

# Themenheft: Weltfinanzkrise

Chronik der Weltfinanzkrise

Die Weltfinanzkrise im Spiegel der  
Konjunkturprognosen des IWH

Internationale Finanzintegration und Stabilität

Die Phasen der weltweiten Finanzkrise

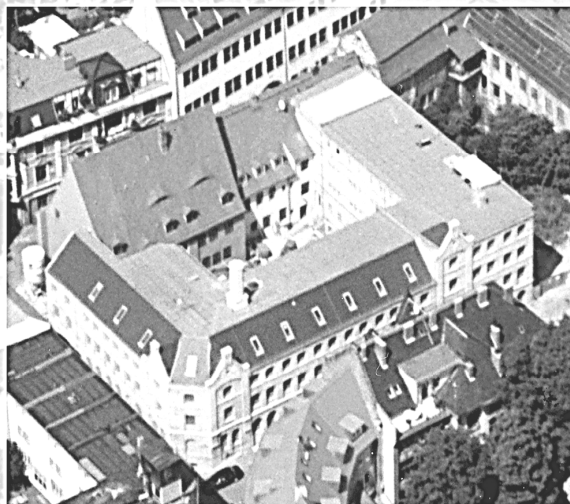
Mittel- und Osteuropa wird von der  
globalen Finanzkrise angesteckt

Spannungen im Euroraum  
unter dem Druck der Weltfinanzkrise

Realwirtschaftliche Auswirkungen der  
Weltfinanzkrise – was kann der Staat tun?

Die Kommunen in der Finanzkrise:  
Kurzfristig Gewinner, langfristig Verlierer

Divergenz als Schicksal? Aufgaben für die  
Wirtschaftspolitik im Nachgang zur Weltfinanzkrise



## Editorial

Bei den großen staatsphilosophischen Denkern nimmt die Frage der Rechtfertigung des Staates eine bedeutende Rolle ein. Aus ihr definiert sich das Abhängigkeitsverhältnis zwischen Staat und Bürgern – ob zweiseitiger oder Begünstigungsvertrag –, der Machtanspruch des Staates – ob starker oder schwacher Staat –, die Mitbestimmungsrechte – von *volonté générale* und Etatismus zu *volonté particulière* und klassischem Liberalismus – bis hin zur Frage, ob die Möglichkeit besteht, den Vertrag zu kündigen – kollektiv oder durch Emigration.

Vor etwa einem Jahr ist eine neue Staatsrechtfertigung hinzugetreten. Systemrelevanz: Sie besagt, dass es in der Wirtschaft institutionelle Arrangements gibt, in denen intern alles miteinander verbunden, alles endogen ist und die nach außen nicht ersetzt werden können. Auch wenn solche Arrangements wettbewerblich organisiert sind, kann der Zusammenbruch eines Unternehmens dazu führen, dass nicht nur die anderen Unternehmen innerhalb dieses Arrangements, sondern das gesamte Wirtschaftssystem mitgerissen werden. Die Zerstörung wäre damit vollständig, einzelne Komponenten ließen sich nicht isolieren, in Quarantäne stellen und retten. Der Kollaps wäre total. Sobald also etwas als „systemisch“ identifiziert wird, darf – ja muss – der Staat im Fall einer Krise eingreifen, um deren Bewältigung zu organisieren. Denn die klassischen Instrumente der Wirtschaftspolitik greifen offensichtlich nicht mehr: Eine Neutralisierungspolitik, welche die Folgen für die Betroffenen abmildert – klassisch ist die Zahlung von Arbeitslosenunterstützung – wird unbezahlbar, sobald das Gesamtsystem zusammenbricht. Ein ursachengerechter Eingriff erscheint ebenso nicht denkbar, weil der singuläre Wirkungskanal fehlt. Früher sah man Geld als eine Institution an, die öffentlich zu organisieren war, und die Erfahrung lehrt, dass diese Einschätzung richtig ist. Heute stehen offensichtlich die Finanzinstitutionen im Allgemeinen unter dem Schutz des Staates.

Das Verständnis vom „starken Staat“ hat sich damit gewendet. Es ist nicht der den Ordnungsrahmen spendende und auch kraftvoll durchsetzende liberale Staat, es ist nicht mehr der klassische Sozialstaat oder der etatistische Staat, der ergänzend die Güter der Daseinsvorsorge bereitstellt. Es ist der prozesspolitisch direkt intervenierende Staat.

Nicht uninteressant ist zu untersuchen, wie der Staat mit dem Problem der „Systemrelevanz“ von Geld und Kredit umzugehen gelernt hat. Er musste begreifen, dass nur eine unabhängige Zentralbank fähig ist, der moralischen Versuchung, sich ökonomisch oder politisch zu bereichern, zu widerstehen. Das hat die Stabilität der Weltwährungssysteme erhöht, aber auch stabile Währungen nicht unanfechtbar gegen Ansteckung durch schwache Währungen gemacht.

Dieses Themenheft versucht, Licht in dieses „Alles hängt mit allem zusammen“ zu bringen. In einem Überblick über die Krisenerscheinungen, nämlich ab dem Jahr 2006, wird die Chronologie der Ereignisse dargestellt, die als Symptome der sich anbahnenden Krise weit später als die sehr tiefliegenden Ursachen sichtbar werden – genannt wird hier u. a. die Zinspolitik der US-Notenbank. Offensichtlich ist auch

eine unabhängige Zentralbank nicht gegen die Hybris des scheinbar wirtschaftlich Machbaren gefeit. „Was einmal gedacht wurde, kann nicht mehr zurückgenommen werden“, schreibt *Dürrenmatt* in „Die Physiker“. Ökonomisch gewendet: Für die gegenwärtige Krise in dieser Schwere gab es nichts „Gedachtes“, vor allem kein durchstrukturiertes formales Modell. Hinzu trat, dass eine der wenigen Annäherungen, das Finanzkrisenmodell von *Minsky*, aufgrund seines keynesianischen Rahmens außerhalb des Mainstreams lag. So existierte zu dem Zeitpunkt, da ein aus heutiger Sicht falscher Weg eingeschlagen wurde, kaum eine systematische Möglichkeit, diesen analytisch zu identifizieren. Den meisten rührigen Propheten, die das Debakel schon vor Jahren vorhergesehen haben wollen, standen seinerzeit mindestens ebenso viele und ebenso glaubwürdige (oder unglaubwürdige) Personen gegenüber, die an eine „weiche Landung“ glaubten. Hier liegt, wie auch in einem Beitrag über die Einschätzung der Prognosen des IWH aus heutiger Sicht ausgeführt wird, ein unabhängig vom Wissenschaftsgebiet inhärentes Problem jeder wissenschaftlich fundierten Vorhersage.

Gerade deshalb muss die Krise zugleich Herausforderung für eine verbesserte theoretische Durchdringung der zugrunde liegenden Sachverhalte sein. Die mit der internationalen Integration verbundene Vermögensstruktur als Ergebnis von Investition und Ersparnis und die damit verbundenen neuen Geschäftsmodelle der Finanzinstitutionen werden thematisiert. Unzureichende Steuerungsmöglichkeiten der Zentralbank vor dem Hintergrund eines international unzureichenden und auch nicht konsistenten Regulierungsrahmens sind dann als wesentliche Ursachen zu benennen. Diese begünstigten „wandernde“ Spekulationsblasen, die also von einem Vermögensbereich zu einem anderen ziehen, im konkreten Fall von den Aktien über die Immobilien- zu den Rohstoffmärkten, und die gleichzeitig die internationale Finanzmarktregulierung vor ungeahnte Herausforderungen stellten.

In Europa sind nicht nur jene Länder besonders stark betroffen, die mit der Einführung des Euro nicht bereit waren, diesem europäischen Primat ihre Fiskalpolitik und ihre Lohnsetzung zu unterwerfen. Betroffen sind auch solche Länder, vor allem in Mittel- und Osteuropa, die in ihrem Aufholprozess scheinbar alles richtig gemacht haben: Sie setzen auf Investitionen in den öffentlichen und privaten Kapitalstock, was fast unvermeidlich zu einer Verschuldung und einer negativen Leistungsbilanz führt. Die verbesserte Wettbewerbs- und damit Exportfähigkeit sollte langfristig den Anschluss an den Wohlstand Zentraleuropas ermöglichen. In dieser Aufholjagd wurden diese Länder von der Weltfinanzkrise „kalt erwischt“. Ein weiterer Beitrag befasst sich mit den Krisenländern Europas und fragt, ob die No-Bail-out-Klausel glaubhaft ist. Ohne Hilfe wird der Integrationsprozess um Jahre zurückgeworfen, was neue Kosten entstehen lässt, und Deutschland werden die Exportmärkte noch stärker als bisher wegbrechen.

War die Idee eines Europas mit konvergenter wirtschaftlicher Entwicklung zu hoch gegriffen? Welche wirtschaftspolitischen Folgerungen sind zu ziehen und welche Empfehlungen wurden im Rahmen der wirtschaftspolitischen Beratung und der Presseaktivitäten des IWH gegeben? Die ökonomische Theorie legt nahe, dass Divergenz die Normalität darstellt und es einer intelligenten Wirtschaftspolitik bedarf, die zugrunde liegenden Mechanismen für das Konvergenzziel zu nutzen. Das betrifft zunächst die Europäische Union, aber auch die unterste, kommunale Ebene. Für diese wird gezeigt, dass die Belastungen aus der Finanzkrise infolge „intelligenter“ Finanzierungen, aber auch durch den Versuch, konjunkturell gegenzusteuern, erheblich sind.

*Ulrich Blum,  
Präsident des IWH*

## Inhaltsverzeichnis

Editorial	
<i>Ulrich Blum</i> .....	2
Chronik der Weltfinanzkrise	
<i>Juliane Scharff</i> .....	5
Die Weltfinanzkrise im Spiegel der Konjunkturprognosen des IWH	
<i>Diemo Dietrich, Axel Lindner</i> .....	8
Internationale Finanzintegration und Stabilität: Ursachen und vorläufige Lehren aus der internationalen Bankenkrise 2007/2008	
<i>Diemo Dietrich, Achim Hauck</i> .....	13
Die Phasen der weltweiten Finanzkrise: Gibt es eine „wandernde“ spekulative Blase?	
<i>Lucjan Orlowski</i> .....	20
Mittel- und Osteuropa wird von der globalen Finanzkrise angesteckt	
<i>Hubert Gabrisch</i> .....	26
Spannungen im Euroraum unter dem Druck der Weltfinanzkrise	
<i>Diemo Dietrich, Axel Lindner</i> .....	34
Realwirtschaftliche Auswirkungen der Weltfinanzkrise – was kann der Staat tun?	
<i>Kristina van Deuverden</i> .....	39
Die Kommunen in der Finanzkrise: Kurzfristig Gewinner, langfristig Verlierer	
<i>Martin T. W. Rosenfeld</i> .....	43
Divergenz als Schicksal? Aufgaben für die Wirtschaftspolitik im Nachgang zur Weltfinanzkrise	
<i>Ulrich Blum, Jutta Günther, Udo Ludwig</i> .....	48
Ausgewählte Pressebeiträge, Oktober 2008 bis März 2009 .....	53
Frankfurter Allgemeine Zeitung vom Freitag, dem 17. Oktober 2008.....	54
Financial Times Deutschland vom Mittwoch, dem 22. Oktober 2008.....	55
Financial Times Deutschland vom Montag, dem 24. November 2008.....	56
Rheinischer Merkur vom Donnerstag, dem 15. Januar 2009.....	57
Süddeutsche Zeitung vom Dienstag, dem 20. Januar 2009 .....	58
Financial Times Deutschland vom Dienstag, dem 3. März 2009.....	59

## Chronik der Weltfinanzkrise

Die Weltfinanzkrise nahm ihren Ausgang im Herbst 2006, als der Abschwung auf den US-Immobilienmärkten einsetzte. Seit Beginn des Jahrzehnts erlebten diese einen Boom, der Anteil privatfinanzierter Hypothekenkredite minderer Bonität (*subprime mortgages*) nahm stark zu. Eine Vielzahl der Kredite wurde durch Finanzinstitute als so genannte *mortgage backed securities* verbrieft und weiterverkauft. Insbesondere die Verbriefung von Kreditforderungen jenseits des Prime-Segments wurde mit Hilfe der *collateralized debt obligations* (CDO) ausgeweitet. Die seit Ende 2006 zunehmenden Zahlungsausfälle bei Hypothekenkrediten führten über vermehrte Zwangsverkäufe zu einem verstärkten Preisdruck auf den Immobilienmärkten. Finanzpapiere, die von den Finanzinstituten unter Einbeziehung der Hypothekenkredite emittiert und gehandelt wurden, verloren drastisch an Wert. Dies gefährdete die Stabilität von auf Immobilienkredite spezialisierten Finanzinstituten. Im Folgenden werden wichtige Ereignisse der Weltfinanzkrise chronologisch aufgeführt.

**April 2007:** Der Hypothekenfinanzierer New Century Financial, einer der größten US-Hypothekenfinanzierer im Subprime-Segment, beantragt Insolvenz.

**Juli 2007:** Die Rating-Agenturen stufen eine große Anzahl von Wertpapieren, die mit Forderungen aus Hypothekenkrediten besichert sind, herab. Daraufhin verlieren diese, aber auch andere Vermögens-titel, die auf Kreditforderungen beruhen, deutlich an Wert, und zwar sowohl in den USA als auch in Europa. Der Handel mit einigen kreditbesicherten Wertpapieren kommt sogar nahezu zum Erliegen. In der Folge geraten insbesondere Finanzinstitute, die sich kurzfristig auf den internationalen Geldmärkten refinanzieren müssen und auf *asset backed securities* (also durch Vermögenswerte besicherte Finanzinstrumente) als Sicherheiten angewiesen sind, in Liquiditätsprobleme. In den USA brechen zwei Hedgefonds der Investmentbank Bear Stearns, die stark in mit Immobilien besicherten Wertpapieren investiert haben, zusammen.

Auch außerhalb der USA bekommen Finanzinstitute zunehmend Probleme. Die Düsseldorfer IKB

Industriebank, die Sachsen LB, die WestLB und die BayernLB haben aufgrund von Fehlspekulationen am US-Immobilienmarkt Liquiditätsengpässe. Im Zuge einer Rettungsaktion für die IKB übernimmt die staatliche KfW-Bank, Hauptanteileseignerin der IKB, am 30. Juli Kreditzusagen über etwa acht Mrd. Euro an amerikanische Anlagegesellschaften.

**August 2007:** Die Finanzinstitute müssen immer neuen Abschreibungsbedarf verkraften, und das Misstrauen unter den Banken wächst stetig. Die Notenbanken reagieren Mitte August mit einer Liquiditätsausweitung. Am 9. August führt beispielsweise die Europäische Zentralbank (EZB) dem Geldmarkt erstmals seit September 2001 wieder zusätzliche Liquidität zu (95 Mrd. Euro), um die Tagesgeldzinsen, d. h. die Zinsen, mit denen sich die Banken kurzfristig Liquidität an den Geldmärkten besorgen, zu senken. Die US-Notenbank (Fed) leitet im September 2007 einen Zinssenkungszyklus (von 5,25% auf mittlerweile 0%) ein. Die EZB erhöht im September nicht – wie zuvor angekündigt – den Leitzins. Am 26. August wird der Verkauf der Sachsen LB an die Landesbank Baden-Württemberg beschlossen, nachdem die Sparkassen Kredite in Höhe von ca. 17 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt haben.

**September 2007:** Die britische Hypothekenbank Northern Rock gerät in einen akuten Liquiditätsengpass. Zahlreiche Anleger fürchten um ihre Einlagen, es kommt zu einem *bank run*. Die Regierung und die Bank von England garantieren die Einlagen. Im Februar 2008 wird der britische Baufinanzierer letztendlich vom Staat übernommen.

**Januar 2008:** Das Jahr beginnt mit Turbulenzen an den Börsen, der DAX erlebt den größten Kurseinbruch seit September 2001. Die US-Hypothekenbank Countrywide wird von der Bank of America übernommen. Die WestLB erhält von den Eigentümern, dem Land Nordrhein-Westfalen und den Sparkassenverbänden, eine Kapitalspritze in Milliardenhöhe. Die Fed senkt den Zinssatz weiter deutlich.

**Februar 2008:** In den USA wird von der Bush-Regierung ein Konjunkturprogramm (*Economic Stimulus Act of 2008*) im Umfang von 150 Mrd. Dollar beschlossen.

**März 2008:** Die fünftgrößte US-Investmentbank Bear Stearns wird mittels Übernahme durch den Konkurrenten JP Morgan Chase vor der Zahlungsunfähigkeit bewahrt. Das Geschäft wird erst durch umfangreiche Garantien der US-Notenbank ermöglicht. Die Aktie der US-Bank Lehman Brothers verliert stark an Wert, da Vermutungen über ähnliche Finanzierungsprobleme laut werden.

**Juli 2008:** Der größte unabhängige börsennotierte Hypothekenfinanzierer in den USA, Indy Mac, bricht zusammen.

**September 2008:** Die Weltfinanzkrise spitzt sich drastisch zu. Am 7. September übernimmt die US-Regierung die Kontrolle bei Fannie Mae und Freddie Mac, den beiden größten Baufinanzierern in den USA. Die US-Investmentbank Lehman Brothers geht am 15. September in Insolvenz, die US-Investmentbank Merrill Lynch wird am selben Tag von der Bank of America übernommen. Die Börsen reagieren auf diese Nachrichten mit Verlusten, der DAX fällt zeitweise unter 6 000 Punkte. Am 16. September stützt die US-Notenbank den Versicherungsriesen AIG mit einem Notkredit von 85 Mrd. Dollar, im Gegenzug übernimmt die US-Regierung die Konzernmehrheit. Die Notenbanken bieten den Finanzmärkten am 18. September weltweit insgesamt 180 Mrd. US-Dollar zusätzliche Liquidität an, um die Spannungen auf den Geldmärkten abzuschwächen. Am nächsten Tag kündigt die US-Regierung ein 700-Mrd.-Dollar-Rettungspaket für die Finanzbranche (*Troubled Asset Relief Program, TARP*) an, Anfang Oktober wird das Programm vom Kongress als *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* beschlossen. Die beiden letzten verbliebenen Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley verzichten am 21. September auf ihren Sonderstatus und werden gewöhnliche Geschäftsbanken; sie sind damit der Aufsicht der US-Notenbank unterstellt, erhalten aber Zugang zu einem breiteren Refinanzierungsspektrum und dem Einlagensicherungsfonds. Am 25. September wird bekannt, dass die größte

US-Sparkasse Washington Mutual vom Finanzkonzern JP Morgan Chase übernommen wird. Der deutsche Immobilienfinanzierer Hypo Real Estate wird am 29. September durch Bürgschaften von Staat und Privatbanken (35 Mrd. Euro) zunächst vor dem Zusammenbruch bewahrt. Die irische Regierung garantiert am 30. September in einer Größenordnung von 400 Mrd. Euro für Einlagen bei den sechs großen Banken des Landes.

**Oktober 2008:** Am 5. Oktober verkündet auch die deutsche Regierung eine Komplettgarantie für private Spareinlagen. Das Rettungspaket für die Hypo Real Estate muss auf 50 Mrd. Euro aufgestockt werden. Die Kurseinbrüche an den Börsen halten an. Die Europäische Zentralbank, die US-Notenbank sowie die Zentralbanken von Großbritannien, China, Schweden, der Schweiz und Kanada senken am 8. Oktober in einer konzertierten Aktion die Leitzinsen. Am 17. Oktober wird das „Finanzmarktstabilisierungsgesetz“ der Bundesregierung beschlossen, das u. a. die Einrichtung eines „Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung“ (SOFFIN) vorsieht. Der Fonds kann bis zu einem Volumen von 400 Mrd. Euro Bürgschaften abgeben und sich auch mit bis zu 80 Mrd. Euro an der Eigenkapitalbasis von Geldinstituten beteiligen. Am 21. Oktober wird bekannt, dass die BayernLB als erste Bank die Milliardenhilfen des Rettungspakets der Bundesregierung in Anspruch nimmt. Auch andere EU-Länder beschließen Notpakete, um den Finanzsektor zu stabilisieren. Die US-Regierung lädt am 22. Oktober zu einem Weltfinanzgipfel der G20-Staats- und Regierungschefs im November in Washington ein. Am 29. Oktober sichern der Internationale Währungsfonds (IWF), Weltbank und Europäische Union Ungarn Finanzhilfen in Höhe von 20 Mrd. Euro zu. Kurz darauf erhält auch die Ukraine vom IWF einen Milliardenkredit.

**November 2008:** Nach der BayernLB nehmen am 3. November auch die Commerzbank sowie die Landesbanken HSH Nordbank und WestLB das Rettungspaket der Bundesregierung in Anspruch. Die Bundesregierung beschließt am 5. November ein Konjunkturpaket im Umfang von rund zwölf Mrd. Euro. Die Landesbank Baden-Württemberg erhält am 21. November von ihren Haupteigentümern, dem Land Baden-Württemberg und den Spar-

kassen, eine Kapitalspritze von fünf Mrd. Euro. Am 25. November kündigt die US-Notenbank an, in großem Umfang mit Krediten besicherte Wertpapiere aufkaufen zu wollen.

**Dezember 2008:** Die BayernLB wird mittels Eigenkapitalzufuhr in Höhe von zehn Mrd. Euro durch das Land Bayern gestützt.

**Januar 2009:** Die Commerzbank wird teilverstaatlicht. Der Bund beteiligt sich direkt am Aktienkapital der Commerzbank (25% plus einer Aktie), die mehr als zehn Mrd. Euro aus dem Bankenrettungsfonds erhält. Die Bundesregierung beschließt am 13. Januar ein zweites Konjunkturpaket im Umfang von 50 Mrd. Euro.

**Februar 2009:** In den USA tritt mit dem *American Recovery and Reinvestment Act of 2009* ein umfangreiches Konjunkturprogramm (787 Mrd. US-Dollar) in Kraft. In Deutschland wird am 18. Februar eine Ergänzung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes beschlossen, durch die eine vollständige Übernahme eines angeschlagenen Finanzinstituts durch den Staat als Ultima Ratio ermöglicht wird. Die Börsen setzen ihre Talfahrt fort, der DAX fällt am 23. Februar unter die 4 000-Punkte-Marke.

**März 2009:** Die amerikanische Regierung greift dem Versicherungskonzern AIG in einer erneuten Rettungsaktion mit einer Kapitalspritze unter die Arme. Die Einbrüche an den Börsen halten an, der Dow-Jones-Index fällt am 2. März erstmals seit Oktober 1997 wieder unter die Marke von 7 000 Punkten. Die EZB und die Bank von England senken ihre Leitzinsen jeweils auf Rekordtiefs von 1,5% bzw. 0,5%.

Mitte März kauft die Bank von England außerdem britische Staatspapiere von Investoren oder Banken auf. Kurz darauf kündigt auch die US-Notenbank an, in den kommenden Monaten langlaufende amerikanische Staatsanleihen zu kaufen. Der US-Finanzminister stellt Ende März ein Programm vor (*Public-Private Investment Programme*), mit dem das Finanzsystem von Problemkrediten und riskanten Wertpapieren befreit werden soll.

*Juliane Scharff*  
(*Juliane.Scharff@iwh-halle.de*)

## Die Weltfinanzkrise im Spiegel der Konjunkturprognosen des IWH

Das IWH hat erst spät, nämlich gegen Ende des Jahres 2008, erkannt, dass die Weltfinanzkrise die entwickelten Volkswirtschaften in eine schwere Rezession stürzen würde. Zuvor waren die Zeichen der Zeit nicht nur von den Hallenser Konjunkturforschern, sondern von der großen Mehrzahl der Prognostiker weltweit missdeutet worden. Dabei hatte sich die internationale Konjunktur schon fast das gesamte Jahr über abgeschwächt. Ist also der Blick auf Konjunkturprognosen wie die des IWH Zeitverschwendung? Im Folgenden soll gezeigt werden, dass *in den Texten* der Gutachten – und zwar gerade in den prognostischen Teilen – die Gefahren oft recht zutreffend angesprochen wurden. Damit zeigt sich aber auch, dass bei der Informationsverdichtung auf Punktprognosen hin – letztlich auf die Vorhersage des Wirtschaftswachstums im kommenden Jahr – zu viel, manchmal das Wichtigste, verlorengeht.

