit liegt aber eine besondere Situation vor: Durch die Finanzkrise können die üblichen stabilisierenden Wirkungsmechanismen gestört werden, und die Gefahr, dass sich die Banken bei der Kreditvergabe anhaltend restriktiv verhalten, ist groß. Dieser Fall ist derzeit in Deutschland zwar nicht gegeben. Es kann aber sein, dass sich die Situation wie in den USA so stark zuspitzt, dass die Finanzierungskosten trotz der Zinssenkungen durch die Notenbank nicht zurückgehen. Daher kann man in

<sup>2</sup> Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Deutschland am Rande einer Rezession, Essen 2008, S. 38 ff.

<sup>3</sup> J.B. Taylor: Reassessing Discretionary Fiscal Policy, in: Journal of Economic Perspectives, 14, Nr. 3, 2001, S. 21-36.

<sup>4</sup> M. Eichenbaum: Some Thoughts on Practical Stabilization Policy, in: American Economic Review, 87, Nr. 2, 1997, S. 236-239.

<sup>5</sup> F. Kydland, E. Prescott: Rules Rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans, in: Journal of Political Economy, 85, Nr. 2, 1977, S. 473-493.

Deutschland Maßnahmen ergreifen, um sich gegen das Risiko zu versichern, dass die Geldpolitik nicht wie sonst wirkt.

Vorgeschlagen werden häufig Maßnahmen, die schnell umgesetzt werden können, zeitlich begrenzt sind und auf einen großen Impuls für den privaten Konsum setzen; so wird auch für Deutschland vorgeschlagen, Steuergutscheine zu verteilen. Dieses Argument, das sehr stark auf eine Feinsteuerung der Konjunktur abzielt, hilft in der gegenwärtigen Lage jedoch wenig, zumal die Rezession wohl nicht auf ein oder zwei Quartale beschränkt sein wird, sondern wohl ungewöhnlich lange anhalten wird. Der wesentliche Nachteil von Steuergutscheinen ist, dass sie das Produktionsniveau allenfalls vorübergehend anheben, nicht aber den Potentialpfad.<sup>6</sup>

#### Vorrang für Wachstumspolitik

Entscheidend in der gegenwärtigen Phase der Verunsicherung ist, dass die mittelfristigen Einkommenserwartungen positiv beeinflusst werden. Daher sollte das Wirtschaftswachstum gefördert werden. Dies kann man zum einen durch öffentliche Investitionen in Sachkapital und in Humankapital erreichen, zum anderen durch Steuersenkungen, die dauerhaft sind. Beide Maßnahmen haben den großen Vorteil gegenüber kurzfristig orientierten Maßnahmen, dass sie im Hinblick auf das mittelfristige Wachstum ohnehin angebracht sind.

Auch in der gegenwärtigen Situation ist eine umfassende Reform der Einkommensteuer mit einer deutlichen Entlastung der Bürger sinnvoll. Zentral wären dabei eine

<sup>6</sup> Die Effekte der Steuergutscheine in den USA werden negativ beurteilt u.a. von J.B. Taylor: *The State of the Economy and Principles for Fiscal Stimulus. Testimony before the Committee on the Budget, United States Senate*, 19. November 2008.

Senkung der Grenzsteuersätze sowie eine Erhöhung des Grundfreibetrags. Der Vorteil wäre, dass man einerseits die Anreize erhöhen, andererseits auch Bezieher niedriger Einkommen begünstigen könnte. Eine solche Reform wird jedoch von der Bundesregierung nicht gewünscht. Eine sinnvolle Alternative ist, den Solidaritätszuschlag abzuschaffen. Diese Maßnahme lässt sich schnell umsetzen, zumal es keine Auseinandersetzungen zwischen den Gebietskörperschaften gäbe, denn die Finanzierung erfolgte allein durch den Bund. Ferner sollten auch in der Rezession die heimlichen Steuererhöhungen durch eine Verringerung der Steuersätze verhindert werden.

