

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 vorbeigingen. 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 elaborierte 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 Staatsversagen 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. Managementschelte 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 Hilfsaktion 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 dürftig. 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. Finanz- und Auto Krisen sind aber Strukturkrisen und müssen auch als Strukturkrisen angepackt werden. Diejenigen, die fälschlicherweise die Finanzkrise hinter der Wirtschaftskrise stecken sehen, behaupten auch, diese Krise 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 Ausgaben-

<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. Buiters, 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.

kurs 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 Haushaltssanierung 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.