Am IWH wird in regelmäßigen Abständen eine ganze Reihe von Konjunkturgutachten verfasst. Neben den hauseigenen Prognosen für die internationale und die deutsche Wirtschaft sind im Folgenden die Mitarbeit an der Gemeinschaftsdiagnose wirtschaftswissenschaftlicher Institute im Auftrag der Bundesregierung sowie die Mitarbeit am European Forecasting Network (EFN) von Interesse.<sup>1</sup> Das Grundschema der Gutachten ist immer gleich: Nach einer *Analyse* der gegenwärtigen konjunkturellen Lage wird in einem *Ausblick* der wahrscheinlichste Pfad der konjunkturellen Entwicklung in den nächsten ein bis zwei Jahren in Wort und Zahl zusammengefasst. Daran schließt sich ein Abschnitt über *Risiken* an; dort geht es um andere denkbare, aber nicht ganz so wahrscheinliche Verläufe, die meist nicht quantifiziert werden.

Es versteht sich von selbst, dass die Weltfinanzkrise seit ihrem Einsetzen im Sommer 2007 Gegenstand der analytischen Teile der Konjunkturgutachten war. Diese Problemaufrisse sind aber nicht Gegenstand des vorliegenden Beitrags. Viel-

mehr geht es um eine kritische Bestandsaufnahme dessen, was zur Weltfinanzkrise, ihren Ursachen und ihren Effekten in den prognostischen Abschnitten der Gutachten geschrieben worden ist.

### *Eine kurze Zeitreise durch die Gutachten*

Bereits vor dem Herbst 2006 wurde häufig auf das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA als ein wichtiger Risikofaktor hingewiesen. So heißt es im EFN Economic Outlook for the Euro Area im Sommer 2006:

„The major risks [...] come from a more abrupt weakening of private US demand, and from a renewed oil price hike. Both points are now and for the foreseeable future standard risk factors, given the ever widening current account deficit of the US economy, and given the political lability of important oil producing countries.“<sup>2</sup>

Heutzutage meinen viele Experten, dass das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA eine wesentliche Ursache der Weltfinanzkrise war: Die hohen Kapitalzuflüsse trugen wesentlich zum Aufbau der Immobilienblase in den USA bei. Bereits im Herbst 2006 sprach die Gemeinschaftsdiagnose die Immobilienpreisentwicklung in den USA als wesentlicher Risikofaktor an:

„Nicht auszuschließen ist [...], dass dem Boom ein regelrechter Einbruch bei den Immobilienpreisen folgt, gerade wenn sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld deutlicher als erwartet verschlechtert.“<sup>3</sup>

Das Ende des Immobilienbooms brachte ab Sommer 2007 die Finanzmärkte über ein Einbrechen der Marktpreise für hypothekengestützte Wertpapiere aus dem Gleichgewicht. Diese Wertpapiere bündelten Ansprüche aus vielen verschiedenen Hypothekenverträgen auf hochkomplexe Weise. Ziel war eine Reduktion des Anlagerisikos durch Di-

<sup>1</sup> Im Rahmen der Gemeinschaftsdiagnose erstellt eine Arbeitsgemeinschaft wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute im Auftrag der Bundesregierung zweimal im Jahr ein Gutachten zur Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft. Das EFN prognostiziert vierteljährlich die Wirtschaftsentwicklung im Euroraum.

<sup>2</sup> Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, summer 2006 report, p. 5.

<sup>3</sup> Vgl. DIW Berlin; HWWA; ifo; IfW Kiel; IWH; RWI: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2006, in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 2/2006, S. 11.



versifizierung. Schon der im Dezember 2006 verfasste Jahresausblick des IWH hatte auf die konjunkturelle Bedeutung solcher damals recht jungen Instrumente hingewiesen:

„Auffällig niedrig blieben die Renditedifferenzen zwischen risikobehafteten Titeln (etwa von Unternehmen von nicht erstklassiger Bonität) und denen mit hoher Sicherheit wie Staatspapieren. Offensichtlich vertrauen die Finanzmärkte darauf, dass die modernen Finanzmarktinstrumente die Anleger auch in konjunkturell etwas ungünstigeren Zeiten von den ärgsten Risiken abschirmen werden.“<sup>4</sup>

Bereits im Winter 2006/07 tauchte der Gedanke auf, dass dieses Vertrauen möglicherweise nicht gerechtfertigt war. Das EFN schrieb im März 2007 (*spring report*):

„Financial markets are a major risk factor: while low interest rates have generally strengthened the present upswing, capital costs were relatively low in particular for risky investment projects; this can be explained by the spread of new sophisticated financial instruments like collateralized debt obligations that diversify risk more efficiently among investors. It is an open question whether these instruments will prove as useful shelters this year, when economic conditions might be somewhat more difficult.“<sup>5</sup>

Zugleich wurde auf die Verschlechterung der Lage auf den Immobilienmärkten hingewiesen. Freilich wurde sie in ihrer Bedeutung unterschätzt und noch nicht mit Problemen der neuen Finanzinstrumente in Verbindung gebracht:

„The reasons for a more subdued mood of capital markets lie mainly in mixed data for the US: weak investment activity and the housing downturn have impaired confidence. Data on delinquencies for subprime mortgages were particularly worrying. However, insolvency rates for mortgages are not high in historic perspective,

and average house prices appear not to fall on average, but to rise at lower rates.“<sup>6</sup>

Aber schon im April 2007 wurde im Frühjahrsgutachten der Gemeinschaftsdiagnose die Verbindung zwischen Immobilienmärkten und neuen Finanzinstrumenten als Risikofaktor erkannt. Die Passage im Abschnitt über die Risiken verdient ein etwas ausführlicheres Zitat:

„Ein weiteres Risiko besteht darin, dass in den vergangenen Jahren neue Finanzinstrumente weitere Verbreitung gefunden haben, deren Verhalten im Konjunkturzyklus noch nicht erprobt ist. Einerseits hat der umfangreiche Einsatz von Derivaten, etwa *credit swaps*, und von Verbriefungsinstrumenten wohl dazu beigetragen, dass die Bedingungen für den gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Aufschwung vonseiten der Finanzmärkte so günstig gewesen sind. Denn solche Instrumente ermöglichen einen effizienteren Austausch von Risiken zwischen den Finanzmarktakteuren; dem einzelnen Investor wird die Möglichkeit eröffnet, für gegebene Ertragsaussichten ein geringeres Risiko zu schultern. Andererseits ist nicht sicher, dass die Instrumente die Aufgabe der Risikosenkung auch im Fall einer schweren Belastung des gesamten Finanzsystems erfüllen können. Zu einer solchen Belastung kann es etwa aufgrund einer plötzlichen Verschlechterung des gesamtwirtschaftlichen Umfeldes kommen. Das gegenwärtige Ende des Booms auf den Immobilienmärkten in den USA ist eine erste Bewährungsprobe, zumal innovative Finanzmarktinstrumente gerade bei der Verbriefung von Hypothekenkrediten während des US-Immobilienbooms häufig eingesetzt wurden.“<sup>7</sup>

Darüber hinaus wurde auf mögliche Ansteckungseffekte eines Konjunkturerinbruchs in den USA hingewiesen: „Eine Rezession in den USA würde über die Interdependenzen der Finanzmärkte und über das hohe Importvolumen der US-Wirtschaft

<sup>4</sup> Vgl. ARBEITSKREIS KONJUNKTUR: Deutsche Wirtschaft 2007: Aufschwung mit Januskopf – das andere Gesicht, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 1/2007, S. 7.

<sup>5</sup> Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, spring 2007 report, p. 6.

<sup>6</sup> Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, spring 2007 report, p. 5.

<sup>7</sup> Vgl. DIW Berlin; ifo; IfW Kiel; IWH; RWI: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2007, in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 1/2007, S. 13.

die Weltwirtschaft rasch in Mitleidenschaft ziehen.“<sup>8</sup>

In der Sommerprognose 2007 (Titel: Aufschwung in Deutschland ungebrochen) hieß es dann jedoch auch:

„Die Kapitalmarktzinsen sind aber – auch in realer Rechnung – immer noch niedrig. Das gilt insbesondere für Anlagen in Titel mit geringerer Bonität. [...] Risikokapital könnte sich aus Unternehmenssicht sogar noch weiter verbilligen, wenn russische oder chinesische Staatsfonds, wie angekündigt, [...] vermehrt in Anlagen investieren, die risiko- und ertragreicher sind als US-Staatsschuldentitel.“<sup>9</sup>

Tatsächlich kam es im Jahr 2008 zu erheblichen Beteiligungen der Staatsfonds an angeschlagenen Unternehmen der Finanzbranche. Zur Abwendung der Krise reichten diese Kapitalspritzen aber nicht aus.

Zu erheblichen Finanzmarkturbulenzen kam es ab August 2007. Der EFN-Report vom Herbst 2007 sprach von einer Finanzkrise. Es überwogen nun pessimistische Töne:

„In assessing the real effects of the financial crisis, it has been argued that the US subprime sector is too small to jeopardize the solvency of financial institutions on a scale that would be large enough to dampen the world economy significantly. [...] But such a view might be too complacent for two reasons: the first is the effect of the crisis on the housing markets in the US. [...] There is a second reason for expecting a notable dampening of the world economy: the crisis appears to be one of confidence in the very nature of the new financial instruments [...] the present risk spreads will probably not shrink by much over the forecasting horizon and worldwide financial conditions will be less benign than those of the past few years.“<sup>10</sup>

Im Herbstgutachten der Gemeinschaftsdiagnose (Oktober 2007: Aufschwung legt Pause ein) wurde

---

<sup>8</sup> Ebenda, S. 13.

<sup>9</sup> Vgl. ARBEITSKREIS KONJUKTUR: Aufschwung in Deutschland ungebrochen, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 8/2007, S. 288.

<sup>10</sup> Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, autumn 2007 report, p. 5 et seq.

eine solche pessimistische Sicht in den Risiko-Abschnitt sowie in den Kasten „Auswirkungen einer Verschärfung der US-Immobilienkrise“ verbannt, und der Tenor im Prognose-Abschnitt war optimistischer:

„Die Anspannungen auf den Geldmärkten in den USA und Europa werden sich [...] wohl deutlich verringern, wenn das Vertrauen der Banken untereinander wieder steigt, auch weil sich die Transparenz nach und nach erhöht. Ein wichtiger erster Beitrag dazu sind die Veröffentlichungen der Quartalszahlen der Finanzinstitute im Herbst.“<sup>11</sup>

Das EFN betonte auch in der Folgezeit die strukturellen Probleme auf den Finanzmärkten und deren dämpfende Wirkung auf die Realwirtschaft. Im Winter-Report 2007 hieß es etwa:

„The turmoil on financial markets is not only a liquidity crisis. Capital ratios of important banks are suffering too as write downs diminish equity and banks have to put onto their balance sheets more and more risky assets that were formerly held by special purpose vehicles. The prospect of sliding capital ratios of banks has already triggered a tightening of credit standards. The expansion of credit will slow next year, in particular in the US, but to a certain extent also in the European Union. This will dampen demand in the real economy.“<sup>12</sup>

Die Gemeinschaftsdiagnose blieb im Gegensatz hierzu auch im Frühjahr 2008 (Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur) bei ihrer gespaltenen Sichtweise: Die Prognose führte Argumente dafür an, dass die Belastung der Realwirtschaft durch die Finanzmärkte begrenzt bleiben wird:

„Im Frühjahr 2008 wird die Weltkonjunktur von der Krise des Immobilien- und des Finanzsektors in den USA und den von ihr ausgelösten weltweiten Finanzmarkturbulenzen überschattet [...] Der Verlust an Dynamik wird allerdings nach Einschätzung der Institute begrenzt blei-

---

<sup>11</sup> Vgl. PROJEKTGRUPPE GEMEINSCHAFTSPROGNOSE: Aufschwung legt Pause ein; in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 2/2007, S. 7.

<sup>12</sup> Vgl. <http://www.iue.it/RSCAS/Research/EFN/reports.shtml>, winter 2007 report, p. 5.

ben Dafür sprechen die im Allgemeinen sehr günstige Verfassung der Unternehmen im nicht-finanziellen Sektor, die kräftigen Impulse vonseiten der amerikanischen Wirtschaftspolitik und die hohe Wachstumsdynamik in den Schwellenländern.“<sup>13</sup>

Zugleich wurden in einem Kasten mit dem Titel „Risikoszenario“<sup>14</sup> mit Hilfe von zwei Weltmodellen und dem makroökonomischen Deutschlandmodell des IWH mögliche Auswirkungen einer deutlichen Verschärfung der Finanzmarktkrise simuliert. Es wurde der Schluss gezogen, dass „für die deutsche Wirtschaft ein scharfer Abschwung oder sogar eine Rezession im Jahr 2009 die wahrscheinliche Folge“<sup>15</sup> einer Zuspitzung der Finanzmarktkrise wäre. Im Risikoteil hieß es: „Es ist kaum abzusehen, wie weit die Immobilienpreise und Aktienkurse noch fallen und wann sie ihren Tiefpunkt erreichen werden. Auch sind weitere Liquiditätskrisen großer Finanzinstitute denkbar, mit erheblichen negativen Folgen für die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen und Haushalten. In diesem Fall wäre ein Abgleiten der US-Wirtschaft in eine ausgeprägte Rezession und eine deutlich schwächere Entwicklung in der übrigen Welt zu erwarten [...]“<sup>16</sup>

Die Gemeinschaftsdiagnose im Herbst 2008 (Deutschland am Rande einer Rezession) wurde verfasst, als sich die Weltfinanzkrise im Gefolge der Insolvenz von Lehman Brothers weltweit dramatisch zuspitzte. Die Institute prognostizierten in ihrem „Basisszenario“ immer noch ein leichtes Wachstum für Deutschland im Jahr 2009. Diesmal wiesen sie aber ausdrücklich darauf hin, dass ihre Prognose auf günstigen Annahmen bezüglich der Entwicklungen auf den Finanzmärkten beruhe:

„Moderne Ökonomien sind [...] darauf angewiesen, dass Geldvermögen über die Finanzmärkte möglichst effizient einer realwirtschaftlichen Verwendung zugeführt wird. Die Finanzmärkte werden diese Rolle wohl nur dann in ausrei-

chendem Maß erfüllen können, wenn es, wie in der Prognose der Institute unterstellt, in den kommenden Monaten zu einer allmählichen Stabilisierung des Bankensektors kommt, dies nicht zuletzt dank umfassender staatlicher Hilfen.“<sup>17</sup>

Das Risikoszenario anhaltend labiler Finanzmärkte wurde nicht mehr in einen Kasten verbannt, sondern erhielt einen Platz im Haupttext. Aus heutiger Sicht scheint es freilich mit der Prognose eines Rückgangs des deutschen Bruttoinlandsprodukts um 0,8% immer noch als zu optimistisch.

Im Jahresausblick des IWH vom Dezember 2008 wurden erstmals Bedingungen für eine Stabilisierung des Finanzsektors formuliert. Außerdem wurde prognostiziert, dass die Weltfinanzkrise die Realwirtschaft auch mittelfristig belasten wird:

„Eine Stabilisierung der Finanzmärkte und damit die Voraussetzung für eine konjunkturelle ‚Bodenbildung‘ wird sich wohl erst einstellen, wenn zwei Bedingungen erfüllt sind: Zum einen müssen die Märkte zur Überzeugung gelangen, dass die von den Staaten aufgespannten ‚Schutzschirme‘ Insolvenzen größerer Finanzinstitute in den USA und in Westeuropa für die nächste Zeit tatsächlich verhindern. Zum anderen muss absehbar sein, dass der Fall der Immobilienpreise in den USA und in Teilen Westeuropas aufgrund von Angebotsverknappungen ausläuft. Damit dürfte auch der Verfall der auf Realkredit beruhenden Vermögenstitel zum Stillstand kommen. Es ist anzunehmen, dass dann mit dem gesunkenen Risiko des Ausfalls von Forderungen gegenüber Vertragspartnern auch die exorbitanten Risikoprämien auf den Kapitalmärkten wieder sinken. Die vorliegende Prognose rechnet hiermit für den Sommer 2009.

Freilich wird die Finanzkrise mit dem Eintritt in eine erste Stabilisierungsphase keineswegs bewältigt sein. Denn das Vertrauen in die Fähigkeit des Finanzsektors, effizient mit Risiken umzugehen, bleibt erst einmal verloren. Um es wiederherzustellen, sind Umstrukturierungen im Bankensektor erforderlich, die nicht Quartale,

<sup>13</sup> Vgl. PROJEKTGRUPPE GEMEINSCHAFTSPROGNOSE: Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur, in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 1/2008, S. 4.

<sup>14</sup> Ebenda, S. 40 ff.

<sup>15</sup> Ebenda, S. 41.

<sup>16</sup> Ebenda, S. 14.

<sup>17</sup> Vgl. PROJEKTGRUPPE GEMEINSCHAFTSPROGNOSE: Deutschland am Rande einer Rezession, in: IWH, Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 2/2008, S. 13.

sondern Jahre dauern werden [...] Für die Gesamtheit der entwickelten Volkswirtschaften gilt, dass die Finanzkrise erst dann bewältigt sein wird, wenn sich der Staat wieder weitgehend von der Rolle des Kapitalgebers zurückgezogen und auf seine ordnungspolitische Funktion beschränkt haben wird – ein Zeitpunkt, der gegenwärtig in weiter Ferne scheint. Bis dahin ist aber auch für die Realwirtschaft mit schwierigen Finanzierungsbedingungen zu rechnen.“<sup>18</sup>

### ***Prognoseunsicherheit und Prognosepräsentation: eine Quintessenz***

Es bleibt offen, ob sich die zuletzt zitierten Passagen als zutreffend erweisen werden. Unabhängig davon hat sich gezeigt, dass die prognostischen Teile der Konjunkturgutachten in erheblichem Umfang Zutreffendes zur Weltfinanzkrise und zu ihren realwirtschaftlichen Folgen enthalten haben. So wurde die Bedeutung von Finanzmarktinnovationen für den vergangenen Aufschwung frühzeitig betont und deren Bewährungsprobe in Abschwungzeiten als Hauptrisikofaktor der Weltkonjunktur erkannt.

Allerdings finden sich diese Einsichten vorwiegend in der Risikoansprache, und wenig scheint in die Prognosen oder „Basisszenarien“ eingegangen zu sein.<sup>19</sup> Aber war die Zuspitzung der Lage im Herbst vergangenen Jahres vor dem Hintergrund der zu diesem Zeitpunkt verfügbaren Informationen wirklich mit einiger Wahrscheinlichkeit vorhersehbar? Ein wesentliches Problem der gegenwärtigen Krise ist offensichtlich, dass niemand abschätzen kann, wie labil die Finanzmärkte in den entwickelten Volkswirtschaften auf größere Schocks reagieren. Umgekehrt wurden die Prognostiker auch vom massiven Einbruch des Welthandels nach der Zuspitzung der Weltfinanzkrise im Herbst 2008 überrascht. Die herkömmlichen ökonomischen Methoden der Konjunkturprognose taugen eben nur dann, wenn eine so fundamentale Grundbedin-

gung wie die Stabilität des Finanzsektors erfüllt ist. Seit Sommer 2007 war der Bestand dieser Grundbedingung das wesentliche Prognoserisiko, und dieses Risiko zu verdeutlichen war vielleicht die wichtigste Aufgabe der Gutachter. Falls die Rezipienten der Gutachten nur den numerischen Teil der Prognose wahrgenommen haben, müssen die Konjunkturforscher über die Präsentation ihrer Arbeit nachdenken. Denkbar wäre etwa, an prominenter Stelle in den Texten konkrete Aussagen darüber zu machen, wie hoch das Risiko ist, dass die unterstellten Bedingungen (etwa die Stabilität der Finanzmärkte) nicht eintreffen. Es würde dann vermittelt, dass die makroökonomischen Methoden, die zur Herleitung der Prognose verwendet wurden, mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ihren Wert weitgehend einbüßen.

*Diemo Dietrich*  
(*Diemo.Dietrich@iwh-halle.de*)

*Axel Lindner*  
(*Axel.Lindner@iwh-halle.de*)

---

<sup>18</sup> Vgl. ARBEITSKREIS KONJUNKTUR: Weltweite Finanz- und Konjunkturkrise treibt die deutsche Wirtschaft in eine tiefe Rezession, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 1/2009, S. 13 f.

<sup>19</sup> Die EFN-Gutachten haben zwar die dämpfende Wirkung der Weltfinanzkrise in der Regel etwas stärker betont als die anderen Gutachten. Die vom EFN prognostizierten Wachstumszahlen waren aber im Schnitt nicht niedriger.

## Internationale Finanzintegration und Stabilität: Ursachen und vorläufige Lehren aus der internationalen Bankenkrise 2007/2008\*

Die Krise des internationalen Finanzsystems, die vom US-Hypothekenmarkt ausgegangen ist, klang im vergangenen halben Jahr nicht ab, sondern verstärkte sich sogar. Entsprechend mehren sich die Besorgnisse um die Konjunktur, und die Europäische Zentralbank sowie andere Zentralbanken sind ins Spannungsfeld zwischen Preisniveaustabilität und Finanzsystemstabilität geraten.<sup>20</sup>

Trotz weitgehend übereinstimmender Einschätzungen möglicher konjunktureller Auswirkungen bestehen doch unter den Experten teilweise erhebliche Differenzen in den Vorstellungen darüber, was die Wirtschaftspolitik zur Eindämmung der Krise leisten kann und soll. Beispielsweise reichen die Vorschläge für die Geldpolitik von einer mehr oder weniger starken Senkung der Leitzinsen über die Entwicklung und den Einsatz neuer struktureller Offenmarktinstrumente bis hin zu einer zwar vorübergehenden, quantitativ aber nahezu ungezügelter Versorgung der Geschäftsbanken mit Geld.<sup>21</sup>

Grundsätzlich kann die Angemessenheit von Maßnahmen zur Stabilisierung nur nach einer eingehenden Untersuchung der Ursachen der Turbulenzen beurteilt werden. Aber nicht nur für ein optimales Krisenmanagement ist dies wichtig. Eine sachgerechte Ursachenanalyse ist gerade auch deshalb bedeutsam, um lehrstückhaft die Spielräume einer auf Stabilität ausgerichteten Neugestaltung nationaler und internationaler Rahmenbedingungen für die internationale Finanzintegration aufzuzeigen.

In der Fachwelt ist eine Reihe möglicher Ursachen der Krise diskutiert worden.<sup>22</sup> Insbesondere werden hierbei die Rolle der Geldpolitiken wichti-

ger Zentralnotenbanken, die hohe Verschuldung und die geringe Sparneigung der privaten Haushalte in den USA, Regulierungsarbitrage durch die Geschäftsbanken sowie Anreiz- und Durchsetzungsprobleme beim Umgang mit neuen Finanzinstrumenten angeführt. Als weitere vermeintliche Ursachen, die aber eher Symptome sind, werden u. a. die Unfähigkeit der Finanzmärkte zur effizienten Preisbildung beim Handel mit Risiken, eine übermäßig kurzfristige Verschuldung der Finanzinstitute sowie Vertrauensprobleme und Liquiditätsknappheiten am Interbankengeldmarkt genannt.

Eine isolierte Betrachtung dieser möglichen Gründe würde nicht nur die Festsetzung der auf Stabilisierung und Stabilität ausgerichteten wirtschaftspolitischen Maßnahmen komplizieren, sondern wäre auch unangemessen, ließe sie doch eine Reihe weiterer Fragen unbeantwortet. So bliebe beispielsweise unklar, warum die lange Zeit als expansiv betrachtete Geldpolitik der vergangenen Jahre nicht auch zu Inflation führte, warum die privaten Haushalte in den USA nicht sparten, warum Finanzinnovationen wie Kreditderivate und strukturierte Kreditprodukte gerade in dieser Zeit verstärkt aufkamen und warum sich beim Handel mit diesen Produkten keine effiziente Preisbildung ergeben sollte. Sachgerechter scheint es daher, zunächst nach einer gemeinsamen Quelle für diese vielen Gründe der Krise zu suchen. Denn lässt sich eine solche Hauptursache identifizieren, so können auch die Lehren für die Wirtschaftspolitik widerspruchsfrei abgeleitet und umgesetzt werden.

Im Folgenden wird aufgezeigt, dass die mit der internationalen Integration verbundene Vermögensstruktur<sup>23</sup> und deren Ungleichgewichte wesentlich zum Entstehen der Krise beitrugen, und es wird argumentiert, dass die Krise nicht nur in ihrer Wirkung, sondern vor allem in ihrer Ursache ein globales und kein vorrangig US-amerikanisches Phänomen ist.