Die vorgeschlagenen Maßnahmen – die Abschaffung des Solidaritätszuschlags, die Vermeidung der heimlichen Steuererhöhungen sowie kurzfristig umsetzbare staatliche Investitionen – addieren sich zu einem Betrag, der im kommenden Jahr rund 1% des Bruttoinlandsprodukts ausmachen könnte. Dies wäre ein kräftiger Impuls.

Bei alledem muss jedoch klar sein, dass nach einer Normalisierung der konjunkturellen Lage wieder das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts angegangen wird, wie es den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts entspricht. So wie die Geldpolitik dann die Leitzinsen rasch anheben sollte, um die Inflationserwartungen zu kontrollieren, muss der Staat das strukturelle Budgetdefizit zurückführen. Hier sollte man auf der Ausgaben Seite ansetzen. Das Potential für Kürzungen ist vorhanden, insbesondere im Bereich der Subventionen.

#### Wiederholung der Großen Depression?

Die Konjunkturaussichten werden vorerst düster bleiben. Eine

naheliegende Frage lautet: Droht ein ähnlich dramatischer Einbruch wie in der Großen Depression? Hier sollte man sich einige Fakten in Erinnerung rufen: In den Jahren 1929 bis 1932 sank das reale Sozialprodukt in Deutschland um insgesamt 16%, und der Index der Verbraucherpreise verringerte sich gleichzeitig um 22%. Niemand erwartet heute auch nur annähernd eine solche Entwicklung. Ein wesentlicher Grund ist, dass die Ursachen der Depression besser verstanden werden und dass die Politik daraus gelernt hat.

Dies betrifft vor allem die Geldpolitik. Damals wurde – wie wir heute wissen – auf die Bankenzusammenbrüche nicht angemessen reagiert. In der Folge schrumpfte die Kreditvergabe durch die Banken, und die Geldmenge sank erheblich. Die Lage damals hat man lange Zeit mit der sogenannten Liquiditätsfalle erklärt: Die Notenbanken schienen gegen die Krise machtlos zu sein, da die Zinsen bereits sehr niedrig waren und die Geldmenge angeblich nicht erhöht werden konnte. Dieser Ansicht wurde unter anderem von Milton Friedman und Anna Schwartz widersprochen.<sup>7</sup> Eine massive Ausweitung der monetären Basis über Offenmarktoperationen wäre durchaus möglich gewesen.<sup>8</sup>

Eine weitere Studie für die USA zeigt, dass eine Politik, die sich an der Geldbasis orientiert hätte, eine

<sup>7</sup> M. Friedman, A.J. Schwartz: *A Monetary History of the United States*, Princeton 1963.

<sup>8</sup> E. Nelson, A.J. Schwartz: *The impact of Milton Friedman on modern monetary economics: Setting the record straight on Paul Krugman's „Who was Milton Friedman?“*, in: *Journal of Monetary Economics*, Nr. 55, 1977, S. 835-856. In dieselbe Richtung bezüglich der Wirksamkeit der Geldpolitik in Extremsituationen argumentiert D. Laidler: *Monetary Policy after Bubbles Burst: The Zero Lower Bound, the Liquidity Trap and the Credit Deadlock*, in: *Canadian Public Policy*, 30, Nr. 3, 2004, S. 333-340.

Rezession zwar nicht abgewendet hätte; ein schwerer Einbruch hätte aber vermieden werden können.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> B.T. McCallum: Could a Monetary Base Rule Have Prevented the Great Depression?, in: Journal of Monetary Economics, 26, Nr. 1, 1990, S. 3-26.

Gegenwärtig erhöht die amerikanische Notenbank die Geldbasis massiv, um einen Rückgang der weiter gefassten Geldmenge zu verhindern. Sollte sich die Lage auch im Euroraum zuspitzen, würde die EZB ebenfalls entschlos-

sen vorgehen und durch den Kauf von Anleihen die Geldbasis noch stärker auszuweiten. Daher ist es wahrscheinlich, dass ein so ausgeprägter Konjunkturreinbruch wie damals in der Großen Depression vermieden wird.

Klaus F. Zimmermann

## Schadensbegrenzung oder Kapriolen wie im Finanzsektor?

Der seit Sommer spürbare Rückgang der Weltkonjunktur bedroht inzwischen in vielen Ländern Beschäftigung und Wohlstand. Ausgegangen war der Rückgang von den USA, die bereits seit Jahresbeginn mit massiven Rezessionsängsten zu kämpfen hatten. Dazu kam eine sich seit Jahren hinziehende, aber nun eskalierende Krise in der Automobilindustrie, in der die Unternehmen mit falschen Kostenstrukturen und verfehlten Produktpolitiken am Markt vorbei agierten. Das massive Konjunkturprogramm der USA im Sommer 2008 war bereits nach zwei Quartalen verpufft. Seine überwiegend über Steuerschecks ausgegebenen Mittel flossen letztlich doch nur zu einem Teil in den Konsum. Das Programm hat den weiteren Konjunkturabschwung und die danach vom Schritt ins Galoppieren geratene Finanzkrise in den USA nicht verhindern können. Im Gegenteil hätte sich ohne die einsetzende Wirtschaftskrise die Auflösung der traditionellen Wallstreet kaum so vollzogen.

Die vermeintlich „schnelle“ Übertragung der Probleme von der finanzwirtschaftlichen auf die realwirtschaftliche Ebene ist also zunächst einmal das Ergebnis eines Wahrnehmungsproblems und einer Verwechslung von Ursache und Wirkung. Dazu trägt natürlich

bei, dass sich Stimmungen und Erwartungen von Konsumenten und Investoren heute wegen der unmittelbaren internationalen Kommunikation direkt anpassen. Dazu gehört aber auch, dass durch die Kommunikation der Medien eine Dramatik inszeniert wird, indem Negativmeldungen überzeichnet und Positivmeldungen schlicht ignoriert werden. So gibt es keine schnelle Übertragung der Probleme auf den Arbeitsmarkt, auf die Konsumstimmung und auf die Steuereinnahmen. Dies wird in der öffentlichen Diskussion nicht genügend gewürdigt.

Aber Panik als Kollektivsport schafft sich bekanntlich seine Realität. So wird es zunehmend schwieriger, im „Eintopf der Krise“ die Ursachen auseinander zu halten und die Eskalation des Abschwungs zu begrenzen. Beunruhigend ist auch, dass Manager und Unternehmer die allgemeine wirtschaftliche Lage zunehmend kritischer ansehen als ihre eigene oder die ihrer Branche.

Welche möglichen Rückwirkungen ergeben sich nun aus der Finanzmarktkrise für Konjunktur und Arbeitsmarkt? Zur Analyse und Prognose würde man sich elaboreierte Makromodelle wünschen, die zur Beantwortung dieser Frage geeignet sind. Die Wahrheit ist

aber, dass Finanzmärkte in allen Konjunkturmodellen nur unzureichend abgebildet sind. Das reicht, um schon in normalen Zeiten bezüglich Störungen im Finanzsektor ratlos zu sein. Dies gilt aber um so mehr, wenn der ganze Sektor zusammenzubrechen droht. Die Konsequenzen großer Systemänderungen sind allemal unprognostizierbar. Alle Aussagen bewegen sich deshalb in dieser Frage auf einem eher spekulativen Niveau.

Wohnungsmarkt und Börsen tragen in Deutschland gar nichts oder nur wenig direkt zur Abschwächung bei. Realwirtschaftlich kann die internationale Finanzkrise die deutsche Wirtschaft allerdings über eine Verstärkung der Abschwächung der Exporte erreichen, wodurch die globalen Weltmarktendenzen verstärkt werden. Beispielsweise gab es in Großbritannien, Irland und Spanien Überhitzungen auf den Immobilienmärkten, und die Konjunkturreinbrüche in diesen Ländern beeinflussen schlussendlich auch den gesamten Euroraum. Es ist allerdings noch zu früh, um einschätzen zu können, ob diese Faktoren den Abschwung wesentlich verstärken.