<sup>23</sup> Vermögensstruktur i. S. v. kurz- versus langfristigen, liquiden versus illiquiden sowie Finanz- versus Realvermögensform.

\* Dieser Artikel erschien bereits in: IWH, Wirtschaft im Wandel 5/2008, S. 170-176.

<sup>20</sup> Vgl. ARBEITSKREIS KONJUNKTUR: Aufschwung stockt: Warten auf die zweite Luft, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 1/2008, S. 8-34.

<sup>21</sup> Vgl. beispielsweise FELDSTEIN, M. S.: Housing, Credit Markets and the Business Cycle. NBER Working Paper No. 13471, 2007.

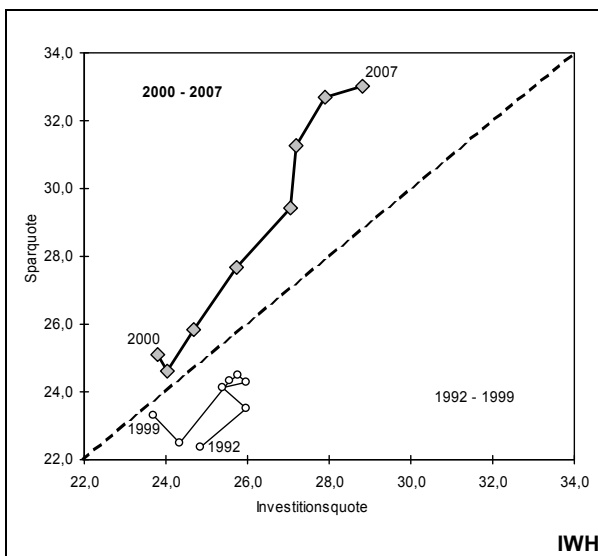
<sup>22</sup> Vgl. die Auflistung in BUITER, W.: Lessons from the 2007 Financial Crisis. CEPR Discussion Paper No. 6596, 2007, sowie SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG: Jahresgutachten 2007/08, Kapitel 3.

### Die internationale Integration ...

Die seit dem Jahrtausendwechsel noch einmal intensiviertere Integration einer Vielzahl vormals peripherer Volkswirtschaften in die internationale Arbeitsteilung ist mit einer Reihe globaler Ungleichgewichte einhergegangen.<sup>24</sup> Insbesondere sparen die Schwellen- und Entwicklungsländer seither zunehmend deutlich mehr, als sie selbst in heimische Sachanlagen investieren (vgl. Abbildung 1). Entsprechend weisen diese Länder einen Überschuss in ihren Leistungsbilanzen auf, während vor allem in den USA und im Vereinigten Königreich beträchtliche Leistungsbilanzdefizite aufgebaut wurden.<sup>25</sup>

Die Ursache dieses als globale Sparschwemme bekannten Phänomens liegt in den Besonderheiten des laufenden Integrationsprozesses.<sup>26</sup> Das Produk-

Abbildung 1:  
Investition und Ersparnis in den Schwellen- und Entwicklungsländern in Relation zum Bruttoinlandsprodukt  
- in % -



Quelle: IWF – World Economic Outlook Database, April 2008; Darstellung des IWH.

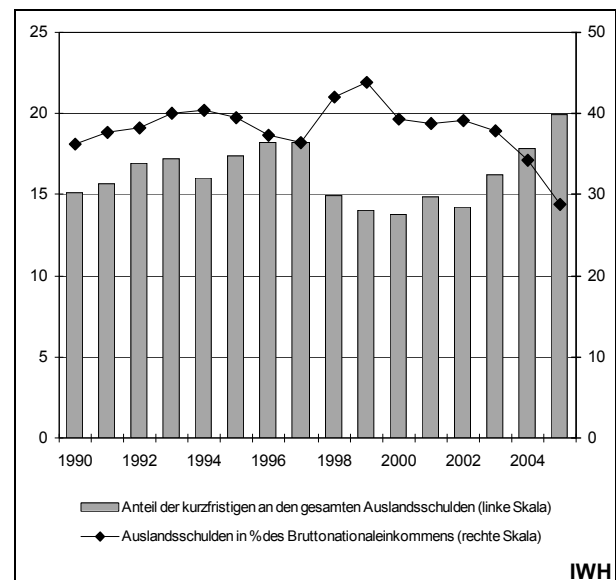
<sup>24</sup> Die Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001 markierte hierbei einen Meilenstein im Integrationsprozess.

<sup>25</sup> Im Gegenzug weisen Japan und Deutschland teils beträchtliche Überschüsse auf.

<sup>26</sup> Vgl. CABALLERO, R. J.; FARHI, E.; GOURINCHAS, P.-O.: An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates. NBER Working Paper No. 11996, 2006, sowie RAJAN, R.: Investment Restraint, the Liquidity Glut, and Global Imbalances. Anmerkungen im Rahmen der Conference on Global Imbalances, Bali, 16.11.2006, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/111506.htm>, Zugriff am 04.12.2007.

ktivitätswachstum, das mit der Integration der Schwellen- und Entwicklungsländer verbunden gewesen ist, führte über Einkommensanstiege in diesen Ländern aufgrund ihrer beschränkten Absorptionsfähigkeit zu einer erhöhten Sparsneigung. Jedoch konnten die Ersparnisse von den dort wenig ausgebildeten Finanzsystemen nur unzureichend in heimische Investitionen gelenkt werden. Die Ersparnisse fanden auch nicht auf dem Umweg über das Ausland zurück in diese Länder. Denn internationale Investoren sind – verstärkt durch die Erfahrungen mit der Asienkrise 1997/98 – vorsichtig, in den durch wirtschaftliche, rechtliche und politische Unwegsamkeiten geprägten Ländern zu investieren.<sup>27</sup> Als Ausdruck dessen ging die Quote der Auslandsschulden dieser Länder zurück, und der Anteil der kurzfristigen Schulden an den gesamten Auslandsschulden stieg (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2:  
Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer  
- in % -



Quelle: Weltbank.

<sup>27</sup> Vgl. ARBEITSGEMEINSCHAFT DEUTSCHER WIRTSCHAFTSFORSCHUNGSINSTITUTE: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2006, in: IWH, Wirtschaft im Wandel, 2. Sonderausgabe 2006, S. 55 ff. Hier besteht auch ein enger Zusammenhang mit der vergleichsweise schwachen Sachkapitalbildung in vielen Industrieländern in diesen Jahren. Denn die geringe Beleihbarkeit von Auslandsinvestitionen belastet trotz deren höherer Kapitalproduktivität finanziell das jeweils gesamte multinationale Unternehmen und damit auch dessen heimische Aktivitäten. Vgl. DIETRICH, D.: Asset Tangibility and Capital Allocation, in: Journal of Corporate Finance, Vol. 13, 2007, pp. 995-1007.

### **... änderte das Anlageverhalten internationaler Investoren ...**

Die Währungspolitik vieler Schwellen- und Entwicklungsländer zielte darauf, die überschüssigen Ersparnisse in liquiden Devisenreserven anzulegen, um sich gegenüber Währungskrisen zu immunisieren und um Unabhängigkeit vom Internationalen Währungsfonds zu erreichen. Von den Zentralbanken wurden daher insbesondere leicht liquidierbare Dollaranlagen wie kurz- und langfristige Staatsanleihen sowie so genannte *asset backed securities* (forderungsbesicherte Wertpapiere, ABS) nachgefragt.<sup>28</sup>

Die Integration des internationalen Finanzsystems bedeutete aber ebenfalls, dass sich plötzlich abzeichnende Anlagemöglichkeiten – vor allem für institutionelle Investoren aus den entwickelten Volkswirtschaften – verstärkt genutzt werden können, was zuvor aufgrund fragmentierter Finanzsysteme nicht möglich war. Um diese Chancen ergreifen zu können, bedarf es jedoch eines hinreichenden Bestands an liquiden Finanzanlagen, die im Fall neuer Investitionsmöglichkeiten auch kurzfristig aufgelöst werden können.

Alles in allem entwickelte sich somit weltweit eine starke Nachfrage nach liquiden Kapitalanlagen, sodass deren reale Renditen über das gesamte Laufzeitenspektrum auf historisch niedrige Niveaus gesunken sind. Hierbei wurden Mittel in großem Umfang in die USA und in das Vereinigte Königreich gelenkt, deren Finanzsysteme als hoch entwickelt und investorenfreundlich gelten. Vor allem aber schienen sie aufgrund ihrer Innovationsfähigkeit eher als die Finanzsysteme anderer entwickelter Volkswirtschaften in der Lage, den Liquiditätsbedürfnissen unter den Bedingungen der Globalisierung zu entsprechen und zeitnah entsprechende Finanzprodukte zu entwickeln.

### **... und führte zu neuen Geschäftsmodellen bei den Banken**

Vergaben Banken bislang üblicherweise Buchkredite, die sie überwiegend durch die Hereinnahme

von Einlagen refinanzierten, so gingen sie in der jüngeren Vergangenheit verstärkt dazu über, Kreditforderungen zu verbrieften und zu handeln; hierbei bedienten sie sich häufig weitgehend unregulierter Zweckgesellschaften („Conduits“ und „Special Investment Vehicles“). Diese Änderung des Geschäftsmodells war die Reaktion der Banken auf die weltweit hohe Nachfrage nach Liquidität unter den Bedingungen der internationalen Finanzintegration.

Unterstützt durch die Innovationen im Informations- und Telekommunikationsbereich ergaben sich durch die zunehmende weltweite Integration der Finanzsysteme neue Gelegenheiten zur Diversifikation. Diese ermöglicht es Banken, illiquide Finanzanlagen besser in liquide zu transformieren und so den steigenden Bedarf an Liquidität zu erfüllen. Beispielsweise erfordern diversifizierte Anlageportfolios weniger Eigenkapital und erlauben daher nicht nur eine stärkere Refinanzierung über kurzfristige Verbindlichkeiten, sondern zudem eine Ausweitung des Kreditgeschäfts.<sup>29</sup>

Um diesen Diversifikationsvorteil auszunutzen, haben Banken verstärkt ihre Forderungen gehandelt sowie das internationale Bankgeschäft über ausländische Niederlassungen ausgeweitet.<sup>30</sup> Beide Strategien stehen in einem wechselseitigen Zusammenhang, haben aber nicht nur Vorteile. So deuten jüngere Erfahrungen im US-Bankensektor darauf hin, dass mit einer Ausweitung der Geschäftsfelder ein höheres verhaltensspezifisches Risiko auf Seiten der Banken verbunden ist. Denn im Zuge von Geschäftsfelderausweitungen erfolgt ein verstärkter Einsatz standardisierter bankinterner Kontroll- und Steuerungsinstrumente (wie sie beispielsweise bei der Organisation von internen Kapitalmärkten verwendet werden), sodass sich die Anreize zur Informationsbeschaffung über potenzielle Kreditkunden verändern: Kredite werden nicht mehr auf der Grundlage weicher Informationen, die im Zuge langer Kreditbeziehungen gewonnen werden und im Allgemeinen schlecht nachprüfbar sind, sondern

<sup>28</sup> Obwohl der Anteil des Dollars an den offiziellen Währungsreserven der Entwicklungsländer seit 2002 um etwa zehn Prozentpunkte zurückging, dominiert die US-Währung nach wie vor mit einem Anteil von circa 60% deren Devisenvorräte (Berechnungen des IWH auf statistischer Grundlage der Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) des Internationalen Währungsfonds).

<sup>29</sup> Vgl. DIAMOND, D. W.; RAJAN, R.: A Theory of Bank Capital, in: The Journal of Finance, Vol. 60, 2000, pp. 2431-2465.

<sup>30</sup> Zur Bedeutung und Funktion international aktiver Banken vgl. DIETRICH, D.; VOLLMER, U.: Banks Internationalization Strategies: The Role of Bank Capital Regulation. IWH Diskussionspapier 18/2006.

aufgrund harter Bonitätskennziffern vergeben, denn Letztere können leichter in den Steuerungsinstrumenten berücksichtigt werden.<sup>31</sup>

Der Anreiz, zugunsten harter Bonitätskennziffern auf weiche Informationen zu verzichten, wird durch den Umstand verstärkt, dass Kredite, die auf Basis harter Bonitätsfaktoren vergeben werden, grundsätzlich leichter handelbar sind, die Marktliquidität verbessern und so nochmals den Spielraum zur Diversifikation erweitern.<sup>32</sup> Obwohl der Transfer von Kreditrisiken als solcher nicht in jedem Fall zu einer Verschlechterung der Anreize für Banken bei der Auswahl und Überwachung von Kreditnehmern führt, ist bei einer Zunahme der Marktliquidität mit derartigen negativen Anzeizeffekten zu rechnen, und die Transformationsleistung der Banken nimmt tendenziell ab.<sup>33</sup> Die Fehlreize können von den niedrigen Zinsen noch verstärkt worden sein, denn die Opportunitätskosten eines durch ein Fehlverhalten der Bank bedingten Kreditausfalls (und daher die zusätzlich erzielbaren Gewinne durch Kreditüberwachung) sind bei niedrigen Zinsen gering.<sup>34</sup>

Zudem verstärkt eine Zwischenschaltung von Zweckgesellschaften als zusätzliche Intermediäre oft die Undurchsichtigkeit der Finanzprodukte. Da außerdem die von den Zweckgesellschaften gehandelten derivativen Kreditprodukte häufig gesondert auf die Bedürfnisse einzelner Geschäftspartner abgestellt wurden (so genannte Over-The-Counter-Transaktionen, OTC), waren diese Titel von ande-

ren Marktteilnehmern kaum zu bewerten. Die Konstruktion der Zweckgesellschaften konnte den resultierenden negativen Anzeizeffekten nur teilweise entgegenwirken. Sie refinanzierten sich zwar – ähnlich wie Banken mit Sichteinlagen – kurzfristig durch die Ausgabe von Geldmarktpapieren.<sup>35</sup> Aber die mittel- und unmittelbaren Haftungszusagen der Eignerbanken waren aus den bereits angeführten Gründen unzureichend, um genügend Anreize zur Überwachung der Geschäftsaktivitäten von Zweckgesellschaften zu bieten.

Diese verbesserten Möglichkeiten zur globalen Diversifikation führten zusammen mit den bereits oben angesprochenen hohen Ersparniszuflüssen aus den Schwellen- und Entwicklungsländern vor allem in den USA zu steigenden Vermögenspreisen sowie zur verstärkten Kreditvergabe in den Bereichen der Hypotheken-, Kreditkarten- und Kraftfahrzeugfinanzierung. Konsequenz der induzierten Anreizverschlechterungen bei den Banken war jedoch, dass zunehmend auch risikoreiche Ausleihungen, beispielsweise im Subprime-Segment, vorgenommen wurden und Risikoprämien auf historisch niedrige Niveaus sanken. Folglich sparten die privaten US-Haushalte kaum; stattdessen kapitalisierten sie preisbedingte Wertzuwächse vor allem bei Immobilien.<sup>36</sup> Der Erfolg dieser Strategie ist auch davon abhängig, dass die Immobilienpreise weiter steigen, denn nur dann können auch Subprime-Schuldner mit flexibel verzinslichen Hypothekendarlehen (adjustable rate mortgages, ARM) künftige Zinsanpassungen aus der Beleihung der Kapitalgewinne begleichen.

Alles in allem wurden die Banken ihrer Aufgabe zur Transformation von illiquiden in liquide Finanzanlagen nicht voll gerecht, denn sie reduzierten den von ihnen durch Informationsbeschaffung zu erbringenden Mehrwert zugunsten einer mög-

---

<sup>31</sup> Vgl. STEIN, J. C.: Information Production and Capital Allocation: Decentralized Versus Hierarchical Firms, in: *The Journal of Finance*, Vol. 57, 2002, pp. 1891-1921.

<sup>32</sup> Marktliquidität bestimmt, wie leicht eine Forderung verkauft werden kann, während Finanzierungsliquidität angibt, wie leicht eine Forderung beliehen werden kann. Zum Zusammenspiel von Markt- und Finanzierungsliquidität vgl. BRUNNERMEIER, M. K.; PEDERSEN, L. H.: *Market Liquidity and Funding Liquidity*, in: *Review of Financial Studies* (im Erscheinen).

<sup>33</sup> Vgl. BHATTACHARYA, S.; CHIESA, G.: *Optimal Credit Risk Transfer, Monitored Finance and Real Investment Activity*. Discussion Paper 6584, CEPR 2007, sowie FECHT, F.; WAGNER, W.: *The Marketability of Bank Assets and Managerial Rents: Implications for Financial Stability*. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 2: *Banking and Financial Studies*, No. 12/2007.

<sup>34</sup> Vgl. DIETRICH, D.: *Monetary Policy Shocks and Heterogeneous Finance Decisions: A Model of Hidden Effort Choice and Financial Intermediation*, in: *German Economic Review*, Vol. 4, 2003, pp. 365-388.

---

<sup>35</sup> Zu den positiven Anreizwirkungen von unbesicherten Bank-einlagen vgl. DIAMOND, D. W.; RAJAN, R.: *Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking*, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 109, 2001, pp. 287-327. Eine weitere Rolle dürfte bei der Konstruktion der Zweckgesellschaften die damit verbundene Möglichkeit zur regulatorischen Arbitrage gespielt haben.

<sup>36</sup> Zu den Besonderheiten dieses als „equity extraction“ bezeichneten Phänomens in den USA vgl. GREENSPAN, A.; KENNEDY, J.: *Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-four-family Residences*. *Finance and Economics Discussion Series* 2005-41.



lichst vollständigen Ausschöpfung der sich bietenden Diversifikationspielräume. Hierbei wurden anscheinend die bankspezifischen Liquiditätsrisiken unterschätzt. Dies mag zum einen auf mangelndes Erfahrungswissen der Banken zurückzuführen sein. Zum anderen dürfte hierzu auch beigetragen haben, dass die Banken darauf spekulierten, im Krisenfall Unterstützung in Form eines staatlichen Bail-outs zu erhalten. Vor diesem Hintergrund muss die Rettung der Investmentbank Bear Stearns, die ex post im Sinne einer Stabilisierung des deutschen Finanzsystems zweckmäßig gewesen sein mag, aus Ex-ante-Sicht kritisch beurteilt werden.

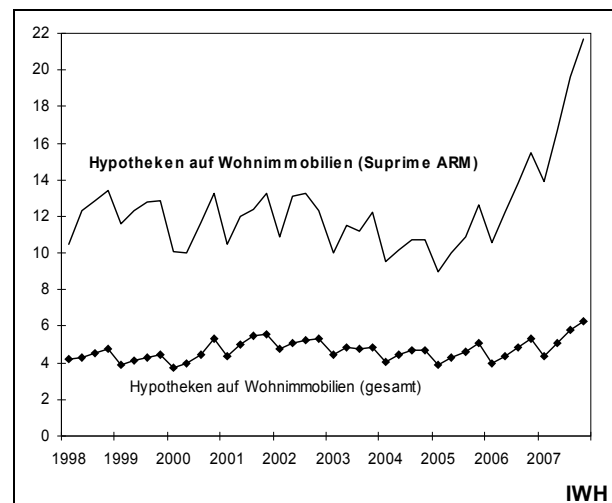
### Die globale Ausbreitung der Krise

Mit der Wende bei den Geldmarktzinsen nach 2004 geriet das neue Geschäftsmodell der Banken zunehmend unter Druck, denn die kurzfristige Refinanzierung wurde angesichts der unverändert niedrigen Kapitalmarktzinsen schwieriger. Zu Jahresbeginn 2007 konnten dann die im Passivgeschäft zu zahlenden Zinsen im Aktivgeschäft der Banken nicht mehr ohne weiteres verdient werden: Schuldner mit guten Risikoeigenschaften waren nicht bereit, höhere Zinslasten auf sich zu nehmen, hatten sie doch Zugang zu preiswerten Finanzierungsalternativen auf den Kapitalmärkten. Zinsanpassungen bei Kreditkunden minderer Bonität (Subprime-Segment) hingegen führten wegen der nur noch geringen Immobilienpreisanstiege zu steigenden Kreditausfällen (vgl. Abbildung 3).<sup>37</sup>

Zur weltweiten Verbreitung der Krise kam es aufgrund der vielfältigen finanziellen Verflechtungen, die entsprechende Akzeleratoreffekte auf den Vermögenmärkten anstießen und letztlich in eine Solvenzkrise von Banken zu münden scheinen. Zunächst gerieten Immobilienfinanzierer ebenso unter Druck wie Zweckgesellschaften, die im Handel mit hypothekebesicherten Wertpapieren engagiert waren. Damit kamen auch die für sie haftenden Banken (später ebenso Versicherungen) in Bedrängnis.

<sup>37</sup> Grundsätzlich wird ein Hypothekenkredit dem Subprime-Segment zugerechnet, sofern der Kreditnehmer bereits eine Zahlungsunfähigkeit oder Zwangsversteigerung hinter sich hat, er mit seinen Kreditraten in der jüngeren Vergangenheit in Verzug geraten ist, die Relation von Schuldendienst und Einkommen des Kreditnehmers über 55% liegt oder der Hypothekenswert 85% des Immobilienwerts übersteigt.

Abbildung 3:  
Anteil im Zahlungsrückstand befindlicher Hypothekenkredite in den USA  
- in % -



Quelle: Mortgage Bankers Association of America.

Betroffene Finanzinstitutionen versuchten nun weltweit, die entstehende Liquiditätsknappheit zu überwinden. Grundsätzlich können sie hierzu Mittel aus anderen Regionen oder Geschäftsfeldern abziehen,<sup>38</sup> verstärkt leicht liquidierbare Anlagen nachfragen sowie kurzfristige Gelder hereinnehmen. Die Kapitalmarktzinsen blieben nicht zuletzt deshalb auf ihrem niedrigen Niveau, während die Geldmarktsätze, insbesondere für unbesicherte Interbankeneinlagen, in die Höhe schnellten.<sup>39</sup> Diese Zinsentwicklung zehrt aber das Eigenkapital nicht nur der unmittelbar betroffenen Banken auf, sondern auch das von jenen Banken, die nicht in den kritischen Märkten engagiert waren und die dadurch mit in den Sog der Krise gezogen werden.<sup>40</sup>

Gehen die Ausleihungen der Banken infolge ihrer Belastungen zurück bzw. werden Kredite nicht prolongiert oder gar gekündigt, dann kann im Finanzsystem insgesamt weniger erwirtschaftet werden und zur Befriedigung von Gläubigeransprü-

<sup>38</sup> Zur Bedeutung dieses Ansteckungskanal vgl. DERVIZ, A.; PODPIERA, J.: Cross-border Lending Contagion in Multinational Banks. ECB Working Paper Series, No. 807, 2007.

<sup>39</sup> Der Anstieg der Zinssätze für unbesicherte Interbankeneinlagen wird zudem verstärkt durch die Unsicherheiten, die unter den Geschäftspartnern am Geldmarkt über ihre Bonität herrscht.

<sup>40</sup> Vgl. DIAMOND, D. W.; RAJAN, R.: Liquidity Shortages and Banking Crisis, in: The Journal of Finance, Vol. 60, 2005, pp. 615-647.

chen bereitstehen. Hinzu kommt, dass die Verwertung der als Sicherheiten hinterlegten Immobilien ebenso wie Notverkäufe weiterer Bankaktiva den Preisdruck auf den Vermögenmärkten verstärken. Konsequenz ist, dass die Banken noch höhere Refinanzierungskosten zu tragen haben werden und gleichzeitig immer weniger Liquidität mit ihren Aktiva erwirtschaften. Ein Ende dieser Prozesse ist derzeit nicht absehbar.

### ***Schlussfolgerungen und Lehren***

Die globale Sichtweise auf das Subprime-Debakel lässt erste Schlussfolgerungen zu und ermöglicht, Lehren für eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik in einer integrierten Weltwirtschaft daraus zu ziehen. Zunächst scheint die Krise nicht durch ein zufälliges Zusammentreffen einer Vielzahl ungünstiger Ereignisse verursacht worden zu sein. Vielmehr kann sie zu einem bedeutenden Teil auf nur ein Phänomen zurückgeführt werden, nämlich der Integration vormals peripherer und institutionell schwach entwickelter Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft. Paradoxaerweise scheint dies dazu geführt zu haben, dass das Epizentrum von Finanzmarkturbulenzen nicht mehr in diesen Ländern liegt, sondern sich zu den entwickelten Volkswirtschaften verlagerte.<sup>41</sup>

Eine wichtige Lehre ist daher, dass zur Gewährleistung von Finanzsystemstabilität in den Industrieländern auch in den Schwellen- und Entwicklungsländern wirksame Institutionen geschaffen werden müssen. So werden beispielsweise funktionsfähige Finanzsysteme zur Kanalisierung heimischer Ersparnisse in heimische Investitionen benötigt. Aber auch Handel und Produktion sind international so zu organisieren, dass Finanzungleichgewichte nicht weiter begünstigt werden. Beispielsweise sind Eigentumsrechte und Rechtssysteme in den Schwellenländern auch für nationale Aktivitäten fortzuentwickeln, sodass nicht nur multinationale Unternehmen für den Export in die Industrieländer produzieren, sondern auch lokale Märkte zunehmend bedient und so die gesamtwirtschaftlichen Überschussersparnisse abgebaut werden.

---

<sup>41</sup> Siehe zu dieser Ansicht auch TRICHET, J.-C.: Reflections on the Global Financial System. Keynote im Rahmen des 25th Anniversary IIF Annual Membership Meeting. Washington D.C., 20.10.2007, <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071020.en.html>, Zugriff am 21.10.2007.

Des Weiteren gilt es, die Balance zwischen der Förderung von Finanzinnovationen und der Stabilität des Weltfinanzsystems zu wahren. Beispielsweise kann die Risikoallokation mittels strukturierter Kreditprodukte, die auf spezielle Kundenbedürfnisse zurechtgeschnitten sind, unter Umständen zwar verbessert werden. Da diese Produkte jedoch keinen Sekundärmarkt haben, müssen für ihre Bewertung ersatzweise Modelle verwendet werden, die jedoch mögliche Verhaltensrisiken nur unzureichend als endogene Einflussfaktoren von Ausfallwahrscheinlichkeiten und Korrelationen erfassen. Der Effizienzgewinn durch verbesserte Risikoallokationen wird dann aber unter Umständen durch ein höheres systemisches Gesamtrisiko zunichtegemacht. Ein Ziel der Regulierung sollte daher sein, neue komplexe Finanzprodukte zunächst nur auf kleinen Teilmärkten zuzulassen, auf denen sie einerseits getestet und andererseits durch Auslese standardisiert werden können. Eine derartige marktkonforme Standardisierung bestimmter Kreditprodukte in Verbindung mit der Förderung von organisierten Börsen – sowohl für deren zunächst beschränkten Handel als auch für die anschließende Ausweitung der Handelsmöglichkeiten – könnte beiden Zielen gerecht werden.<sup>42</sup>

Die Umgestaltung der internationalen Finanzarchitektur sollte sich aber nicht nur auf die Regulierung privater Aktivitäten beziehen, sondern müsste auch Anpassungen bei der internationalen Währungspolitik einschließen. So sind die traditionellen Instrumente der Bretton-Woods-Organisationen zunehmend ungeeignet, denn deren Funktionsfähigkeit beruht auf dem Grundsatz der besonderen Knappheit von Devisen. Dieser ist jedoch mit dem Wechsel der Schwellen- und Entwicklungsländer vom Lager der internationalen Schuldner zu den Gläubigern gegenstandslos. Auch wegen des hiermit begründeten Legitimationsproblems von IWF und Weltbank sowie ihrer nur auf Krisenbewältigung ausgerichteten Instrumente sind künftig internationale ordnungspolitische Regelwerke erforderlich, die unter anderem über eine Steigerung der Attraktivität von Schwellenländern für internationale Finanzinvestoren zur effektiven Krisenvermeidung beitragen, indem globale Ungleichge-

---

<sup>42</sup> Zu ähnlichen Vorschlägen vgl. CECCHETTI, S.: Preparing for the Next Financial Crisis, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/730>, Zugriff am 19.11.2007.

wichte auf den internationalen Finanzmärkten abgebaut werden.

Nicht zuletzt erteilt die Erfahrung mit dem Subprime-Debakel auch der Geldpolitik eine wichtige Lektion. So können die integrationsbedingten Veränderungen des internationalen Anlageverhaltens erklären, dass die Niedrigzinspolitik der Notenbanken in den USA und im Euroraum für einige Zeit nicht wie sonst üblich zur Inflation führte. Aus Sicht einer quantitativ-theoretischen Interpretation führte die mit der Integration einhergehende Zunahme der Liquiditätsnachfrage zu einer strukturellen Veränderung der Geldnachfrage. Eine vorübergehend stark beschleunigt zunehmende Geldmenge (in breiter Abgrenzung) hatte daher nicht die üblichen inflationären Folgen. Aus Sicht der Neuen Keynesianischen Makroökonomik war mit der verstärkten Einbindung von unterentwickelten und vormals isolierten Volkswirtschaften in die internationale Arbeitsteilung und mit der damit einhergehenden Internationalisierung der Produktion ein positiver Angebotsschock verbunden, der zu einem sinkenden natürlichen Realzins geführt hatte. Geldpolitik mit historisch niedrigen Zinsen war daher für einige Zeit mit dem Ziel der Preisniveaustabilität vereinbar.<sup>43</sup> Aber anziehende Rohstoffpreise, insbesondere für Öl und Nahrungsmittel, deuten darauf hin, dass mittelfristig die Zeit niedriger natürlicher Realzinsen vorüber sein dürfte. Die bisherige Konsumzurückhaltung in den Schwellenländern scheint zunehmend aufgegeben zu werden, und infolge der Verschiebungen in der globalen Nachfrage und der hierdurch ausgelösten realwirtschaftlichen Anpassungen wird weltweit künftig wohl eher eine Phase höherer natürlicher Realzinsen als in den letzten Jahren zu beobachten sein.<sup>44</sup> Allerdings sollte eine geldpolitische Straf-

fung wenn möglich erst nach einer Beruhigung der internationalen Finanzmärkte erfolgen, da es andernfalls, wie die Erfahrungen der Großen Depression in den USA gezeigt haben, zu sehr hohen Anpassungskosten kommen könnte.

Schließlich lehrt die Erfahrung der vergangenen Jahre, dass die Geldpolitik auf den Informationsgehalt monetärer Größen nicht verzichten sollte. Zwar scheinen traditionelle Geldmengenaggregate nicht mehr so informativ wie früher zu sein. Aber Veränderungen in der Ausstattung von Volkswirtschaften mit Liquidität in einem weiteren Sinne geben wertvolle Signale für eine auf Preisniveau- und Finanzsystemstabilität ausgerichtete Geldpolitik.

*Diemo Dietrich*  
(*Diemo.Dietrich@iwh-halle.de*)

*Achim Hauck\**  
(*Achim.Hauck@uni-duesseldorf.de*)

---

<sup>43</sup> Diese Sicht hat auch innerhalb der Zentralbanken Eingang gefunden; vgl. BINI SMAGHI, L.: Financial Globalisation and Excess Liquidity: Monetary Policies and New Uncertainties. Anmerkungen im Rahmen des Euro50-Natixis breakfast Seminar. Washington D.C., 21.10.2007, <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071021.en.html>, Zugriff am 22.10.2007.) Welche der beiden Sichtweisen zutrifft, ist eine empirische Frage, die wohl erst in einiger Zeit rückwirkend zu beantworten sein dürfte.

<sup>44</sup> Zu den Auswirkungen von Angebots- und Nachfrageschocks auf den natürlichen, also konjunktur- und inflationsneutralen Zins vgl. NEISS, K. S.; NELSON, E.: The Real-interest-rate Gap as Inflation Indicator, in: *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 7, 2003, pp. 239-262.

---

\* *Achim Hauck*, Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Fachgebiet Volkswirtschaftslehre.

## Die Phasen der weltweiten Finanzkrise: Gibt es eine „wandernde“ spekulative Blase?\*

### **Liquidität und Krise**

Die globale Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008 unterscheidet sich von den Finanzkrisenepisoden vergangener Jahre durch ihre systemische Komplexität und die Übertragung von Effekten auf andere Kreditfelder sowie in die globalen Finanz- und Gütermärkte. Als Resultate erscheinen eine dramatische Verschlechterung der Qualität der Vermögenswerte des internationalen Bankensystems und seiner Kreditvergabemöglichkeiten sowie letztendlich eine Beeinträchtigung des Wirtschaftswachstums.<sup>45</sup> Das Ausmaß der Krise übertrifft bei Weitem die temporäre Schrumpfung des amerikanischen Hypothekenmarkts und den drastischen Rückgang der so genannten strukturierten Finanzprodukte,<sup>46</sup> die auf risikoreichen Hypotheken beruhten und zu denen insbesondere die *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) zählten.

Der Krise liegen offensichtlich ständig wechselnde Anlageformen globaler Liquidität zugrunde. Der IWF schätzte diese auf 76 Billionen US-Dollar für Ende 2007,<sup>47</sup> also auf ein Mehrfaches des Brutto-

inlandsprodukts der Vereinigten Staaten. Die gesamtwirtschaftlichen Rezepte zur Bekämpfung der Krise dürften daher wohl kaum ohne eine genaue Kenntnis ihrer Besonderheiten formuliert werden können. Es ist dann zu fragen:

- Welche Schlüsselfaktoren haben zur Entstehung globaler Liquidität in diesem Ausmaß und zu ihrer Allokation in den Vereinigten Staaten beigetragen?
- Welche Entwicklungsphasen können in der gegenwärtigen Krise identifiziert werden, oder: Gibt es eine „wandernde“ spekulative Vermögensblase?
- Welche theoretischen Konzepte können einen Beitrag zur Erklärung von Krisenverlauf und dessen Ursachen leisten? Und schließlich:
- Hat die Geldpolitik die richtigen Antworten, um die Finanzmärkte zu stabilisieren?

### **Laxe Geldpolitik und institutionelle Defizite**

Die Wurzeln der gegenwärtigen Krise können durchaus bis zu den Finanzkrisen in Ostasien (1997/98) und Russland (1998) zurückverfolgt werden. Diese führten zunächst zu starken Kapitalabflüssen aus den *emerging markets* und, in der Folge von gesamtwirtschaftlichen Anpassungen, auch zu Leistungsbilanzüberschüssen dieser Länder in US-Dollar, d. h. einem entsprechenden Aufbau von internationaler Liquidität. Es ist jedoch sinnvoller, diejenigen Faktoren zu untersuchen, die die Krise unmittelbar ausgelöst haben. Hier ist vor allem auf die Vereinigten Staaten in der ersten Hälfte des Jahrzehnts zu blicken. Bis zum Ausbruch der Krise im Jahr 2007 zeichnete sich deren Situation durch eine eigentümliche Kombination makroökonomischer Prozesse und neuer institutioneller Besonderheiten im Finanzsektor aus. Gesamtwirtschaftliche Beiträge zur Krise lieferten (a) die monetäre Expansion in der ersten Hälfte des Jahrzehnts, (b) umfangreiche Kapitalzuflüsse aus *emerging markets* mit hoher Ersparnis in hauptsächlich langfristige Regierungspapiere, (c) der boomende Immobilienmarkt und (d) die wachsende Verschuldung der amerikanischen Haushalte.

\* Dieser Artikel basiert auf einem Vortrag vom 13.08.2008 am IWH und erschien bereits in: IWH, Wirtschaft im Wandel 9/2008, S. 363-368. Der vollständige Text erschien als IWH-Diskussionspapier 11/2008. Ich danke dem IWH, das meinen Forschungsaufenthalt im Juli und August 2008 finanzierte. Dank geht auch an Axel Lindner und Hubert Gabrisch (beide IWH) für ihre Kommentare.

<sup>45</sup> Vgl. zu den realwirtschaftlichen Effekten TONG, H.; WEI, S. J.: Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis: Is it a Demand or a Finance Shock? International Monetary Fund, Working Paper No. WP/08/186, 2008. Die Autoren zeigen empirisch das Ausmaß und die Transmission von schädlichen Spillover-Effekten der gegenwärtigen Krise in die reale Wirtschaft. Die negativen Effekte werden über zwei Kanäle transportiert: sinkende reale Konsumnachfrage und, noch wichtiger, Liquiditätsbeschränkungen für nicht finanzielle Unternehmen.

<sup>46</sup> Strukturierte Finanzprodukte sind Anlageprodukte, die durch die Kombination mehrerer Basisfinanzprodukte, von denen mindestens eines ein Derivat sein muss, entstehen.

<sup>47</sup> Dieser Gesamtwert umfasst die international gemanagten Vermögenswerte, d. h. von Pensionsfonds, Mutual Funds, Versicherungsunternehmen, offiziellen Reserven, Hedge Fonds, Sovereign Wealth Funds (im staatlichen Besitz) und privatem Beteiligungskapital. Die Liquidität, die den unregulierten und besonders risikofälligen *Sovereign Wealth Funds*, Hedge Fonds und Privatem Beteiligungskapital zuzurechnen ist, schätzte der IWF auf etwa neun Billionen US-Dollar.

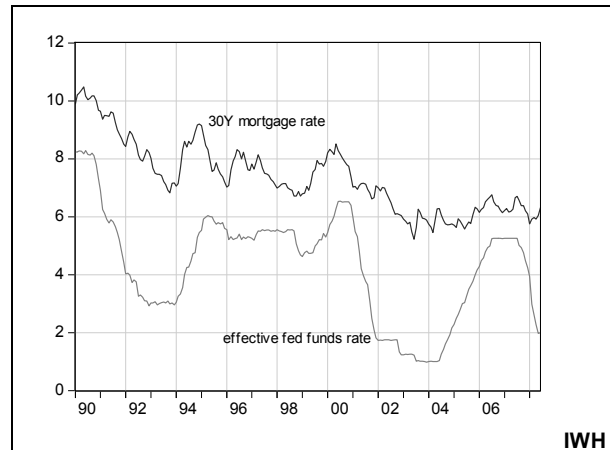
Die institutionellen Besonderheiten waren besonders von der Entwicklung neuartiger strukturierter Finanzprodukte gekennzeichnet. Von gleich großer Bedeutung war aber auch der Auftritt von Hedgefonds, des Weiteren von so genannten *conduits* (Zweckgesellschaften zum Aufkauf von Forderungen und ihrer Refinanzierung durch Geldmarktpapiere) und von anderen weitgehend unregulierten Finanzinstitutionen (z. B. *Structured Investment Vehicles* – SIVs<sup>48</sup>). Ergänzend kam es zu fehlerhaften Kreditrisikobeurteilungen und Vermögensbewertungsmodellen in großem Umfang.

Der expansiven Geldpolitik lag ein bisher nicht gekanntes Produktivitätswachstum in den späten 1990er Jahren und den ersten Jahren der neuen Dekade zugrunde. Die Lohnentwicklung wurde in ihrer Wirkung als nicht inflationär beurteilt, weil sie hinter der Produktivitätsentwicklung zurückblieb. Die monetäre Expansion trug zu hohen Nettozinssmargen der Banken bei: Die Refinanzierungskosten der Banken, die von der Federal Funds Rate, dem Leitzins der amerikanischen Notenbank, bestimmt werden, lagen beträchtlich unterhalb des Zinssatzes für Hypothekenkredite mit 30-jähriger Laufzeit (Abbildung 1). Als die Notenbank jedoch Mitte 2004 wieder zu einer restriktiveren Geldpolitik überging, begannen die Gewinnmargen der Banken zu schrumpfen, da auch die Hypothekenzinssätze abnahmen. Letztere werden durch die langfristigen Staatspapiere bestimmt, deren Erträge jedoch angesichts der Kapitalzuflüsse aus den *emerging markets* ebenfalls rückläufig waren. Um die langfristigen Kreditvergabeaktivitäten bei einem noch immer boomenden Immobilienmarkt fortzusetzen, gingen die Banken dazu über, zunehmend riskanter werdende Kreditverträge durch „Poolen“ und Umpacken der Forderungswerte in neue Wertpapiere und deren Verkauf an Finanzinvestoren abzusichern.

Tatsächlich verzeichnete der Immobilienmarkt bis Ende 2005 eine außerordentliche Expansion (Abbildung 2). Angebotsseitig setzte ein starker Anstieg beim Baubeginn neuer privater Wohnhäuser Anfang 1991 ein. Dieser Anstieg erreichte seinen Gipfel erst im Januar 2006, obwohl auf der Nachfrageseite die Zahl der tatsächlich gekauften Häuser

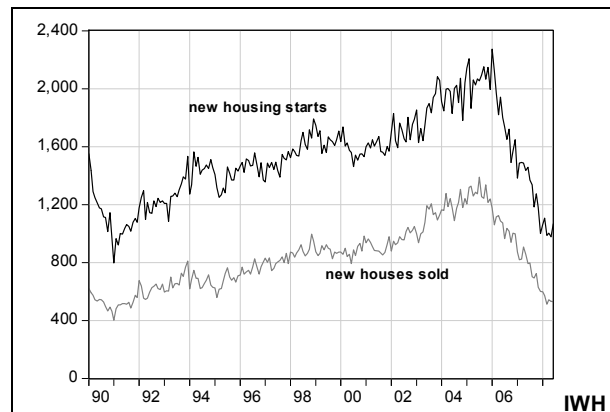
seit Mai 2005 schrumpfte. Auch die Zahl der Käufe alter Häuser nahm nur bis 2005 zu. Seit Anfang 2006 also befand sich der amerikanische Immobilienmarkt auf breiter Front auf dem Rückzug: Bis Juni 2008 fiel die Zahl der monatlich verkauften neuen Häuser um 58% und der alten Häuser um 32%.

Abbildung 1:  
Zinssatz auf 30-jährige konventionelle Hypothekenkredite und effektive Federal Funds Rate  
- Januar 1990 bis Juni 2008 -



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED).

Abbildung 2:  
Gesamtzahl der begonnenen und der gekauften neuen privaten Häuser in den USA (in 1 000)  
- Januar 1990 bis Juni 2008 -



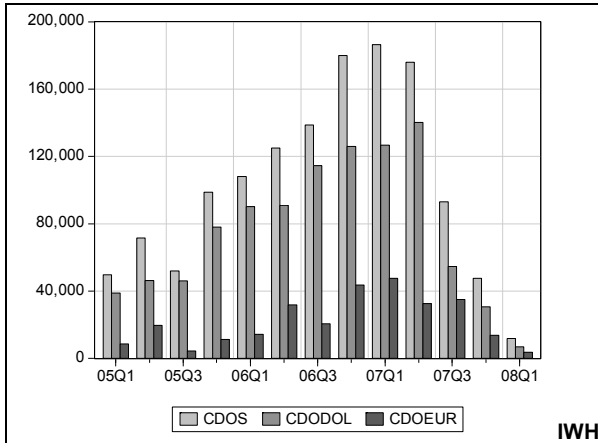
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED).

Die Unvermeidbarkeit einer Korrektur auf dem US-Immobilienmarkt war allerdings vorhersehbar, hätte man einen Blick auf den Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte geworfen. Dieser Anstieg erreichte in der Tat ein langfristig nicht tragfähiges Ausmaß. Laut der neuesten verfügbaren Daten übertraf die akkumulierte Verschuldung das verfügbare Einkommen der Haushalte im Juni

<sup>48</sup> SIVs sind Ausgliederungen von Finanzinstitutionen, um Regulierungsvorschriften zu umgehen.

2008 um 34%, während sich beide Aggregate Mitte 2001 noch die Waage gehalten hatten (nach Zahlen der Federal Reserve Bank of St. Louis).

Abbildung 3:  
Die weltweite Emission von CDOs  
- erstes Quartal 2005 bis erstes Quartal 2008 -



Anmerkungen: CDOS = gesamte Herausgabe umgerechnet in Mio. US-Dollar. – CDODOL = Herausgabe nur in US-Dollar. – CDOEUR = Herausgabe in Euro.

Quelle: Securities Industry and Financial Market Association (SIFMA).

Nachdem nun auch der Immobilienmarkt in die Krise geraten war, nahmen die Hypothekeninstitutionen und Banken verstärkt Zuflucht zur Vergabe von Krediten an extrem risikobehaftete Haushalte.<sup>49</sup> Dazu gehören Haushalte mit schlechter Kreditvergangenheit und unsicheren Einkommensperspektiven (so genannte *Subprime*-Schuldner), aber auch grundsätzlich kreditwürdige Haushalte, die jedoch nicht in der Lage waren, ihr Einkommen vollständig zu dokumentieren oder einen Eigenkapitalanteil vorzuweisen (*Near-Prime*- bzw. *Alt-A*-Schuldner). Der Anteil dieser Kredite an allen neu ausgereichten Hypothekenkrediten wuchs im Jahre 2006 auf fast 40%, verglichen mit nur 9% im Jahr 2001.<sup>50</sup> Die Risiken dieser Hypotheken waren vormals leicht durch CDOs, hier insbesondere durch *Collateral Mortgage Obligations*, abzuwälzen, jedoch nicht mehr im Jahr 2006 und danach. Die Attrakti-

vität der CDOs für Investoren im Zeitraum vom ersten Quartal 2005 bis zum ersten Quartal 2008 illustriert Abbildung 3: Sie zeigt, dass seit dem Höhepunkt im ersten Quartal 2007 ihre Emission nahezu kollabierte. Im ersten Quartal 2008 wurden CDOs im Wert von nurmehr zwölf Mrd. US-Dollar herausgegeben, verglichen mit 187 Mrd. Dollar ein Jahr vorher. Faktisch erkannten Marktanalysten und Investoren das sich zusammenbrauende Problem erst eineinhalb Jahre, nachdem der Immobilienmarkt zu schrumpfen begonnen hatte.

### Die „wandernde“ Vermögensblase

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Entwicklung können vier Phasen der Krise identifiziert werden: (1) *Die Subprime-Hypothekenkrise*: Zunächst hat die Liquidität zu einer Aufblähung des Immobilienmarkts in den Vereinigten Staaten geführt, wobei diese Inflationierung durch eine massenhafte Vergabe von Hypothekarkrediten an *Subprime*- und *Alt-A*-Schuldner erfolgte. (2) *Übertragungseffekte*: Dem Zusammenbruch des Hypothekenmarkts folgte als zweite Phase die Ausbreitung der Folgen auf andere Vermögenswerte, sodass nunmehr auch Universalbanken mit globaler Bedeutung betroffen waren. (3) *Run auf die am meisten gefährdeten Banken*: In der dritten Phase zogen Finanzinvestoren massiv ihre Einlagen aus den am meisten betroffenen Banken ab, d. h. Northern Rock und Bear Sterns, was bereits Befürchtungen hinsichtlich möglicher Ansteckungseffekte auf globaler Skala auslöste. (4) *Inflationierung auf den Märkten für Warenfutures*: Schließlich folgte der Kollaps der strukturierten Finanzprodukte, die auf den betroffenen Vermögenswerten basierten (hauptsächlich CDOs). Dieser Zusammenbruch trug dazu bei, dass die globale Liquidität in die Warenterminmärkte bzw. deren Finanzprodukte (Futures) abwanderten und nun dort zu spekulativen Preisentwicklungen beitrug.

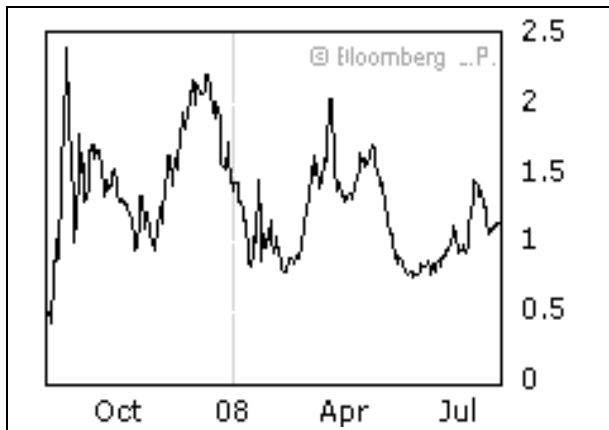
Die ersten drei Phasen können anhand von starken Sprüngen im Kreditrisiko relativ deutlich gemacht werden. Diese Sprünge lassen sich an der Entwicklung der Differenz zwischen dem Dreimonats-Libor und der Verzinsung von Dreimonats-US-Schatzbriefen (TED<sup>51</sup>) nachzeichnen.

<sup>49</sup> Vgl. DiMARTIN, D.; DUCA, J. V.: *The Rise and Fall of Subprime Mortgages*. Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Letter Vol. 2, No. 11, November 2007. – CRAIG, J.: *Financial Market Instability: A Many Sided Story*. Center for Policy and Development Systems, Brisbane, Australia, September 2007.