### Finanzkrise – Auslöser und Bewältigung

Die Finanzkrise hat ihren Auslöser in einem dreifachen Staatsver-

sagen in den USA: Eine jahrelange Niedrigzinspolitik der Notenbank, die sogar negative Realzinsen zuließ und so die Häuserspekulationsblase erst ermöglichte, die Verweigerung einer frühzeitigen Regulierung der Finanzmärkte und der Verzicht auf die Rettung von Lehman Brothers, einer systemisch wichtigen Bank. Der deutsche Staatssektor hat in dieser Krise weder durch seine tief verstrickten Staatsbanken noch durch eine besonders effektive Bankenaufsicht überzeugt. Managerschelte ist verständlich, aber sie führt nicht weiter, denn hier geht es um die systemischen Risiken einer gesamten Branche. Aber die derzeit auch international zu beobachtende neue Allherrlichkeit der Politik ist unangemessen. Die langfristige Rettung vom Staat zu erhoffen, hieße auf Sand zu bauen.

Die angemessene Reaktion auf die Finanzkrise ist eine international koordinierte Flutung der Geldversorgung, niedrige Zinsen, die Garantie der Interbankenkredite und der Spareinlagen, die Ablösung unfähiger Manager und die Bereitstellung von öffentlichem Eigenkapital durch temporäre Teilverstaatlichung (britisches Modell) oder durch die Herauslösung der Risikoaktiva in eine „Badbank“ (schwedisches Modell).<sup>1</sup> Es ist kontraproduktiv, die Banken dabei zum Kotau zu zwingen, wie dies das deutsche Rettungspaket vorsieht, da dies wegen der Stigma-Effekte die Erfolgchancen der Gesundung schmälert. Hilfe wird so erst im letzten Augenblick angenommen. Entscheidend ist, dass die Hilfs-

<sup>1</sup> Auf diese Faktoren und die Notwendigkeit einer raschen internationalen Koordination hatte ich gemeinsam mit anderen Kollegen frühzeitig hingewiesen: Vgl. A. Alesina, R. Baldwin, T. Boeri, W. Buiter, F. Giavazzi, D. Gros, S. Micossi, G. Tabellini, C. Wyplosz, K.F. Zimmermann: Europas Bankenkrise: Ein Aufruf zum Handeln, DIW Wochenbericht, Jahrgang 75, Nr. 41, 2008, S. 640 - 641.

aktion schlussendlich marktmäßig vom Verursacher finanziert wird.

Der Kern der Finanzkrise liegt aber bei dem massiven Vertrauensverlust des Finanzsektors in sich selbst. Der Sektor und die Börsen werden erst dann zur Ruhe kommen, wenn die neue internationale Finanzarchitektur steht. Der Internationale Währungsfonds und die Zentralbanken sind potenzielle Akteure auch einer künftigen Krisenbewältigung und scheiden deshalb als Kontrollinstitute aus. Nationale und supra-nationale (auf regionaler Ebene), international kooperierende Kontrollinstitute müssen mit schärferen Kontrollrechten für den gesamten Bankensektor unter Einschluss von Banken, Hedgefonds und Ratingagenturen ausgestattet werden. Die Kontrolle und Zertifizierung von Finanzprodukten muss um die Kontrollmöglichkeit ganzer Geschäftsstrategien erweitert werden. Es müssen Honorierungsgrundsätze für das Management gelten, die sich am langfristigen Unternehmenserfolg orientieren und die die Verantwortung für unternehmerisches Handeln auch monetär erfassen.