<sup>50</sup> Vgl. TILTON, A.: *The Subprime Slump and the Housing Market*. Goldman Sachs, Februar 2007, 23, pp. 4-6.

<sup>51</sup> Treasury-over-Eurodollar rates.

Abbildung 4:  
TED Spread, tägliche Daten für ein Jahr bis zum  
4. August 2008



Quelle: Bloomberg.

Der erste Sprung nach oben korrespondiert mit dem Ausbruch der Subprime-Krise am 7. August 2007, d. h. mit dem Zusammenbruch von zwei Hedgefonds, die Bear-Sterns gehörten und die den Risiken von hypothekengesicherten Wertpapieren besonders stark ausgesetzt waren. Eine große Anzahl von Analysten und Kommentatoren hatte starke Warnsignale über die sich nähernde Kernschmelze des Subprime-Markts und der damit verbundenen Wertpapiere ausgesendet. Der zweite Sprung nach oben erfolgte im Dezember 2007 im Zusammenhang mit neuen Informationen zu einer Übertragung der Krise in andere Kreditfelder und global agierende Banken. Das dritte Stadium im April 2008 war durch den Run auf die Einlagen bei Bear-Sterns und dessen Ansteckungseffekte für andere Investment-Banken mit ähnlichen Portfolio-Eigenschaften gekennzeichnet. Diese drei Stadien beleuchten den sich verbreiternden Prozess und die ungleiche Intensität der Krise.

Mit dem Zusammenbruch des CDO-Markts im ersten Quartal 2008 und dem damit verbundenen Anstieg des Liquiditätsrisikos verschoben die globalen Investoren einen Großteil ihrer Mittel zu den Warenfutures.<sup>52</sup> Im Ergebnis nahmen die Spot- und Futurepreise beträchtlich zu, sodass hierin eine vierte Phase zu sehen ist. Der Futurepreis für Rohöl (New York Mercantile Exchange, NYMEX) verdoppelte sich zwischen Anfang Oktober 2007

<sup>52</sup> Vgl. BROWN, S. P. A.; VIRMANIUND, R.; ALM, R.: Crude Awakening: Behind the Surge in Oil Prices, in: Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Letter Vol. 3, No. 5, Mai 2008.

und Anfang Juli 2008 von 75 US-Dollar je Barrel auf 149 US-Dollar. Seitdem nahm der Preis wieder ab und oszillierte in der ersten Augustwoche 2008 um etwa 114 US-Dollar, was darauf hinweisen könnte, dass sich die Blase auf diesem Markt allmählich deflationieren könnte.

Das Bild der vier Krisenphasen unterstützt das Argument einer „wandernden Vermögensblase“, die vom analytischen Gesichtspunkt aus als Überbewertung verschiedener Vermögensklassen im Zusammenhang mit der ständigen Verlegung internationaler Liquidität definiert werden kann. Die gegenwärtige Krise wurde also durch das Auftreten dieser Liquidität und durch ihre teilweise nachlässige Allokation auf verschiedenen unregulierten Märkten und strukturierte Finanzprodukte ausgelöst.

### ***Liquiditätspräferenz, asymmetrische Informationen und Herdenverhalten***

Die Komplexität der globalen Krise wird neue theoretische Einsichten erfordern. Die wichtige Rolle, die CDOs und andere strukturierte Finanzprodukte, aber auch unregulierte Finanzinstitutionen (beispielsweise die SIVs) gespielt haben, macht vermutlich eine Erweiterung der keynesianischen Liquiditätspräferenztheorie notwendig. Ihr traditioneller Bezug zur Bond-Yield-Strukturkurve und zum Trade-off zwischen Wertpapieren und Aktien ist nicht ausreichend. Er müsste durch die Relation der Liquiditätsvorteile der neuen strukturierten Finanzprodukte zu den so genannten Plain Vanilla-Wertpapieren<sup>53</sup> ersetzt oder zumindest ergänzt werden. Neben der Anwendung einer erweiterten Liquiditätstheorie dürften asymmetrische Informationen für die Entscheidungen der Investoren eine viel größere Rolle als bisher gespielt haben. Die neuen vermögensgesicherten Wertpapiere haben die Distanz zwischen Hypothekenschuldnern und Investoren in Finanzderivate erheblich vergrößert. Die Krise hat auch gezeigt, dass CDOs und andere strukturierte Finanzprodukte eine erhebliche asymmetrische Information für Investoren beinhalteten, hauptsächlich in Form adverser Selektion.<sup>54</sup> Ge-

<sup>53</sup> Plain Vanilla-Wertpapiere basieren auf einer garantierten Wiedererstattung des Kapitals mit ihrem Ertrag, soweit er nicht mit Derivativen verbunden ist.

<sup>54</sup> Vgl. ORLOWSKI, L. T.: Recent Turmoil in Financial Markets – Sources and Systemic Remedies. Center for

nauer gesagt: Investoren glaubten vor dem Erwerb der Produkte an ein relativ geringes Risiko, welches in den aktuellen Ertragsmargen enthalten ist, verglichen mit risikofreien Wertpapieren wie etwa Regierungspapieren. Die Krise hat allerdings gezeigt, dass diese Margen auch nicht annähernd das tatsächliche Default-Risiko kompensierten.

Schließlich wurde das Aufkommen der neuen Wertpapiere von Herdenverhalten der Investoren begleitet.<sup>55</sup> Angesichts des inflationierten CDO-Markts muss das Ausmaß des Herdenverhaltens so groß wie nie zuvor gewesen sein. Verstreuten Informationen von Finanzanalysten zufolge waren vor allem unregulierte Fonds für Spekulation und Herdenverhalten anfällig. Die Fonds versuchten, mit ihren Aktionen den regulatorischen Beschränkungen und denjenigen Berichtsregeln zu entgehen, die durch den Sarbanes-Oxley-Act von 2002 in ihre Satzungen implementiert werden mussten.

### ***Geldpolitische und institutionelle Schlussfolgerungen***

Geldpolitiker müssen von dieser Krise lernen. Zurzeit sind die amerikanische Fed und einige andere Zentralbanken eher mit einem Bail-out jener Investmentbanken beschäftigt, die von der Krise besonders hart getroffen wurden. Allerdings tendieren die Kreditrisiken von spezialisierten Banken dazu, einer langfristig flachen (*long-tailed*) Verteilung zu folgen. Damit erfahren Investmentbanken, die mit ihrem Kapital ein übergroßes Finanzvolumen dirigieren und stark von einer Refinanzierung außerhalb von normalen Depositen abhängig sind (dem so genannten *wholesale funding*), vergrößerte Verluste in Perioden turbulenter Märkte. Aber ebenso fallen ihre Gewinne in ruhigeren Perioden höher aus. Sollte ein Bail-out dieser Banken in harten Zeiten auch bedeuten, dass ihre Gewinne in besseren Zeiten höher besteuert werden? Beide Extremlösungen (Bail-out und Besteuerung) sind ungerechtfertigt. Grundsätzlich ist es für eine Regierung legitim, eine oder mehrere der größten Banken vor dem Absturz zu bewahren, denn ihr Kollaps

---

Economic and Social Research CASE Warsaw, E-brief No. 4. 2008.

<sup>55</sup> Die theoretischen Grundlagen wurden beschrieben in SCHARFSTEIN, D. S.; STEIN, J. C.: Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short Term Speculation. *Journal of Finance* 47 (4), 1992, pp. 1461-1484.

könnte andere Banken ebenfalls in den Untergang reißen. Bail-outs sollten allerdings mit Vorsicht durchgeführt werden, und vorzugsweise durch eine fiskalische Operation, nicht durch Cash-Injektionen der Zentralbank. Derartige Liquiditätsspritzen beeinträchtigen eher die Preisstabilität und damit auch die Glaubwürdigkeit der Zentralbank. Gleichzeitig stellen sie implizite Garantien für hochrisikante Bankoperationen in der Zukunft dar.

Anstatt strategische Fehler von Investmentbanken durch die Infusion von Liquidität zu korrigieren, wären die Fed und andere Zentralbanken gut beraten, ihre taktischen Bemühungen darauf zu richten, die wandernde Liquiditätsblase in den Griff zu bekommen, sodass Kapitalzuflüsse in spezifische Wertpapiermärkte weder die Preisstabilität noch das Wirtschaftswachstum gefährden. Die Liquiditätsschwemme kann wohl nicht durch Steuern oder Restriktionen für Kapitalströme beseitigt werden; dafür ist sie zu groß und global angelegt. Eher könnte eine kluge Mischung aus Regulierung und geldpolitischer Strategie die weltweite Liquidität in produktive Investitionen lenken. Inflationäre Konsequenzen und schädliche Effekte für die Realwirtschaft wären dann nicht zu befürchten.

Wenn die Re-Kapitalisierung der Banken einmal abgeschlossen ist, wird es sinnvoll sein, die Verpflichtung der Fed und anderer Zentralbanken für eine Politik des *forward-looking*-Inflationsziels wieder zu verstärken. Die großen Liquiditätsinjektionen als Antwort auf die Finanzkrise hatten die Fed-Pläne zur Einführung eines Inflationsziels zum Stillstand gebracht. Der *forward-looking*- bzw. prognosebasierte Ansatz des *inflation targeting* erlaubt eine Glättung der nominalen Indexierung durch die Wirtschaftssubjekte.<sup>56</sup> Diese geldpolitische Strategie reduziert deshalb am ehesten die Risiken, die mit der Volatilität politischer Schlüsselvariablen wie Wechselkursen, Zinssätzen oder Inflationsprognosen assoziiert sind. Das Inflationsziel sollte allerdings flexibel verfolgt werden. „Flexibel“ heißt hier, eine ausschließliche Verpflichtung der Geldpolitik gegenüber dem gesetzten Inflationsziel zu vermeiden. Die geldpolitische Reaktion sollte auch

---

<sup>56</sup> Vgl. SVENSSON, L. E. O.: Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. *Journal of Monetary Economics* 43 (3), 1999, pp. 607-654, sowie WOODFORD, M.: The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy. *Journal of Economic Perspectives* 21 (4), 2007, pp. 3-24.



alternative Ziele wie das Wachstum der Realeinkommen, die Beschäftigung und die Wechselkursstabilität berücksichtigen.

Diese Schlussfolgerung gilt auch für *emerging markets* mit ihren offenen und intrinsisch volatilen Volkswirtschaften. Als Besonderheit sind die neuen EU-Mitgliedsländer zu nennen, die die nominale Konvergenz hin zur Übernahme des Euro anstreben. Sie können nicht nur die inländischen Inflationsprognosen planen und wären gut beraten, auch die Relation zwischen den Inflationszielen für ihre eigene Währung und für die des Euroraums zu setzen. Ein derartiger Politikrahmen kann als „*relatives Inflation Forecast-Targeting*“ bezeichnet werden.<sup>57</sup> Die Einbeziehung einer stabilen Inflationsvariablen der Währungsunion in das Inflationsziel oder die Reaktionsfunktion der Zentralbank der konvergierenden Volkswirtschaften dürfte in einer Absorption geringerer Markt- und Inflationsrisiken resultieren.

Entscheidend für die Implementierung der genannten geldpolitischen Strategie ist eine angemessene Wahl des Inflationsziels. Die Zentralbanken sollten dabei das Inflationsziel anhand der tatsächlichen Inflation und nicht nur der Kerninflation festlegen. Denn die letzte Phase der Krise, die Kapitalzuflüsse auf die Warenmärkte, hat die Lücke zwischen tatsächlicher und Kerninflation deutlich erweitert. Gegenwärtig scheint die tatsächliche Inflationsrate ein größeres Problem zu sein, denn sie wird wahrscheinlich auf andere Inflationsindikatoren in naher Zukunft durchschlagen. Das Problem der Fed war jedoch, ein implizites Ziel für die Kerninflation, gestützt auf die personellen Konsumausgaben, zu verordnen. In seinem Bericht an den Kongress vom 17. Februar 2007 – also vor Ausbruch der Krise – setzte *B. Bernanke* das Ziel für die Kerninflationsrate in einem Rang von 1,75% bis 2,00% für Ende Juni 2008. Falls diese Pläne wiederbelebt werden, sollte eher die tatsächliche als die Kerninflationsrate die Basis für die Definition des Inflationsziels darstellen. Denn die nominale Indexierung von Löhnen, Preisen und Zinssätzen orientiert sich eher an der tatsächlichen denn an der Kerninflationsrate.

Für endgültige Lehren ist es zu früh, denn die Krise ist noch im Gange. Man kann aber durchaus optimistische Schlussfolgerungen ziehen, denn die Krise hat dazu beigetragen, ernste Mängel in Bewertung und Management von Risiken in Finanzinstitutionen aufzudecken. In der Zeit nach der Krise sollten diese Institutionen einer rigoroseren regulatorischen Überwachung des Mindestkapitals und der Transparenz unterliegen. Die Krise hat die Investoren auch auf die Informationsasymmetrien und die systematischen Risiken hingewiesen, die strukturierte Finanzprodukte enthalten, sodass die Investoren wohl kaum in der vorhersehbaren Zukunft zu ihnen zurückkehren werden. Eine weitere Forschung zu klugen regulatorischen Antworten, die die erwähnten Defekte beseitigen, ist gegenwärtig notwendig.

*Lucjan Orłowski*  
(*OrłowskiL@sacredheart.edu*)\*

---

<sup>57</sup> Ausführlich vgl. ORŁOWSKI, L. T.: *Relative Inflation-forecast as Monetary Policy Target for Convergence to the Euro*. *Journal of Policy Modeling*, forthcoming.

---

\* Lucjan Orłowski, Tenured Professor an der Sacred Heart Universität in Fairfield, Connecticut, und Research Professor am Institut für Wirtschaftsforschung Halle.

## Mittel- und Osteuropa wird von der globalen Finanzkrise angesteckt\*

### *Finanzkrise erreicht die Region*

Noch bis zum Ende des Frühjahrs 2008 schien es, als würden die mittel- und osteuropäischen Länder von der globalen Finanzkrise nicht allzu stark getroffen zu werden.<sup>58</sup> Zwar hatte die ungarische Regierung das seit einigen Jahren bestehende Wechselkursband für den Forint im Februar aufgeben müssen, zwar nahmen die Inflationsraten in allen Ländern ebenso wie in der gesamten EU nicht zuletzt wegen der spekulativen Preisentwicklungen auf den Rohstoffmärkten zu, auch kam es zu erheblichen Rückgängen der Kurse an den wichtigsten Börsenplätzen, aber insgesamt fielen diese Bewegungen schwächer aus als in den „alten“ EU-Ländern und der Gesamtheit der *emerging markets*. Analysten erklärten dies mit einem völlig anderen Immobilienmarkt als in den USA und der Bankenstruktur: Der Finanzsektor der Länder sei wenig in den Handel mit Finanzinnovationen involviert und außerdem von internationalen Banken mit langfristig orientiertem Engagement dominiert.<sup>59</sup> Die letzte Welle der Vermögenskorrekturen auf den internationalen Finanzmärkten vom Oktober traf die Länder allerdings ziemlich schwer. In Russland musste die Zentralbank bereits im September erste Interventionen zur Stützung des Rubels mit Hilfe der in den vergangenen Jahren angesammelten Devisenreserven durchführen. Investoren befürchteten nicht nur Sanktionen nach dem Georgien-Konflikt; es verschlechterte sich auch ihre Einschätzung der längerfristigen Zahlungsfähigkeit des Landes wegen des seit Mitte Juli zu beobachtenden Einbruchs der Rohölpreise und damit des zentralen Trägers der prosperierenden Wirtschaft der vergangenen Jahre. In der zweiten Oktoberwoche musste die Staatsbank weitere 15 Mrd. US-Dollar einsetzen, um die Wirkung des Abzugs ausländischen Kapitals auf

---

\* Dieser Artikel erschien bereits in: IWH, Wirtschaft im Wandel 12/2008, S. 453-460.

<sup>58</sup> Simone Lösel hat die wesentlichen Beiträge zur Statistik dieses Artikels geliefert.

<sup>59</sup> GARDÒ, S.; HILDEBRANDT, A.; WALKO, Z.: Walking the Tightrope: A First Glance on the Impact of the Recent Global Financial Market Turbulence on Central, Eastern and Southeastern Europe, in: Financial Stability Report, 2008, issue 15. Austrian National Bank, pp. 119-140.

den Wechselkurs zu kompensieren.<sup>60</sup> Ungarn und die Ukraine werden Stützungskredite von IWF, Weltbank bzw. der EZB (Ungarn) erhalten. Weißrussland hat sich ebenfalls mit der Bitte um ein Beistandsabkommen an den IWF gewandt.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt (Mitte Dezember) sind die baltischen Länder, Ungarn sowie Bulgarien, Rumänien und Kroatien am stärksten, die Tschechische Republik, die Slowakei und Slowenien am geringsten von der Übertragung gesteigerter Risiken auf den globalen Finanzmärkten betroffen. Auch Polen zeigt erste Anzeichen einer Ansteckung mit dem Abzug von Portfolioinvestitionen. Damit sind nicht nur Länder mit den größten außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten oder mit einer unzureichenden politischen Glaubwürdigkeit (Ungarn) besonders betroffen.<sup>61-62</sup> Auch in politisch stabilen Ländern hat sich die Dominanz internationaler Banken als Einfallsschneise für die international gestiegenen Risiken erwiesen. Welche realwirtschaftlichen und institutionellen Folgen die Ansteckung haben wird, hängt sowohl von den speziellen Ansteckungskanälen als auch den Spielräumen der Geld- und Fiskalpolitik ab; Faktoren, die im Folgenden diskutiert werden.

### *Die wichtigsten Ansteckungskanäle*

Finanzkrisen in den mittel- und osteuropäischen Ländern traten in den 1990er Jahren überwiegend im Zusammenhang mit dem Transformationsprozess auf, und zwar zum einen wegen der noch fragilen Finanzsysteme und zum anderen wegen der mangelnden Glaubwürdigkeit und Stabilität der Geld- und Fiskalpolitiken. Ansteckungseffekte etwa aus der Asienkrise (auf die Tschechische Republik

---

<sup>60</sup> Die Währungsreserven betragen am 31.10.2008 noch immer ca. 400 Mrd. US-Dollar als Resultat jahrelang günstiger Rohstoffpreise. Aber immerhin: Sie waren seit dem 31.08.2008 um 62 Mrd. US-Dollar geschrumpft.

<sup>61</sup> ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK: Recent Economic Developments in Selected CESEE Countries. Box 1. [http://www.oenb.at/en/geldp\\_volksw/zentral\\_osteuropa/recent\\_economic\\_developments.jsp](http://www.oenb.at/en/geldp_volksw/zentral_osteuropa/recent_economic_developments.jsp), Zugriff am 07.11.2008.

<sup>62</sup> Wir müssen zu den politisch instabilen Ländern auch die Ukraine zählen, die in dieser kurzen Analyse jedoch nicht weiter behandelt wird. (Ähnlich wie Russland von sinkenden Rohölpreisen getroffen wird, ist die Ukraine sinkenden Stahlpreisen ausgesetzt.)

im Mai 1997 oder Russland im Sommer 2008) besaßen nur geringe Bedeutung. Die Ablösung der bis dahin verfolgten Politik eines Wechselkursziels durch freie *floats* oder durch *currency boards* hat nachfolgend erheblich zur Entlastung der Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung und damit zu mehr Glaubwürdigkeit geführt. Die zunehmende Dominanz internationaler Banken wird als stabilisierend hinsichtlich der Bankensysteme gewertet. Gleichwohl schützen weder *float* noch *currency board* noch ein stabiles Bankensystem vor einer Ansteckung, die in der globalen Finanzwirtschaft ihren Ausgang nimmt. Diese Ansteckung kann über eine Vielzahl von Kanälen erfolgen, von denen drei besonders wichtig sind: Erstens kann aus der Sicht institutioneller Investoren der Preisverfall von Finanztiteln im Ursprungsland der Krise auch zu einer Reduzierung des Engagements in bisher nicht betroffenen Ländern führen – mit dem Ziel, eine optimale Risikostruktur des Portfolios wiederherzustellen. Internationale Investoren würden dann ihr Finanzengagement in Mittel- und Osteuropa reduzieren. Zweitens kann die globale Finanzkrise generell zu einer Verschlechterung der Stimmung gegenüber *emerging markets* und hier auch der mittel- und osteuropäischen Länder führen. Die Folge wäre ein Anstieg der Risikoprämien oder im extremen Fall sogar eine Umkehr der Nettoportfoliozuflüsse in die Region. Der dritte Kanal kommt in einer drastischen Verschlechterung der globalen Kreditkonditionen zum Ausdruck, die sich bei integrierten Finanzmärkten auch auf die Region Mittel- und Osteuropa ausbreiten würde. Hier käme es über einen Rückgang, und im schlechtesten Fall durch eine plötzliche Umkehr der Kapitalzuflüsse und einem daraus folgenden Anstieg der Liquiditätsbeschränkungen, zu steigenden Finanzierungskosten für die nicht finanziellen Sektoren der Wirtschaft (private Haushalte, Unternehmen, Gebietskörperschaften), in einigen Ländern sogar zu einer Kreditverknappung (*credit crunch*).

In Mittel- und Osteuropa spielen die Börsenplätze im Vergleich mit dem Bankensektor und den Märkten für Staatspapiere nur eine geringe Rolle. Dementsprechend sind drei Indikatoren für eine Ansteckung besonders zu betrachten:

- Bei Staatstiteln wäre ein Anstieg der *bond-yields* zu beobachten: Der Abzug von Investi-

tionen in diese Titel würde Finanzierungskosten des Staats erhöhen.

- Im Geschäftsbankensektor kommt eine Ansteckung durch den Abzug von Einlagen und nachfolgend in einem Anstieg des Zinsaufschlags und anderer Kreditkosten gegenüber vergleichbaren Märkten zum Ausdruck. Eine Verschlechterung der Geldversorgung löst quantitative Kreditrestriktionen aus, die in einem *credit crunch* enden können. Hier kommt es also auf das Verhältnis von Kreditnachfrage und -angebot an.

### ***Steigende Zinsen für Staatstitel signalisieren Portfolioanpassungen***

Seit Ausbruch der Finanzkrise sind die Erträge auf Regierungstitel in der gesamten Region gestiegen, in einigen Ländern deutlich stärker als in wichtigen Regionen der Weltwirtschaft. In den Vereinigten Staaten, Europa insgesamt und in Japan nahmen die Erträge zwischen März und Juli 2008 um etwa 50 Basispunkte zu,<sup>63</sup> während in Polen und Ungarn bei einigen Laufzeiten ein Anstieg von bis zu 100 Basispunkten verzeichnet wurde (Abbildungen 1 und 2). Dies verweist auf eine sinkende Bereitschaft von Investoren, längerfristige Staatstitel in ihren Portfolios zu halten. Tatsächlich ist in Polen der Anteil ausländischer Investoren am Markt für Regierungstitel in der Zeit von April bis Oktober 2008 gefallen (um 10%). Abbildung 1 zeigt für den aktuellen Rand auch eine beträchtlich vergrößerte Differenz zwischen den Erträgen bei zehnjährigen polnischen Staatstiteln und dem Risikoaufschlag gegenüber der Eurozone. Dies reflektiert einen Anstieg der Risikoprämie auf Kreditausfall-Swap-Geschäfte (CDS), die als besonders sensibel hinsichtlich einer sich nähernden Finanzkrise angesehen werden. Eine derartige Entwicklung ist auch in den anderen Ländern der Region zu beobachten, wobei neben Polen und Ungarn (Abbildung 2) der stärkste Anstieg in Russland verfolgt werden kann. Nachdem Standard & Poor's im Oktober ihr Rating für Russland herabgestuft hatten, sind die Kosten für die Bedienung der Staatstitel für die russische Regierung erheblich angestiegen.<sup>64</sup> In der

<sup>63</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS: BIS Quarterly Review. September 2008, pp. 1-6.

<sup>64</sup> Bloomberg, 23.10.2008.

Abbildung 1:  
Ertragsentwicklung bei langfristigen polnischen  
Staatstiteln



Untere Kurve: Erträge zehnjähriger Staatstitel. – Obere Kurve: Risiko-  
aufschlag (spread) auf die Erträge zehnjähriger Staatstitel gegenüber  
der Eurozone.

Quelle: National Bank of Poland: Financial Stability Report,  
Oktober 2008.

Abbildung 2:  
Ungarn: Risikoaufschläge auf Kreditsicherungen  
(CDS) und die Ertragsentwicklung auf Staatstitel  
- in Forint -



Quelle: Magyar Nemzeti Bank: Report on Financial Stabi-  
lity, October 2008.

gesamten Region zeichnet sich ein Rückgang der Umsätze am Markt für Staatstitel ab, weil die Banken im Streben, ihre Portfolios mit liquiden Werten stabil zu halten, Angebot und Nachfrage einschränken. In einigen Ländern haben die Zentralbanken daher begonnen, Staatstitel aufzukaufen (z. B. Bulgarien), um über eine gesteigerte Nachfrage die Spannungen auf dem Markt abzubauen oder das Angebotsvolumen zu reduzieren (z. B. Ungarn).

### Die Anfälligkeit des Bankensektors gegenüber dem Abzug von Einlagen

Ausländische Banken haben in der Transformationsperiode der 1990er Jahre nicht unerheblich zur Stabilisierung des Finanzsystems beigetragen, vor allem durch die Entwicklung eines Finanzsektors mit einem komplexen Instrumentarium und den Kreditvergabeprinzipien in Industrieländern. Ende 2007 stellten ausländische Tochterbanken etwa 95% des Kapitals des Bankensektors in den neuen EU-Ländern und Kroatien, wobei es sich vorwiegend um EU-Banken handelte. In Estland, der Slowakei und Kroatien ist das inländische Bankensystem fast vollständig in ausländischer Hand, in der Tschechischen Republik, Litauen, Ungarn und Rumänien zu mehr als 80%. Lediglich in Slowenien beträgt der Anteil ca. 30%.<sup>65</sup> Ein ausländisch dominierter Bankensektor schützt aber nicht vor externer Ansteckung, und zwar dann nicht, wenn die Mutterbanken selbst von der globalen Finanzkrise betroffen sind. Die höheren Risikoaufschläge auf Kredite an Banken in der Region hängen dabei nicht nur von Inflations- und Wachstumsaussichten ab. Auch die Höhe der Leistungsbilanzdefizite bestimmt die Abhängigkeit von ausländischen Kapitalzuflüssen in Form von Direkt-, Portfolio- und anderen Investitionen (Kredite, Einlagen). Zu den Ländern mit sehr hohen Defiziten (mehr als 10% des Bruttoinlandsprodukts) gehören die baltischen Länder (Lettland: 19%) sowie Bulgarien und Rumänien.

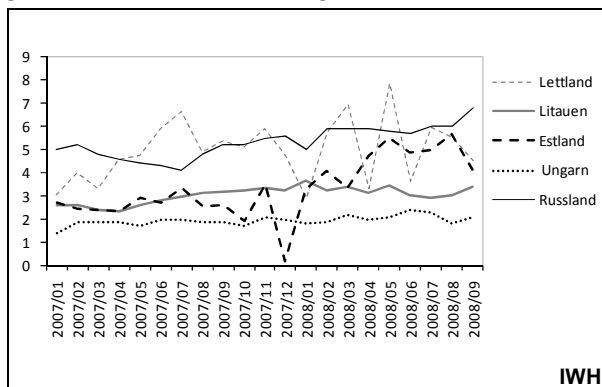
Beispiel *Estland*: Die größten Eigentümer der wichtigsten estnischen Banken sind skandinavische Finanzinstitutionen; ein substantieller Teil der institutionellen Kreditaufnahme stammt von diesen Mutterbanken. Da die Mutterbanken die mittelfristigen Perspektiven der estnischen Wirtschaft bereits seit Ende 2007 als schlecht einschätzen oder selbst international einem erhöhten Kreditrisiko als Folge der Finanzkrise ausgesetzt sind, haben sie ihre Kreditvergabe an die estnischen Tochterbanken,<sup>66</sup> aber auch ihre Einlagen dort bereits reduziert. Als Folge zeichnet sich eine Verschlechterung des Kredit-Einlagen-Verhältnisses ab; dementsprechend

<sup>65</sup> BADULESCU, D.; BAC, D.: Forms and Dimensions of Foreign Capital Expansion in the Banking Sector of Central and Eastern Europe. A Regional Perspective. MPRA Paper No. 7835, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/7835/>, Zugriff am 19.11.2008.

<sup>66</sup> Baltic Business News (bbn) vom 06.11.2008.

ist in Estland die Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzinssatz von 2,5 Prozentpunkten Anfang 2007 auf mehr als sechs Prozentpunkte Ende August 2008 gestiegen, ähnlich auch in Lettland (Abbildung 3). Erschwerend kommt in der gegenwärtigen Situation das in den letzten Jahren gewachsene Auslandsengagement estnischer Banken hinzu, wobei die Kreditvergabe auf den derzeit ebenfalls fragilen lettischen, litauischen, ukrainischen und russischen Märkten über Branchenfilialen und Leasingfirmen im Mittelpunkt stand. Wachsende Liquiditäts- und Solvenzprobleme auf diesen Märkten dürften negative Rückkopplungseffekte auf die estnische Bankenlandschaft ausüben.

Abbildung 3:  
Verhältnis von Kredit- zu Einlagenzinssatz in ausgewählten Ländern der Region



Quellen: Zentralbanken der Länder.

Soweit in den Ländern der Region die Zentralbank Umfragen zur Änderung des Kreditvergabe- verhaltens des Bankensektors publiziert (Ungarn, Polen, Estland), haben sich die Konditionen für eine Kreditvergabe der Banken in den letzten Monaten erheblich verschlechtert. Die Konditionen umfassen nicht nur die Höhe der Verzinsung einschließlich der Risikoaufschläge, sondern auch andere Finanzierungskosten sowie die Regeln und Bedingungen für eine Kreditvergabe (Sicherheiten, Laufzeiten, Obergrenzen, Kreditgeschichte). Ebenso geben die befragten Banken an, dass sie eine weitere Verschärfung der Kreditvergabebedingungen in den nächsten Monaten planen.

Wenn das Kreditangebot unter die Kreditnachfrage sinkt, droht ein *credit crunch*. Dieser ist offenbar in einigen Finanzmarktsegmenten bereits eingetreten. Die polnischen Banken registrierten einen

starken Anstieg der langfristigen Kreditnachfrage von großen Unternehmen, während sie selbst Obergrenzen und Laufzeiten der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor restriktiver handhabten.<sup>67</sup>

### **Currency Boards und Geldversorgung**

Für die Sicherung der Kreditversorgung spielt die Versorgung mit Geld eine wichtige Rolle. Eine derzeit dazu notwendige monetäre Expansion mit der Folge sinkender Kreditzinsen und erweiterter quantitativer Vergabemöglichkeiten kann dabei von der Wechselkurspolitik eines Landes unterstützt, aber auch behindert werden. Eine Störung in der Kreditversorgung ist vor allem in jenen Ländern zu erwarten, deren Bankensektor unter der Abwesenheit einer eigenständigen Geldpolitik leidet. Dies ist der Fall, wenn das Wechselkursregime ein *currency board* ist. Abbildung 4 stellt die Entwicklung der Geldmenge in den vier Ländern der Region mit einem derartigen bzw. ähnlichen Arrangement<sup>68</sup> dar. Danach ist am aktuellen Rand die Geldmenge deutlich zurückgegangen, sodass die Gefahr einer deflationären Entwicklung größer geworden ist. Unter den vier Ländern leidet Estland derzeit am stärksten unter den Auswirkungen der Finanzkrise. Die inländische Geldversorgung Estlands hängt fast ausschließlich vom Zufluss an ausländischen Zahlungsmitteln ab. Bis August 2008 verzeichnete die Zentralbank (Eesti Pank) einen Rückgang sowohl der kurz- als auch der langfristigen Einlagen ausländischer Kreditinstitutionen, was mit einem verringerten Devisenzufluss in den privaten Sektor korrespondiert.

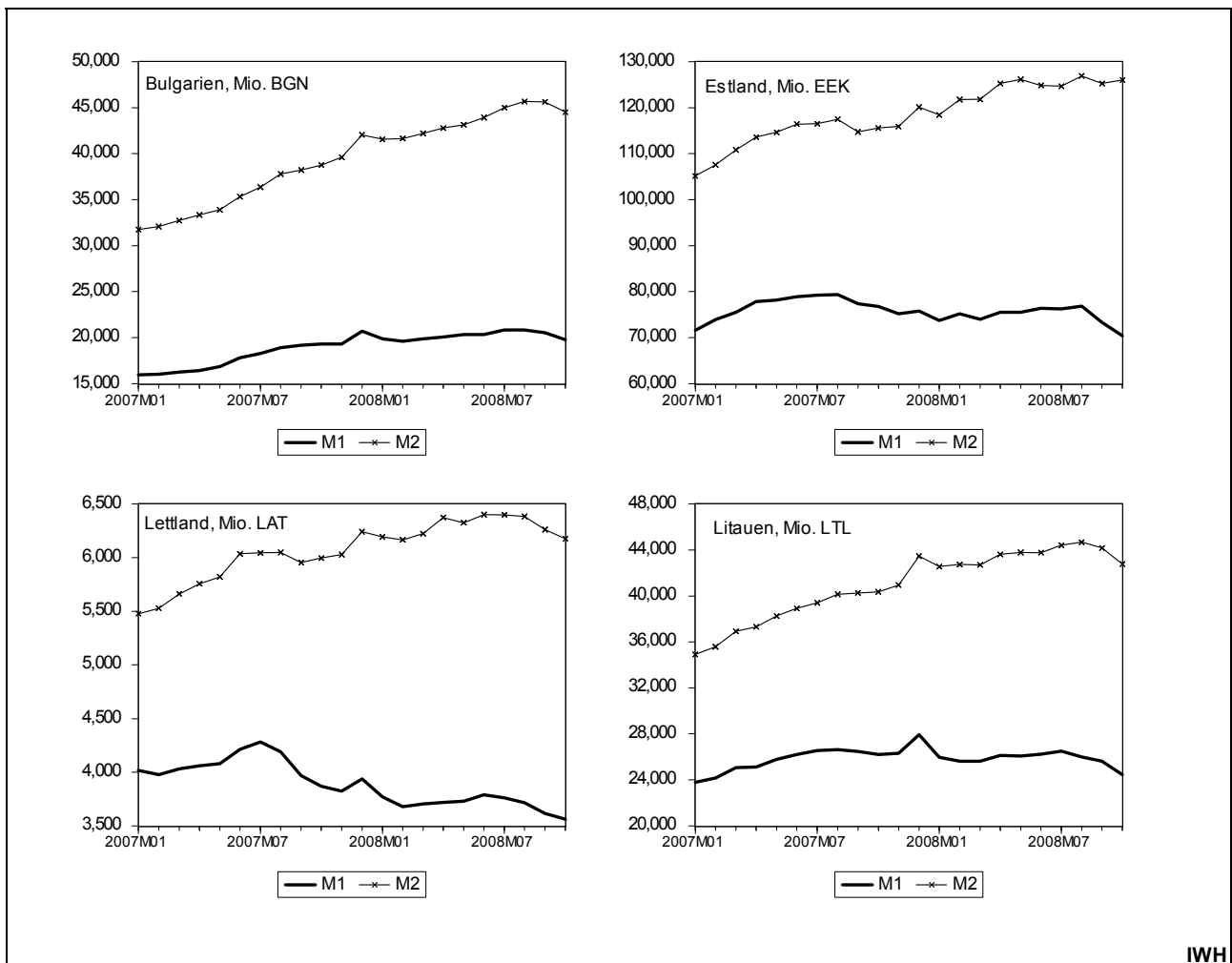
### **Auch floatende Wechselkurse schützen nicht vor Krisen**

Frei oder fast frei floatende Wechselkurse schützen auf den ersten Blick besser vor Ansteckungseffekten als feste Wechselkurse. Erstens erleichtern sie der Zentralbank, die Geldversorgung aufrechtzuerhalten und damit auch Krediterleichterungen zu bewirken. Zweitens können sie die Akteure eines Landes dazu zwingen, Währungssicherung zu betreiben, wenn sie sich in ausländischer Währung

<sup>67</sup> NATIONAL BANK OF POLAND: Senior Loan Officer Opinion Survey 4th Quarter 2008, October 2008.

<sup>68</sup> Lettland hat offiziell kein *currency board*, die Regeln der Geldpolitik unter dem festen Wechselkursregime kommen allerdings einem *currency board* sehr nahe.

Abbildung 4:  
Entwicklung der Geldmenge in den baltischen Ländern und Bulgarien



Quellen: National Bank of Bulgaria; Eesti Pank; Bank of Latvia; National Bank of Lithuania.

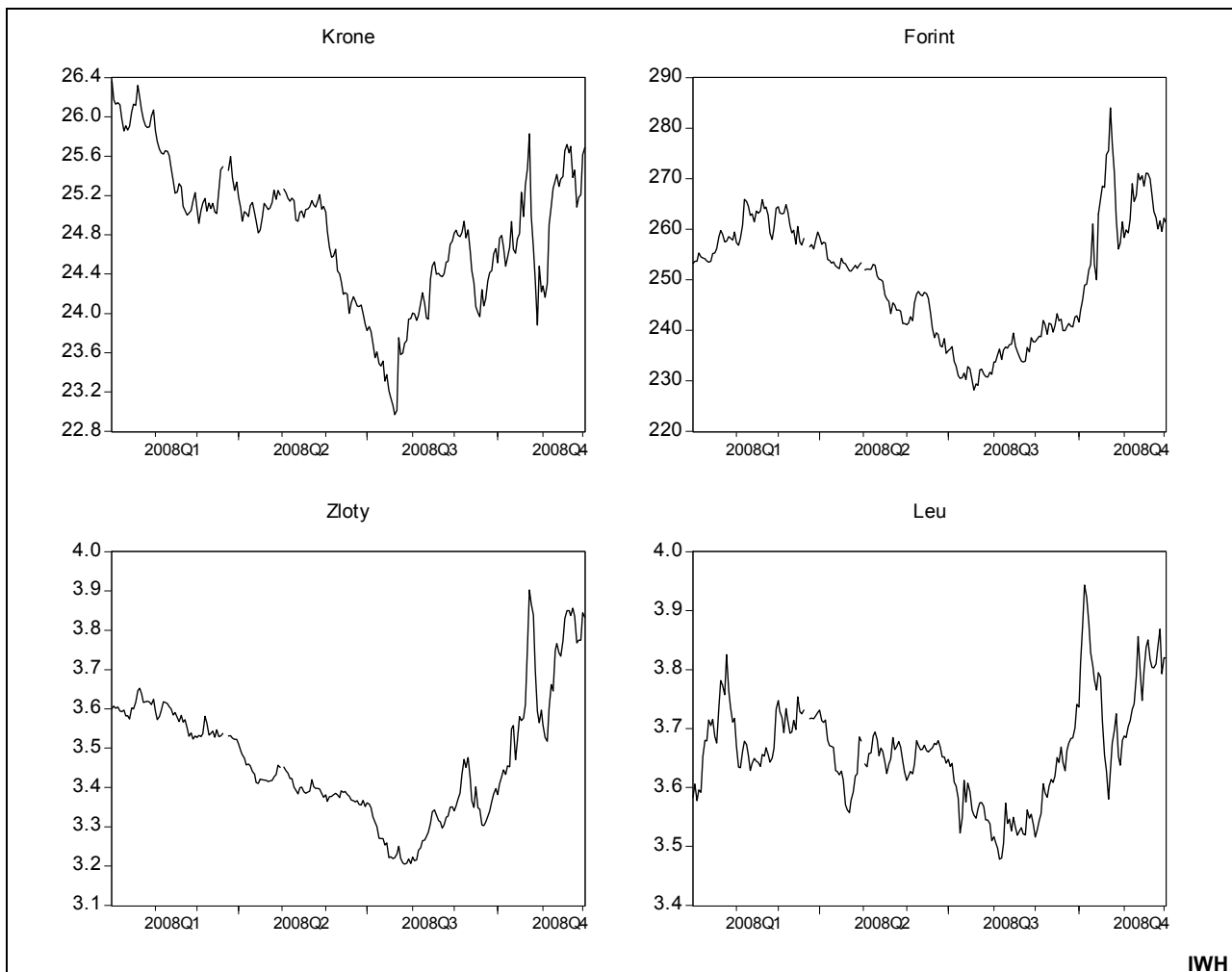
verschulden. Letzteres funktioniert allerdings nur dann, wenn es einen Kreditgeber gibt, der letztlich die Währung des Landes als Kreditwährung akzeptiert.<sup>69</sup> Ist dies nicht der Fall, sind die Akteure nicht in der Lage, ihre Fremdwährungskredite abzusichern. Wenn sie dann eine Abwertung befürchten, können sie über den Kauf von Fremdwährung versuchen, ihr Risiko zu verringern. Die Folge wäre die erwartete Abwertung der Währung, möglicherweise sogar eine Abwertungsspirale mit desaströsen Wirkungen. Typische Anzeichen für die fehlende Fähigkeit, Währungssicherung zu betreiben, sind die Finanzierung langfristiger Kreditvergabe durch kurzfristige Schuldaufnahme und eine fehlende Deckung der Verbindlichkeiten gegenüber dem Aus-

land durch Guthaben im Ausland („offene Fremdwahrungswahrungspositionen“). Ein Beispiel für einen *currency mismatch* ist die weitverbreitete Gewohnheit der privaten Haushalte in der Region, Hypotheken in ausländischer Währung aufzunehmen (Kredite in Schweizer Franken sind besonders verbreitet), ohne jedoch auch Einkommen in der Fremdwährung zu erzielen. Eine Abwertung der Währung würde ihre Rückzahlungsfähigkeit erheblich beeinträchtigen.

Abbildung 5 gibt einen Überblick über die Wechselkursentwicklung der vier Währungen, die einem freien *float* (polnischer Złoty, tschechische Krone, ungarischer Forint) folgen oder ein sehr flexibles Arrangement (*crawling band*) wie der rumänische Leu aufweisen. Alle vier Währungen kamen im September/Oktober unter erheblichen Druck. Die Abwertung überstieg in allen Fällen 10% innerhalb

<sup>69</sup> EICHENGREEN, B.; HAUSMAN, R.: Exchange Rates and Financial Fragility, in: NBER Working Paper No. 7418, November 1999.

Abbildung 5:  
Wechselkurse zum Euro



Quelle: Europäische Zentralbank.

weniger Tage und wurde seitdem nicht wieder ausgeglichen. Während Zloty und Krone seit mehreren Jahren frei floaten, hat Ungarn erst am 26. Februar 2008 sein Wechselkursband aufgegeben. Damit wurde auch ein langandauerndes Konsistenzproblem in der Wirtschaftspolitik – ein Konflikt zwischen der Regierung und der Zentralbank – entschärft. In der Tat war ein Wechselkursziel angesichts des harschen fiskalischen Anpassungsprogramms des Jahres 2007 nicht weiter aufrechtzuerhalten; mit dem Übergang zu einem *float* wurde der Zentralbank ein größerer Spielraum in der Inflationsbekämpfung gegeben. Mit der Zuspitzung im Fall Ungarns ist jenes neue EU-Land betroffen, in welchem die Anfälligkeit des Finanzsektors als besonders hoch gilt.<sup>70</sup> Mit

dem fiskalischen Konsolidierungsprogramm des Jahres 2007 begann die Sparfähigkeit der privaten Haushalte zu sinken, und die vorwiegend ausländisch dominierten Geschäftsbanken mussten sich kurzfristig im Ausland verschulden, um ihre eher langfristig angelegte Kreditvergabe (vor allem Immobilienkredite) zu refinanzieren. Seit Frühjahr 2007 hat sich die Fälligkeitsstruktur der Kreditaufnahme in Richtung kurzfristiger Kredite sichtlich verschlechtert.

Auch der rumänische Leu kam Anfang Oktober unter erheblichen spekulativen Druck. Hier kommt es auf die Währungsreserven der Zentralbank an, um das Wechselkursziel zu verteidigen, wenn Erhöhungen des Leitzinses keine Wirkung in der Abwehr von Kapitalabflüssen mehr zeigen. Bis Ende September waren kurzfristige Mittel in Höhe von zwölf Mrd. Euro aus dem Land abgeflossen

<sup>70</sup> MAGYAR NEMZETI BANK: Report on Financial Stability, Update, October 2008, pp. 18-21.

Tabelle:  
Veränderungsraten des realen Bruttoinlandsprodukts

	EE	LV	LT	PL	CZ	SK	HU	SI	RO	BG	RU	UK
2001	7,7	8,0	6,7	1,2	2,5	3,4	4,1	2,8	5,7	4,1	5,1	
2002	7,8	6,5	6,9	1,4	1,9	4,8	4,4	4,0	5,1	4,5	4,7	5,2
2003	7,1	7,2	10,2	3,9	3,6	4,8	4,2	2,8	5,2	5,0	7,3	9,6
2004	7,5	8,7	7,4	5,3	4,5	5,2	4,8	4,3	8,5	6,5	7,2	12,1
2005	9,2	10,6	7,8	3,6	6,3	6,6	4,1	4,3	4,2	6,2	6,4	2,7
2006	10,4	11,9	7,8	6,2	6,8	8,5	3,9	5,9	8,2	6,3	7,4	7,3
2007	6,3	10,2	8,9	6,7	6,0	10,4	1,1	6,8	6,0	6,2	8,1	7,6
2008 1q	0,2	3,3	7,0	6,0	5,3	9,3	1,7	5,7	8,2	7,0	8,5	6,5
2008 2q	-1,1	0,1	5,2	5,8	4,5	7,9	2,0	5,5	9,3	7,1	7,5	6,5
2008 3q	-3,5	-4,6	3,1	4,8	4,2	7,0	0,8	3,8	9,1	5,6	6,0	
2008 1q-3q*	-1,5	-0,4	5,1	5,5	4,7	8,1	1,5	5,0	8,9	6,6	4,0	6,9
2008 (EU)**	-1,3	-0,8	3,8	5,4	4,4	7,0	1,7	4,4	8,5	6,5		6,0
2009 (EU)**	-1,2	-2,7	0,0	3,8	3,6	4,9	0,7	2,9	4,7	4,5		

EE = Estland; LV = Lettland; LT = Litauen; PL = Polen; CZ = Tschechische Republik; SK = Slowakei; HU = Ungarn; SI = Slowenien; RO = Rumänien; BG = Bulgarien; UK = Ukraine. – \* geschätzt; \*\* Prognose November 2008.

Quellen: EU-Kommission; Eurostat; OECD; IWF; Berechnungen des IWH.

und die offiziellen Reserven auf 28 Mrd. Euro gesunken. Die Zentralbank sieht vor allem in der Empfindlichkeit des Unternehmenssektors gegenüber Liquiditätsschocks das größte Problem, wenn die umfangreichen kurzfristigen Kredite durch ausländische Banken nicht weiter erneuert werden. Im August erhöhte die Zentralbank den Leitzins auf 10,25% (im Januar 2008 hatte er noch 7,25% betragen). Die spekulative Attacke gegen den Leu im Oktober signalisiert jedoch weitere Abflüsse und erwartete Abwertungen, die auch die privaten Haushalte schwer trafen. Im gesamten Verlauf des Jahres 2007 war der Anteil des Schuldendienstes in ausländischer Währung am Einkommen der privaten Haushalte angestiegen und erreichte Ende des Jahres ca. 30%.<sup>71</sup>

### ***Ausblick: Rezession oder langanhaltende Krise? Regierungen entscheiden***

Seit dem ersten Quartal 2008 zeichnet sich in allen Ländern der Region eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums ab, die in einigen Ländern (Estland, Lettland, Ungarn) in eine Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) überzugehen droht (Tabelle). Hier handelt es sich zunächst vornehm-

lich um Übertragungseffekte über die Exporte angesichts einer sich nähernden Weltwirtschaftskrise, die ihrerseits das Ergebnis der Turbulenzen auf den Weltfinanzmärkten ist. Diese Effekte werden sich im Lauf des Jahres verstärkt haben, und mit einer Fortsetzung des Exportrückgangs ist auch 2009 zu rechnen. Im Verlauf dieses Jahres kamen die direkten Auswirkungen der Ansteckungseffekte hinzu, die von steigenden Finanzierungskosten und schlechteren Kreditkonditionen ausgehen. Auch hier ist der Höhepunkt noch nicht erreicht. Während die meisten Länder für 2008 zunächst nur eine Verringerung ihrer beträchtlich hohen Wachstumsraten verzeichnen werden, müssen Länder wie Lettland, Estland, Ungarn und wahrscheinlich Litauen bereits ein rückläufiges Wirtschaftswachstum hinnehmen, das sich aller Voraussicht nach auch 2009 fortsetzen wird. Zu diesen Ländern wird 2009 vermutlich die Tschechische Republik hinzustoßen. Es kommt nun entscheidend darauf an, aus dieser Rezession keine anhaltende Krise werden zu lassen, deren Ausmaße an die Transformationskrise der frühen 1990er Jahre erinnern könnten.