Die Finanzkrise ist eine Krise des Finanzsektors mit der Notwendigkeit von strukturellen Reformen. Sie wird erst dann Teil einer allgemeinen Wirtschaftskrise, wenn der Bankensektor, die Zentralbanken und der massiv intervenierende Staat ihre Aufgaben nicht wahrgenommen haben. Dazu gehört, für niedrige Zinsen, Bankgarantien und Kreditbereitschaft zu sorgen. Sonst kommt es zur Kreditklemme für Haushalte und Unternehmen. Die Anzeichen für eine Kreditklemme sind aber bisher dürrtig. Die Banken weisen sie von sich. Bei der europäischen Zentralbank akkumuliert dagegen die Bankenliquidität. Die Interbankenverschuldung ist noch nicht wieder in

Fahrt gekommen. Langfristige oder umfangreiche Kredite, die Konsortien aus Banken erfordern, sind risikoreich und werden deshalb nur zögerlich angeboten. Tatsächlich berichten große Firmen von zunehmenden Restriktionen bei der Kreditvergabe, die die der kleinen und mittleren Unternehmen jetzt in ungewöhnlicher Weise überschreiten. Aber kann man den Banken, denen man jetzt einerseits vorwirft, Risiken bei ihren Produkten nicht bedacht zu haben, diese Vorsicht jetzt vorhalten? Und die gemessenen Engpässe bei allen Unternehmen liegen immer noch erheblich unter denen vor fünf Jahren. Dies ist kein Beleg für eine große Krise.

Unterstellt man einmal, dass Investoren und Konsumenten falschem Krisengerede nicht auf den Leim gehen, dann kann die Finanzkrise erst in die Wirtschaftskrise zurückschwappen, wenn es zu einer Kreditklemme kommt. Das wäre aber dann angesichts der umfangreichen gemeinsamen Anstrengungen von Staat und Zentralbank ein massives Zeichen des Misserfolges dieser Maßnahmen.

#### **Für einen neuen Keynesianismus?**

Noch nie ist ein Wirtschaftsabschwung durch antizyklische Maßnahmen gestoppt worden. Wohl aber sollte die Zinspolitik stimulierend und die Budgetpolitik antizyklisch sein, um die Entwicklung nicht unnötig zu verschärfen und die Bewältigung der Krise hinauszuzögern. Insoweit sind wir alle Keynesianer. Allerdings muss man sich der nur langfristigen Wirkung dieser Maßnahmen bewusst sein, die häufig noch nachwirken, wenn sich bereits der Folgeboom abschwächt. Die seit längerem einsetzende weltwirtschaftliche Abschwächung ist eine Nachfrageschwäche, die keynesianische Maßnahmen vertretbar macht. Fi-

nanz- und Autokrisen sind aber Strukturkrisen und müssen auch als Strukturkrisen angepackt werden. Diejenigen, die fälschlicherweise alleine die Finanzkrise hinter der eskalierenden Wirtschaftskrise stecken sehen, behaupten auch, dies sei keynesianisch. Sie irren, oder sie agieren als Trittbrettfahrer der Finanzkrise.

Unter dem Eindruck der sich entwickelnden Arbeitsmarktrisiken haben viele Staaten Konjunkturprogramme aufgelegt. Es ist richtig, den mittelfristigen Ausgabenkurs konsequent und wachstumsorientiert fortzusetzen und dabei insbesondere an Ausgaben für Infrastruktur, Bildung, Forschung, Innovationen und Familie festzuhalten. Wo möglich, können langfristig geplante Projekte vorgezogen werden. Abschreibungserleichterungen begünstigen vorgezogene Investitionen und sind deshalb zu begrüßen. Konjunkturbedingte Steuerausfälle und steigende Ausgaben für Arbeitslosigkeit sowie die Sanierungsaufwendungen zur Beseitigung der Finanzmarktkrise dürfen nicht hereingespart werden. Die öffentlichen Haushalte müssen durchhängen können, wie es der Maastricht-Vertrag in Krisenzeiten vorsieht. Ein Eventualhaushalt zur Verkürzung der Entscheidungen in einer sich verstärkenden Krise ist bedenkenswert.