Die historischen Erfahrungen zeigen, dass mit Instrumenten der Geld- und Währungspolitik eine Finanzkrise allein nicht effektiv zu bekämpfen ist. Dies gilt aktuell besonders für die Zentralbanken der Currency-Board-Länder, die der Wirtschaft kei-

<sup>71</sup> Vgl. NATIONAL BANK OF ROMANIA: Financial Stability Report, 2008, p. 87.



nerlei frische Reserven zuführen können. Was die übrigen Länder betrifft, so sind Zentralbankinterventionen in ihrer Wirkung begrenzt. Letztendlich dürfte auch die bisherige Unterstützung von IWF, Weltbank und EZB nicht ausreichen, um die Bankensysteme der Region zu stabilisieren. Auch die gegenwärtige globale Finanzkrise wird vorrangig mit fiskalpolitischen und anderen staatlichen Interventionen bekämpft, denn zugeführte Reserven können schnell wieder aus dem Wirtschaftskreislauf abfließen, wenn private Haushalte und Unternehmen ihre Konsum- und Investitionsausgaben drosseln und die Banken ihre Liquidität bei der Zentralbank parken. Damit stellen sich neue Herausforderungen an alle Regierungen der Region, insbesondere deshalb, weil ihr finanzieller Handlungsspielraum noch ungleich geringer ist als der der übrigen EU-Länder. Fraglich ist nicht nur die Durchsetzbarkeit des fiskalischen Konsolidierungs-

programms in Ungarn (das Haushaltsdefizit soll auf 3% dieses Jahr verglichen mit 9% 2007 sinken), fraglich ist auch, ob die Orientierung der Fiskalpolitik an der Verwirklichung des Konvergenzkriteriums für die Aufnahme in die Währungsunion weiter aufrechterhalten werden kann. Das große Problem der Zuführung von Reserven ist bei Ansteckungseffekten jedoch ihr möglicher Abfluss an die ausländischen Mutterbanken. Es ist daher absehbar, dass die Rolle eines inländischen Bankensektors in den Ländern neu bewertet wird, wobei die Übernahme von Anteilen durch den Staat oder die Gründung eigener Entwicklungsbanken wohl die Alternativen sein werden.

*Hubert Gabrisch*  
(*Hubert.Gabrisch@iwh-halle.de*)

## Spannungen im Euroraum unter dem Druck der Weltfinanzkrise\*

Die Weltfinanzkrise hat auf den Kapitalmärkten weltweit eine „Flucht in die Qualität“ ausgelöst: Die Anleger sind nur bereit, risikoreichere Vermögenstitel zu halten, wenn sie dafür mit erheblich gestiegenen Risikoprämien entschädigt werden. Davon sind Emittenten wie Banken und nicht finanzielle Unternehmen, aber auch Staaten, die in der Vergangenheit noch als besonders sicher galten, betroffen. Besonders ins Auge springt der Anstieg der Renditedifferenzen von Staatstiteln unterschiedlicher Mitgliedsstaaten des Euroraums (vgl. Abbildung 1). Dabei lassen sich vier Phasen unterscheiden: Seit dem Sommer 2007 nahmen die Risikoprämien bis zum Jahreswechsel 2007/08 nur wenig zu. Anschließend beschleunigte sich deren Ansteigen, bis nach der Rettung von Bear Stearns Ende März 2008 vorübergehend verhaltener Optimismus in Bezug auf die Schwere der Weltfinanzkrise aufkam. Ab Herbst 2008 und insbesondere seit dem Fall der Investmentbank Lehman Brothers zogen die Risikoprämien dann in zum Teil dramatischem Tempo wieder an. Besonders stark nahmen die Aufschläge für irische und griechische Staatsanleihen zu. Deren Renditen liegen, entgegen dem allgemeinen Trend, gegenwärtig höher als zu Beginn der Weltfinanzkrise im Sommer 2007.<sup>72</sup>

### ***Gestiegene Risikoprämien: Sorgen um schwache internationale Wettbewerbsfähigkeit***

Die verbreitete Interpretation dieses doch sehr differenzierten Anstiegs von Risikoprämien ist, dass die Finanzmärkte zunehmend an der Fähigkeit einiger Euroraumländer zweifeln, die Belastungen von Weltfinanzkrise und Rezession fiskalisch zu bewältigen. Es wird ein erhöhtes Risiko von Zahlungsverzögerungen oder -ausfällen eingepreist. Was kennzeichnet Länder, die relativ hohe Zinsen auf ihre Staatstitel zu zahlen haben?<sup>73</sup> Es besteht

eine positive, aber nicht allzu hohe Korrelation zwischen den Renditen und öffentlichen Schulden- und Defizitquoten. Deutlich besser können aber die Leistungsbilanzdefizite der einzelnen Länder die Risikozuschläge erklären. Das gilt besonders für die Länder Portugal, Italien und Griechenland sowie für Irland. Diese Ländergruppe hat lange Zeit in besonderem Umfang von der Europäischen Währungsunion profitiert, besonders, weil der mit dem Euro gewonnene Vertrauensgewinn der Geldpolitik das Realzinsniveau ab Mitte der 90er Jahre drastisch sinken ließ. Deshalb kam es in diesen Ländern (mit Ausnahme Italiens) zu einem langanhaltenden Wirtschaftsaufschwung, dessen Frühphase als Teil des europäischen Konvergenzprozesses verstanden werden kann. Das gilt auch für den mit Leistungsbilanzdefiziten einhergehenden Kapitalimport. Allerdings hat der Boom die Kosten für die lokalen Produktionsfaktoren Arbeit und Boden bis in die jüngste Zeit so stark steigen lassen, dass Zweifel an der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Produktion in diesen Ländern aufgekommen sind. Eine schwache internationale Wettbewerbsfähigkeit könnte auch die Bewältigung der fiskalischen Belastungen durch die Weltfinanzkrise erschweren. So scheinen jedenfalls die Finanzmärkte zu denken, denn am besten werden die Renditedifferenzen von Staatsschuldtiteln innerhalb des Euroraums durch die Lohnstückkostenentwicklung seit dem Jahr 2000 erklärt (vgl. Abbildung 2).<sup>74</sup>

### ***Verschärft die Weltfinanzkrise die Spannungen, oder werden sie nur sichtbar?***

Die aktuelle Weltfinanzkrise ist also nicht ursächlich für die Spannungen im Euroraum, obgleich die Renditeabstände erst mit der Krisenzuspitzung

\* Die folgenden Ausführungen basieren auf einem Vortrag im Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) am 10. Februar 2009.

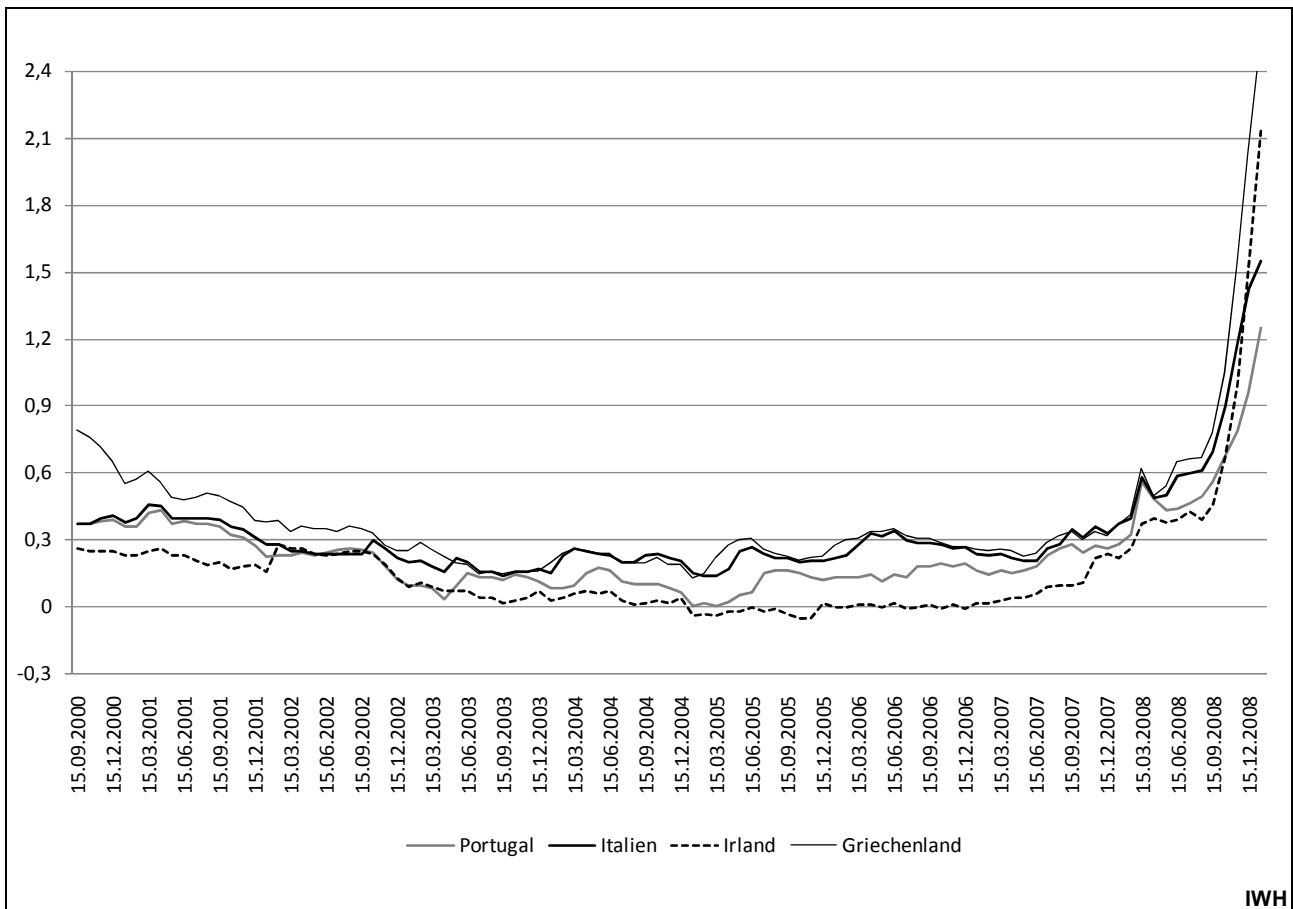
<sup>72</sup> Das Bild wird weiter vervollständigt, berücksichtigt man die jüngsten Abwärtskorrekturen der Ratings für Spanien (von AAA auf AA+) und für Griechenland (von A auf A-) durch Standard & Poor's im Januar 2009.

<sup>73</sup> Für die folgenden Feststellungen werden die Renditen langfristiger Staatspapiere der Euroraumländer (einschließlich des Anfang 2009 beigetretenen Sloweniens) im De-

zember verwandt. Die sehr kleinen Länder Luxemburg, Malta und Zypern wurden ausgespart; es bleiben 13 Beobachtungen.

<sup>74</sup> Eine einfache Regression der Renditeaufschläge für Staatstitel von Euroraumländern  $i$  gegenüber denen Deutschlands ( $Rendite_i - Rendite_D$ ) auf die Differenz des Lohnstückkostenzuwachses zwischen den einzelnen Ländern und Deutschland im Zeitraum von 2000 bis 2008 ( $Wachstum_{LSIK, i} - Wachstum_{LSIK, D}$ ),  $Rendite_i - Rendite_D = a * (Wachstum_{LSIK, i} - Wachstum_{LSIK, D})$ , ist hoch signifikant und erklärt 53% der Varianz in den Renditeaufschlägen.

Abbildung 1:  
 Renditespreads von Staatstiteln einiger Partnerländer im Euroraum gegenüber Renditen deutscher Staatstitel  
 - in Prozentpunkten -



Quelle: IMF International Financial Statistics; Berechnungen und Darstellung des IWH.

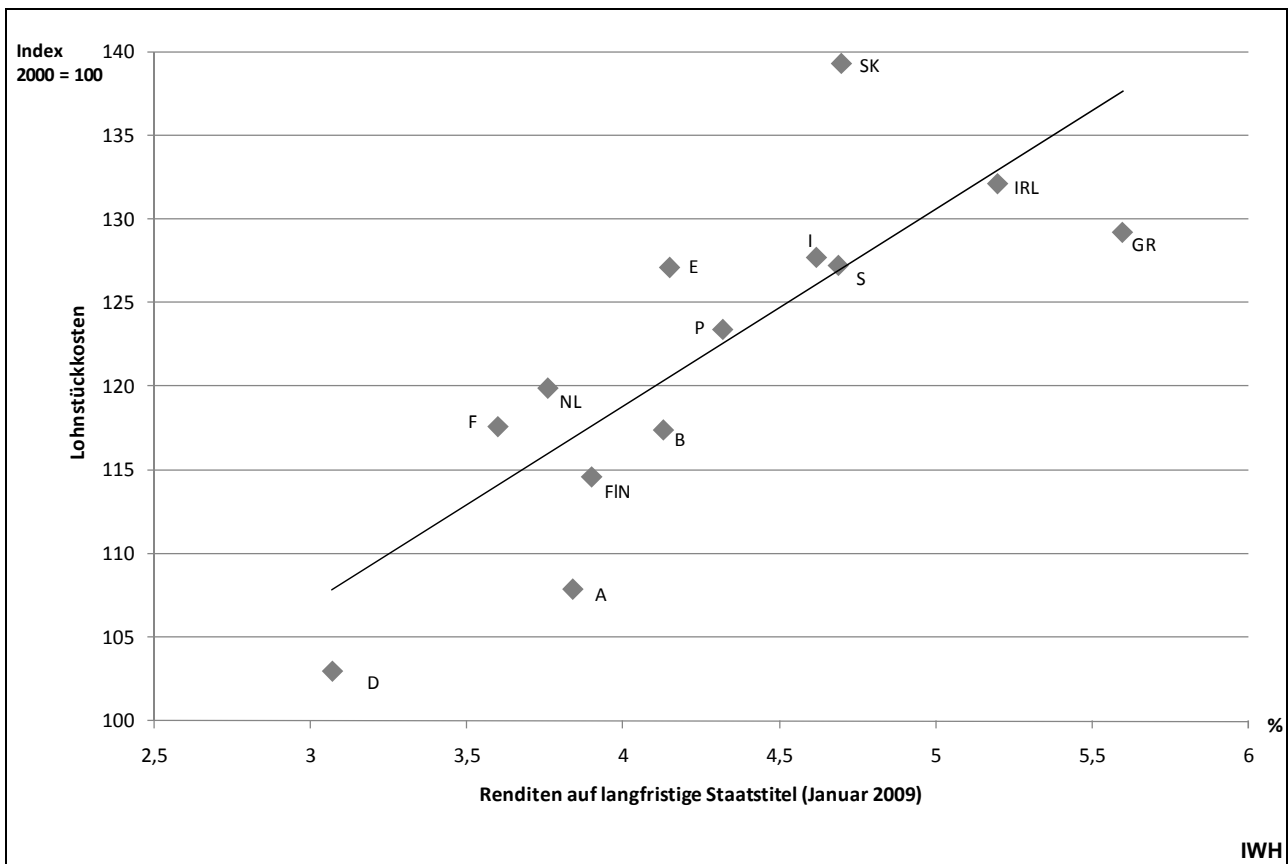
überdeutlich groß wurden. Gleichzeitig lassen sich die gestiegenen Risikoprämien auch nur zum Teil mit höheren Ausfallwahrscheinlichkeiten für Staatstitel im Euroraum begründen. Denn die Höhe der Risikoprämien hängt nicht nur vom objektiven Ausmaß des Risikos ab, sondern von zwei weiteren Faktoren. So bestimmt die persönliche Bereitschaft der Anleger zur Risikoübernahme, also deren individuelle Risikoneigung, als subjektive Determinante das Ausmaß von Risikoprämien. Je höher ein Akteur sichere Zahlungsströme gegenüber unsicheren bewertet, desto mehr muss er für das Eingehen eines gegebenen Risikos entschädigt werden. Darüber hinaus bestimmen bestehende Vermögens- und Liquiditätsrestriktionen sowie der Zugang zu Diversifikationsmöglichkeiten die Risikotragfähigkeit eines Akteurs.

Die Weltfinanzkrise könnte sich daher sowohl über eine Verminderung der Risikotragfähigkeit als auch durch eine Erhöhung des Risikos im Anstieg

der Risikoprämien niedergeschlagen haben. Die Risikotragfähigkeit wurde durch den Wegfall von Diversifikationsmöglichkeiten aufgrund des Zusammenbrechens einer Vielzahl von derivativen Finanzinstrumenten sowie durch eine mit der Kreditangebotsverknappung einhergehenden Liquiditätsbeschränkung beeinträchtigt. Aber auch das Zahlungsrisiko selbst hat sich mit den von der Weltfinanzkrise ausgelösten konjunkturellen Störungen erhöht. Das gilt insbesondere für Länder mit nationalen Ungleichgewichten, die dem konjunkturellen Einbruch nur sehr schlecht begegnen können. Hierbei dürften die Märkte entweder erwarten, dass eigene Konjunkturprogramme (wie im Fall Irlands) weitgehend wirkungslos bleiben und nur dazu führen, dass künftig ein höherer Schuldenberg abzutragen sein wird, oder die Märkte gehen davon aus, dass sich bestimmte Länder (wie Griechenland und Italien) eigene Konjunkturpakete aufgrund der bestehenden Schulden gar nicht leisten können,

Abbildung 2:

Renditen auf langfristige Staatstitel im Euroraum und Lohnstückkostenentwicklung seit dem Jahr 2000



D = Deutschland; A = Österreich; FIN = Finnland; B = Belgien; F = Frankreich; NL = Niederlande; P = Portugal; E = Spanien; I = Italien; S = Schweden; SK = Slowakei; IRL = Irland; GR = Griechenland.

Quellen: Renditen auf langfristige Staatstitel: IMF International Financial Statistics; Lohnstückkosten: AMECO (Annual Macroeconomic Database of the European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs), [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/db\\_indicators8646\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8646_en.htm), Zugriff am 02.02.2009.

sodass die kurz- und mittelfristigen Aussichten für die Wirtschaft dieser Länder recht düster sind.

Die zentrale Frage lautet daher, ob die differenzierte Bewertung der Mitgliedsstaaten im Euroraum, insbesondere der drastische Anstieg der Umlaufrenditen für Länder wie Griechenland, Irland, Italien oder Spanien, tatsächlich gestiegene Ausfallrisiken reflektiert, oder ob sie Ausdruck einer verminderten Risikotragfähigkeit der Finanzmarktakteure ist. Sollten die hohen Risikoprämien vornehmlich auf gestiegene Ausfallrisiken zurückzuführen sein, bedeutete dies angesichts der differenzierten Einschätzung der Euroraumländer durch die Finanzmärkte, dass nationale Schulden tatsächlich als national anerkannt würden und ein Bail-out (nahezu) ausgeschlossen wird. Wenn jedoch umgekehrt mit hoher Wahrscheinlichkeit mit einem Bail-out zu rechnen ist, dann fordern die Finanzmarktakteure aufgrund ihrer eigenen verminderten Risikotrag-

fähigkeit für nur wenig erhöhte Ausfallrisiken höhere Entgelte. Das Urteil darüber, welche der beiden Möglichkeiten mehr Erklärungsgehalt hat, hängt also im Wesentlichen davon ab, was wohl im Fall eines drohenden Zahlungsausfalls eines Euroraumlandes geschehen würde.

#### **Zahlungsausfall:**

##### **Austritt aus der Währungsunion**

Ein Land, das vor der Zahlungsunfähigkeit steht, könnte versucht sein, die Währungsunion mit dem Ziel zu verlassen, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit durch die Abwertung einer eigenen Währung sprunghaft zu verbessern. Hierdurch würde die Nachfrage nach den in diesem Land produzierten Gütern steigen – verbunden mit der Hoffnung, die Konjunktur zu stabilisieren und damit die Zahlungsunfähigkeit abzuwenden.

Der erhoffte positive Effekt dürfte aber gerade für Länder wie Griechenland oder Italien nur vorübergehender Natur sein, wenn Rigiditäten der Reallöhne dauerhafte Wettbewerbsverbesserungen verhindern. Es bestünde die Gefahr, dass die über eine nominale Abwertung erreichten Wettbewerbsvorteile auch zu erhöhten Nominallohnforderungen der Beschäftigten führen. Zudem würde der bestehende Druck auf Staat und Wirtschaft genommen, ohnehin notwendige Strukturanpassungen zu vollziehen. Schließlich würde die Stabilität der neugeschaffenen Währung von den internationalen Finanzmärkten angezweifelt. Dies führte zu Schwankungen der Währungsrelationen und zu Spekulationen, in deren Ergebnis die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wohl weitaus geringer als erhofft ausfiel.

Dem aus diesen Gründen ohnehin nur vagen Vorteil einer eigenen Währung stünden handfeste Kosten gegenüber. Denn die Einführung einer eigenen Währung und deren unmittelbare Abwertung würden das Verschuldungsproblem des Landes nur verstärken. Erstens sind die bestehenden Schulden in Euro denominated; ihr Wert würde in heimischer Währung mit einer Abwertung nur weiter zunehmen. Zweitens müsste das Land bei der Aufnahme neuer Schulden für ein zusätzliches Wechselkursrisiko entschädigen. Drittens würden neue und bestehende Schuldtitel in vergleichsweise illiquiden Märkten gehandelt werden, sodass Liquiditätsprämien zu zahlen wären. Schließlich würde eine Kapitalflucht ins Ausland einsetzen, denn Haushalte und Unternehmen würden versuchen, ihre auf Euro lautenden Forderungen auf Banken in anderen Euro-raumländern zu übertragen und ihre Transaktionen solange wie möglich mit dem relativ starken Euro abzuwickeln; die Akzeptanz der neuen Währung im eigenen Land wäre gering.

In Abwägung der Kosten und eventueller Vorteile der Wiedereinführung einer eigenen Währung ist ein Austritt aus dem Euroraum nicht vorteilhaft. Im Gegenteil erhöht bereits ein drohender Zahlungsausfall die Wahrscheinlichkeit, dass ein Land in der Union wird verbleiben wollen. Ein Bail-out durch die Union oder einzelne Mitgliedsländer könnte diesem Anreizeffekt zwar entgegenwirken. Allerdings dürfte kein Euroraumland bereit sein, ein anderes „herauszuhauen“, wenn dieses unmittelbar im Anschluss den Euroraum verlassen wollte.

### **Zahlungsausfall: Bail-out**

Eine Alternative zum Verlassen des Euroraums ist ein Bail-out durch die EU-Länder insgesamt oder durch ein einzelnes Mitgliedsland. Hierbei kann dieser Bail-out unterschiedliche Formen annehmen. So stehen neben der direkten Übernahme von Schulden auch andere Möglichkeiten offen (*hidden bail-out*). Beispielsweise wäre die Emission einer Gemeinschaftsanleihe möglich, durch die ein Land in den Genuss niedrigerer Zinsen und damit geringerer laufender Zahlungsverpflichtungen kommen kann. Oder aber die Europäische Zentralbank (EZB) dünnt die Qualitätsanforderungen ihrer zentralbankfähigen Wertpapiere dahingehend aus, dass auch Anleihen von souveränen Schuldern, deren Zahlungsfähigkeit bedroht ist, als Sicherheiten hinterlegt werden können. Im Fall eines Zahlungsausfalls würde sich das Risiko bei der EZB realisieren und letztlich auf alle Mitgliedsländer verteilt werden. Ungeachtet der tatsächlich ergriffenen Art des Bail-out sind Bedingungen und Auflagen in Analogie zu den Unterstützungsprogrammen des Internationalen Währungsfonds mit den Hilfsmaßnahmen zu erwarten, die Anreize für künftiges Fehlverhalten einzelner Staaten mindern sollten.

Die Kosten von Bail-outs souveräner Schuldner sind sowohl in der Wissenschaft als auch in der Politik bereits im Vorfeld der Einführung des Euro diskutiert worden und waren Grundlage für eine damals im weitgehenden Konsens getroffene Entscheidung zur Ablehnung von Bail-outs. Kurz skizziert bestehen diese Kosten darin, dass die Stabilitätsunion zunehmend unglaubwürdig und die Unabhängigkeit der EZB gefährdet würde; es wäre mit einem Anstieg der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen zu rechnen.