Eine europaweite temporäre Senkung der Mehrwertsteuer wäre vertretbar, wenn sie denn symbolisch als gemeinsamer europäischer Kraftakt verstanden würde. Sie zielte aber eher auf die öffentliche Stimmung, denn auf die direkten realwirtschaftlichen Effekte: Die Steuersenkung müsste von den Unternehmen in Form von Preissenkungen weiter gegeben werden und auch zu mehr Konsumbereitschaft bei den privaten Haushalten führen. Wegen des transitorischen

Charakters dieser Maßnahmen würde wahrscheinlich ein Großteil der bei den Haushalten ankommenden realen Einkommenszuwächse gespart.

Haushalte und Unternehmen sehen sich aber bereits jetzt mit einer starken Abschwächung der Preissteigerungen konfrontiert. Die massive Verringerung der Energiepreise, die diese Entwicklung treibt, ist für sich genommen bereits ein erhebliches Konjunkturprogramm. Sie schafft der Wirtschaft Entlastung in einer Größenordnung von 25 bis 30 Mrd. Euro, also etwa 1,5% des Bruttoinlandsprodukts. Dies kann als ein unmittelbarer Test auf die Einflusswirkungen möglicher staatlicher Maßnahmen angesehen werden. Bleibt dies wirkungslos, dann sind auch normale wirtschaftspolitische Programme ohne Einfluss.

Konjunkturprogramme haben unter den derzeitigen Rahmenbedingungen nur symbolischen Charakter: Sie sind entweder unnötig, wirken zu spät oder sie sind im Falle der konjunkturpolitischen Kernschmelze nicht umfangreich genug. Allgemeine Steuersenkungen sind weder geeignet, einen Konjunkturimpuls zu setzen – denn sie würden zu spät wirksam werden – noch sind sie nachhaltig für die Wirtschaftserwartungen, denn sie würden die Haushalts-sanierung gefährden. Die bisher ergriffenen konjunkturpolitischen Maßnahmen der Bundesregierung sind wenig systematisch und tragen der hier vorgetragenen Wertung Rechnung, indem sie nur ein politisches Pflichtprogramm darstellen. Sie schützen vor dem Vorwurf, nichts unternommen zu haben.

Die Pläne des neuen US-Präsidenten zur Sanierung und zum Ausbau der Infrastruktur, der Schulen und der Krankenhäuser stellen

dagegen eine langfristig angelegte Wachstumspolitik dar, die nicht auf einen kurzfristigen Impuls setzt. Die Obama-Pläne genügen den Anforderungen an eine Makropolitik mit Augenmaß, die sich zu einer langfristig nachhaltigen Haushaltspolitik bekennt, aber Sensibilität für die sozialen Risiken nicht vermissen lässt. Hier verbinden sich Rhetorik, mit Vision und makroökonomischen Zwängen.

#### Fazit

Die deutsche Bundesregierung verdient Respekt und Unterstützung für ihre Haltung, zunächst mehr Evidenz über die Stärke des wirtschaftlichen Einbruchs und die Wirkungen automatischer Stabilisatoren zu erhalten. Zwar sind die Erwartungen über die Absatzchancen in der Industrie schlecht, aber Dienstleistungen, Konsum, Beschäftigung und Steuereinnahmen entwickeln sich stabil. Neben der Inflation geht auch der Außenwert des Euro zurück und federt die Wirkung des Rückgangs der Weltkonjunktur für die deutsche Wirtschaft ab.

Setzt sich allerdings das negative Wirtschaftswachstum auch im vierten Quartal dieses Jahres kräftig fort, dann wäre dies tatsächlich bedenklich. Genaue Zahlen sind dafür allerdings erst Anfang Februar zu erhalten. Bis dahin sollte sich die Wirtschaftspolitik mit neuen Maßnahmen zurückhalten. Das schließt nicht aus, dass schon jetzt an einem Eventualhaushalt mit langfristigen Maßnahmen für Infrastruktur, Forschung, Bildung und Familie gearbeitet wird. Dies gibt die Option für schnelles Handeln, wenn sich die Krise erheblich verstärken würde. Es sollte aber auch festgeschrieben werden, wie die zu erwartenden Defizite nach der Bewältigung der Krise wieder hereingespart werden.