In der konkreten Situation würde eine Verweigerung eines Bail-out jedoch wirtschaftlich gefährlich und politisch wohl nicht durchsetzbar sein.<sup>75</sup> Die Kosten einer Verweigerung von Bail-outs sind vielfältig. In der gegenwärtigen Lage einer durch eine Weltfinanzkrise ausgelösten Weltrezession ist

---

<sup>75</sup> Da dies wiederum die Glaubwürdigkeit der ursprünglichen *no bail-out clause* in Frage stellen würde, sahen der Vertrag von Maastricht und anschließend der Stabilitäts- und Wachstumspakt explizit Regeln für eine stabilitätsorientierte Fiskalpolitik vor. Und genau deswegen, weil diese Regeln so wenig Beachtung fanden, ist die Europäische Währungsunion in die gegenwärtige Lage geraten.

aber vor allem der zerschlagene Zustand des Bankensektors von besonderer Bedeutung. So würde eine der Verweigerung eines Bail-out folgende Insolvenz zu einer Kapitalflucht aus dem betroffenen Land führen. Internationale Investoren und nationale Sparer versuchten, ihre Anlagen aufzulösen und in sichere Häfen im europäischen Ausland zu verbringen. Die prekäre Lage des nationalen Bankensystems würde sich dadurch dramatisch verschlechtern. Hinzu kämen europaweite systemische Ansteckungseffekte – entweder, weil europaweit systemwichtige Banken im Sog der Krise untergingen, oder weil Forderungsausfälle bei Banken – insbesondere in den bedeutenden kapitalexportierenden Ländern wie Deutschland – in großem Umfang eintreten würden. Die ausgelöste Kettenreaktion dürfte sehr schnell die ohnehin nur eingeschränkt wirksamen nationalen „Rettungsschirme“ für Banken überlasten. Eine wahrscheinliche Folge wären wohl weitreichende Nationalisierungen und Verstaatlichungen von Banken, von denen kaum zu erwarten sein dürfte, dass sie die Probleme im Bankensektor lösen können.

So bleibt zu konstatieren, dass ein Bail-out in der einen oder anderen Form wohl die wahrscheinlichste Reaktion auf einen drohenden Zahlungsausfall ist, wenngleich dieser mit hohen Kosten in Form anhaltender monetärer und fiskalischer Instabilitäten verbunden wäre. Um diese Kosten auf ein Minimum zu reduzieren, sollten sie mit Maßnahmen zur Verringerung von Fehlanreizen verbunden sein. Allerdings dürften sich hierdurch die ohnehin bestehenden Probleme im Bankensektor in keiner Weise beheben lassen.

### **Fazit**

Alles in allem ist festzuhalten, dass die gegenwärtigen Renditedifferenzen für Staatsschuldtitel innerhalb des Euroraums tatsächlich realwirtschaftliche Risiken offenlegen und zugleich noch ein Stück weit erhöhen. Dennoch dürfte der jüngste Anstieg der Prämien nur zu einem kleinen Teil auf gestiegene Insolvenzwahrscheinlichkeiten zurückzuführen sein, denn Staaten, die in Zahlungsschwierigkeiten kämen, könnten wohl doch mit Hilfen der Partnerländer rechnen. Derartige Bail-outs sind jedoch keineswegs unproblematisch. Denn sie sind vor allem mit einem Glaubwürdigkeits- und Stabilitätsverlust der gesamten Währungsunion verbun-

den, der sich wohl auch in Form langfristig höherer Inflationserwartungen niederschlagen würde. Ein Aufbrechen der Währungsunion ist jedoch nicht zu befürchten, denn niemand hat einen Anreiz, den Euroraum in der gegenwärtigen Lage zu verlassen.

Letztlich liegt der Schlüssel zur Lösung der Wirtschaftskrise in der Bewältigung der Weltfinanzkrise. Wenn die Wirtschaftspolitik nur immer neue, schuldenfinanzierte Konjunkturpakete auflegt, aber keinen wirksamen Beitrag zur Normalisierung der Finanzmärkte leistet, ist die Gefahr groß, dass die Bonität der europäischen Staatengemeinschaft als Ganzes leidet; damit wäre der Lösung der Wirtschafts- und Weltfinanzkrise ein Bärendienst erwiesen.

*Diemo Dietrich*  
(*Diemo.Dietrich@iwh-halle.de*)

*Axel Lindner*  
(*Axel.Lindner@iwh-halle.de*)

## Realwirtschaftliche Auswirkungen der Weltfinanzkrise – was kann der Staat tun?

Seit dem Ausbrechen der Weltfinanzkrise im Sommer 2007 war die Prognosefähigkeit des IWH wie auch anderer Konjunkturbeobachter von einem zunehmenden Erkenntnisprozess bezüglich ihres Ausmaßes und ihrer Auswirkungen geprägt.<sup>76</sup> Mit dem Wandel der Einschätzungen änderten sich auch die Empfehlungen an die Wirtschaftspolitik.

Die Politik stand in den vergangenen Jahren vor allem vor der Herausforderung, strukturelle Reformen anzustoßen und Verkrustungen aufzubrechen – vor allem am Arbeitsmarkt. Zudem sah sich die Finanzpolitik vor dem Problem wegbrechender Einnahmen und folglich deutlicher Defizite in den öffentlichen Haushalten. War die Lage der öffentlichen Finanzen schon kurzfristig politisch problematisch, denn die Europäische Kommission hatte das Defizitverfahren gegen Deutschland eröffnet, so ist sie vor allem unter langfristigen Gesichtspunkten kritisch zu bewerten. Die absehbare demographische Entwicklung wird die öffentlichen Haushalte deutlich belasten, und die Tragfähigkeit der deutschen Finanzpolitik ist nicht gesichert.

Die Rezession trifft nicht nur Deutschland, sondern die ganze Weltwirtschaft. Impulse aus dem Ausland – ein typisches Erholungsmuster für das Exportland Deutschland – sind folglich nicht zu erwarten. Der Interbankenmarkt ist zudem zusammengebrochen. In dieser einmaligen Situation ist die Finanzpolitik gefragt, kurzfristig expansiv zu wirken und die Wirtschaft anzuregen.

Auch in dieser Ausnahmesituation dürfen aber die Gefahren einer konjunkturell bestimmten Fiskalpolitik nicht ausgeblendet werden. Zum einen haben die Erfahrungen in den 70er Jahren gezeigt, dass eine Konjunktursteuerung nicht wirklich möglich ist. Zum anderen haben sich als Folge der kurzfristig motivierten zyklischen Politik langfristig strukturelle Fehlentwicklungen eingestellt, die später nur unter hohen Kosten beseitigt werden konnten.

Finanzpolitik ist mehr als reine Haushaltspolitik, sie soll den Akteuren einen langfristig stabilen Entscheidungsrahmen bieten. Auch in der jetzigen Krise müssen mögliche Handlungsoptionen dar-

aufhin geprüft werden, welche langfristig negativen Konsequenzen sie für die wirtschaftliche Entwicklung und letztlich den Wohlstand in Deutschland haben.

### *Finanzpolitische Empfehlungen im Wandel der Gutachten*

Mit den geänderten Einschätzungen der Weltfinanzkrise wandelten sich auch die wirtschaftspolitischen Empfehlungen; der Spagat zwischen langfristig gestaltender Politik und konjunkturell motivierten Eingriffen war zunehmend schwieriger zu halten. Die nachfolgenden Zitate spiegeln die Entwicklung wider.

Im Frühjahr 2008 gingen die Institute in der Gemeinschaftsdiagnose noch davon aus, dass die realwirtschaftlichen Folgen der Weltfinanzkrise begrenzt bleiben würden. Folglich sahen sie keinen akuten Handlungsbedarf für die nationalen wirtschaftspolitischen Akteure, stellten sich aber dennoch bereits die Frage, unter welchen Bedingungen die Finanzpolitik reagieren sollte, falls sich die Situation verschärft.

„Geriete Deutschland trotzdem in eine Rezession, so kann es durchaus Situationen geben, in denen eine diskretionäre Finanzpolitik zur Stabilisierung der Konjunktur hilfreich wäre. [...]

Das eigentliche Problem liegt in der Ausgestaltung einer die Konjunktur stimulierenden Finanzpolitik. Sie sollte nach der von Vielen vertretenen Auffassung rechtzeitig, gezielt und zeitlich beschränkt eingreifen. Zudem sollten die Maßnahmen nach Möglichkeit mit den langfristigen Zielen der Finanzpolitik kompatibel sein. [...] Dies legt die Messlatte für die Instrumente sehr hoch. Ein rechtzeitiger Einsatz ist nur möglich, wenn erstens die Notwendigkeit einer konjunkturpolitischen Maßnahme früh genug erkannt wird – was angesichts der Schwierigkeit, konjunkturelle Wendepunkte zu prognostizieren, bereits ein großes Problem darstellt – und wenn zweitens die Instrumente rasch wirken. Speziell in dem föderalen System Deutschlands, in dem viele Gesetze von Bund und Ländern beschlossen werden müssen und es deshalb häufig zu Interessenkonflikten kommt, besteht die Gefahr,

<sup>76</sup> Vgl.: Die Weltfinanzkrise im Spiegel der Konjunkturprognosen des IWH, im vorliegenden Heft.

dass Maßnahmen zu spät ergriffen werden und dann prozyklisch wirken.

Am schwierigsten zu erreichen wäre wohl eine Befristung der Maßnahmen, die schon allein deshalb geboten ist, damit die Finanzpolitik über den Konjunkturzyklus symmetrisch wirkt und letztlich nicht auf steigende Defizite in den öffentlichen Haushalten hinausläuft. [...]

Insgesamt besteht die Gefahr eines expansiven Bias der Finanzpolitik, der die mühsam erreichte Konsolidierung des Staatshaushalts in Frage stellt.

Selbst wenn es möglicherweise Gründe für eine expansive diskretionäre Finanzpolitik in dem Fall gibt, dass Deutschland in eine Rezession gerät, sollte man die praktischen Probleme bei ihrer Ausgestaltung ebenso wenig unterschätzen wie die Risiken im politischen Entscheidungsprozess. Daher sollte die Finanzpolitik solchen Maßnahmen den Vorzug geben, die mit langfristigen Vorstellungen im Einklang stehen und das Wachstum fördern. Damit würde sie den ‚Sicherheitsabstand‘ zu einer Rezession weiter vergrößern. Dabei ist keineswegs ausgeschlossen, solche Maßnahmen zeitlich so zu gestalten, dass sie auch zur Stabilisierung der Konjunktur beitragen.“<sup>77</sup>

Im Herbst 2008 spitzte sich die Weltfinanzkrise während der Gemeinschaftsdiagnose dramatisch zu. Die Einschätzung der wirtschaftspolitischen adäquaten Antwort änderte sich dementsprechend, „[...] dass der Staat solche Maßnahmen rasch umsetzt, die zur Stärkung der Wachstumskräfte auf mittlere Sicht sinnvoll oder aufgrund der Gesetzeslage unausweichlich sind. Zwar sind die konjunkturellen Wirkungen einer solchen Politik begrenzt, jedoch sind zumindest die langfristigen Effekte positiv einzuschätzen.“<sup>78</sup>

Es wurden Maßnahmen diskutiert, die den obigen Anforderungen genügen und in der Situation durchgeführt werden können. Unter anderem wurde festgestellt:

---

<sup>77</sup> PROJEKTGRUPPE GEMEINSCHAFTSDIAGNOSE: Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur, in: IWH, *Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 1/2008*, S. 72 f.

<sup>78</sup> PROJEKTGRUPPE GEMEINSCHAFTSDIAGNOSE: Deutschland am Rande einer Rezession, in: IWH, *Wirtschaft im Wandel Sonderausgabe 2/2008*, S. 81.

„Auf der Ausgabenseite kann erwogen werden, ohnehin geplante wachstumsfördernde Investitionen in Bildung, Forschung und Infrastruktur zeitlich vorzuziehen. Dies dürfte im Allgemeinen aus Gründen des erforderlichen Vorlaufs bei der Planung zwar schwer zu realisieren sein, im Einzelfall werden sich aber Projekte finden, bei denen das möglich ist. So könnte beispielsweise die Infrastruktur zur Ganztagsbetreuung von Kindern rascher als geplant ausgebaut werden.

Das alles bedeutet nicht, dass der Konsolidierungskurs grundsätzlich verlassen werden darf. Daher sollte gleichzeitig mit den Abgabensenkungen und den zusätzlichen Ausgaben verbindlich festgelegt werden, wie die nachträgliche Finanzierung der Maßnahmen erfolgt, damit es nicht zu einer dauerhaft höheren Staatsverschuldung kommt. So sollte beschlossen werden, ab dem Jahr 2010 Subventionen stärker abzubauen als absehbar oder den Anstieg konsumtiver Ausgaben eng zu begrenzen. Damit würde sichergestellt, dass es mittelfristig bei dem Konsolidierungskurs bleibt.“<sup>79</sup>

In seinem Jahresausblick 2009 hat das IWH dann noch einmal deutlich gemacht, dass in der gegenwärtigen Lage eine aktive Rolle des Staates unumgänglich ist, dass der Staat sich nach der Überwindung der Krise aber wieder in seine angestammte Rolle zurückziehen muss.

„Finanzkrise und Rezession stellen die Wirtschaftspolitik gegenwärtig vor enorme Herausforderungen. Es besteht ein breiter Konsens darüber, dass die Wirtschaft in nächster Zeit auf staatliche Interventionen angewiesen sein wird und dass diese über die Anwendung klassischer Instrumente der Prozesspolitik hinausgehen müssen.

Im Folgenden werden die verschiedenen Handlungsoptionen für Geld- und Finanzpolitik knapp diskutiert. Eines sollte aber von vorneherein klar sein: Die Politik kann die Rezession nicht verhindern, sie kann die Auswirkungen lediglich abmildern; die wirtschaftliche Lage in Deutschland wird sich noch eine ganze Weile verschlechtern. [...]

---

<sup>79</sup> Ebenda, S. 82.



Ein Gebot zu schnellem Handeln besteht, denn nur das kann jetzt konjunkturgerecht sein. Dabei wird der Staat notgedrungen über seinen Kernbereich hinausgehen müssen. Trotzdem sollten ordnungspolitische Grundsätze nicht vollständig über Bord geworfen werden. Schon in der Krise müssen nicht nur die Ursachen analysiert, sondern bereits systematische Lösungen gesucht werden. Nur institutionelle Änderungen können Wiederholungen verhindern und Vertrauen wiederherstellen. Letztlich muss auch gewährleistet sein, dass sich der Staat bald wieder auf seine ordnungspolitische Rolle beschränken kann.<sup>80</sup>

Im Dezember 2008 war die politische Debatte von der Suche nach Handlungsoptionen geprägt. Das IWH hat in dieser Situation nicht nur die bereits von der Politik beschlossenen Maßnahmen, sondern auch denkbare Alternativen detailliert analysiert.

„Des Weiteren werden zurzeit Konsumschecks verstärkt vorgeschlagen. Je nach Ausgestaltung wird gefordert, jedem einzelnen Konsumenten oder aber bestimmten Gruppen einen konkreten Euro-Betrag zur Verfügung zu stellen. [...] Die Inanspruchnahme eines Schecks lässt keinen Rückschluss darüber zu, ob die Konsumausgaben zusätzlich waren oder die Staatsgelder lediglich dazu genutzt worden sind, ohnehin geplante Konsumausgaben zu finanzieren. Trotz des ‚Eigenbeitrags‘ ist es wahrscheinlich, dass die Ersparnis steigt. [...] Werden die Gutscheine dann verteilt, wird ein Strohfeuer ausgelöst; die Wirkung ist nicht nachhaltig. Diese Maßnahme wäre zudem – je nach Ausgestaltung – teuer. Sollte jeder Einwohner Deutschlands einen Scheck in Höhe von 500 Euro erhalten und verwenden, entstünden Mehrausgaben des Staates von 41,5 Mrd. Euro.

Vielfach wird vorgeschlagen, die Mehrwertsteuer temporär – etwa für ein Jahr – zu senken. Aber auch eine solche Maßnahme dürfte mit hohen Sickerverlusten verbunden sein. Ob die Steuersenkung von den Unternehmen in den Preisen vollständig oder zumindest teilweise an die Kunden weitergegeben wird, lässt sich nicht

mit Sicherheit vorhersagen. Hinzu kommt, dass der Zeitpunkt, zu dem sich eine solche Steuersenkung in den Preisen widerspiegeln wird, unklar ist, insbesondere, wenn die Senkung lediglich zeitlich befristet ist. Preisänderungen verursachen Kosten, und Unternehmen sind bemüht, ihre Preise in möglichst großen Abständen zu ändern. Schon deshalb ist nicht damit zu rechnen, dass die Steuerentlastung sofort weitergegeben wird. Ist die Entlastung zudem begrenzt, wird das Unternehmen auch berücksichtigen, dass es nach Ablauf dieser Frist die Preise wieder erhöhen muss; auch dies dürfte die Flexibilität der Konsumentenpreise deutlich einschränken. [...]

Teilweise wird auch vorgeschlagen, Lohnnebenkosten zu senken. Die Einnahmeausfälle des jeweiligen Versicherungszweigs könnten durch steuerfinanzierte Zuschüsse des Bundes gedeckt werden. Dies hätte positive Auswirkungen auf die Schaffung von Arbeitsplätzen. Allerdings darf dabei nicht außer Acht gelassen werden, dass den Beitragszahlungen ein Anspruch auf eine Leistung gegenübersteht und hier eine gewisse Äquivalenz einzuhalten ist. [...]

Vorgeschlagen wird auch, die direkten Steuern zu senken. Vor allem die Steuermehreinnahmen aufgrund der so genannten kalten Progression [...] sollten an die Steuerzahler zurückgegeben werden. Eine solche Steuersenkung wäre allerdings nicht temporär, sondern permanent. Da es jedoch wachstumspolitisch ohnehin geboten ist, Mehreinnahmen aufgrund der kalten Progression an die Steuerzahler zurückzugeben, erscheint dies hinnehmbar. Die dauerhafte Natur der Entlastung verhindert außerdem, dass es zu temporären Nachfrageverlagerungen kommt.

[...] Vor Ende des Jahres träte eine Reform kaum in Kraft. Eine Senkung der direkten Steuern hat allerdings den Nachteil, dass Sickerverluste auftreten, denn die Haushalte sparen einen Teil ihres verfügbaren Einkommens. [...]

Darüber hinaus ist aber auch die Abschaffung des Solidaritätszuschlags denkbar. [...] Anders als die Einkommensteuern ist er aber keine Gemeinschaftsteuer, sondern eine reine Bundessteuer.

Die Steuer begründet(e) sich darin, dass der Bund durch die deutsche Vereinigung überproportio-

<sup>80</sup> ARBEITSKREIS KONJUNKTUR: Weltweite Finanz- und Konjunkturkrise treibt die deutsche Wirtschaft in eine tiefe Rezession, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 1/2009, S. 31 f.

nal mit Ausgaben belastet war. In der damaligen Situation wurde daraus geschlossen, dass er zusätzliche Steuereinnahmen bräuchte. [...] Der steuerliche Anknüpfungspunkt ist derselbe wie bei den Einkommensteuern. Auch aufgrund ihres mittlerweile dauerhaften Charakters sollte die Ergänzungsabgabe schon lange in die Einkommensteuertarife eingearbeitet sein. Aus Sicht des Bundes hätte dies aber den Nachteil, dass dann das Aufkommen allen Ebenen gemeinschaftlich zustünde. So müssten Neuverhandlungen über eine angemessene Verteilung des Steueraufkommens geführt werden, d. h., die Umsatzsteuerverteilung wäre anzupassen.

Ein Grund für die Beibehaltung des Solidaritätszuschlags dürfte auch in seiner öffentlichen Wahrnehmung liegen. Allgemein verbinden die Steuerzahler mit ihm die Finanzierung einer einmaligen, historischen Aufgabe: der Vereinigung. Dabei wird allerdings übersehen, dass die Einnahmen keineswegs für Ausgaben in den Neuen Ländern verwendet werden;\* dies ist bereits deshalb nicht möglich, weil steuerliche Abgaben dem Charakter nach nicht zweckgebunden sein können. Als Bundessteuer dient er allein der Finanzierung von Ausgaben des Bundes – welcher Art diese auch sein mögen.

Soll nun aus konjunkturellen Gründen eine Entlastung bei den direkten Steuern schnell vorgenommen werden, böte die Abschaffung des Solidaritätszuschlags entscheidende Vorteile. [...] die Abschaffung einer reinen Bundessteuer [ist] in der Länderkammer [nicht] zustimmungspflichtig. Damit ist auch das Beschlussverfahren kurz. Die Steuerentlastung könnte so bereits zu Beginn des zweiten Quartals wirken. Auch sie wäre permanent, würde aber wie die Rückgabe der mit der kalten Progression verbundenen Steuermehreinnahmen die Arbeitsanreize verbessern. [...]

Häufig wird auch vorgeschlagen, zur Anregung der Konjunktur die Ausgaben für öffentliche Investitionen zu erhöhen. Dafür spricht vieles.

---

\* Anders ist dies mit den – dem Namen nach ähnlichen – Solidaritätspaktmitteln. Hier handelt es sich um degressiv ausgestattete Zuweisungen, die die Neuen Bundesländer zur Bewältigung vereinigungsbedingter Sonderlasten vom Bund erhalten.

Zum einen erhöhen Investitionen direkt die Nachfrage. Zum anderen handelt es sich um Einmalausgaben, d. h., sie belasten die öffentlichen Haushalte nicht permanent. Auch eine Schuldenfinanzierung ist bei Investitionen nur bedingt problematisch, denn damit wird ein höherer volkswirtschaftlicher Kapitalstock geschaffen. Seit Beginn der 90er Jahre ist die Investitionsquote des Staates zudem stetig gesunken; der Nachholbedarf bei Erweiterungs- und Erneuerungsinvestitionen in die staatliche Infrastruktur ist daher groß.

Dennoch: Das Investitionsvolumen, das im Rahmen eines Konjunkturprogramms schnell realisiert werden kann, ist nicht unendlich. Es müssen Vorhaben sein, für die bereits Pläne und Feststellungsbeschlüsse vorliegen, sonst kommt der Produktionsanstoß zu spät. Auch wenn die Belegung der Nachfrage im Vordergrund steht, muss gewährleistet werden, dass rentable und notwendige Investitionen angestoßen werden. Auch muss die Kapazitätsauslastung in der Bauwirtschaft beachtet werden. Kommt es dazu, dass öffentliche Nachfrage private verdrängt, ist der konjunkturelle Impuls gleich null.<sup>81</sup>

### ***Wert wirtschaftspolitischer Empfehlungen***

Empfehlungen an die Wirtschaftspolitik werden immer auf Grundlage von Konjunkturprognosen und vor dem Hintergrund bestimmter aktueller Probleme abgegeben. Der Wandel, der sich in den hier zitierten Politikempfehlungen zeigt, kann daraus erklärt werden. Es zeigt sich aber auch, dass unabhängig von aktuellen Ereignissen und Entwicklungen die Basis der politischen Empfehlungen grundsätzlich eine klare ordnungspolitische Linie sein sollte. Andernfalls können die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger weder konsistent noch verlässlich beraten werden, und eine an den Empfehlungen ausgerichtete Politik würde Erwartungen destabilisieren, anstatt sie zu verstetigen.

*Kristina van Deuverden  
(Kristina.vanDeuverden@iwh-halle.de)*

---

<sup>81</sup> Ebenda, S. 34 ff.

## Die Kommunen in der Finanzkrise: Kurzfristig Gewinner, langfristig Verlierer

Das mit Hilfe des Zukunftsinvestitionsgesetzes (ZuInvG) auf den Weg gebrachte Programm zur Förderung von Investitionen der Kommunen und der Länder mit Hilfe von Bundeszuschüssen in Höhe von zehn Mrd. Euro bildet einen wesentlichen Schwerpunkt des Konjunkturpakets II der Bundesregierung.<sup>82</sup> Das Zukunftsinvestitionsgesetz hat gerade bei den Kommunen eine freudig erregte Erwartungshaltung geweckt, die jüngst in der Presse als die Stimmung vor einem „Weihnachten für Erwachsene“ persifliert wurde. Diese Stimmung ist insoweit verständlich, als es wieder einmal darum geht, Mehrausgaben zu tätigen – nach einer längeren Zeitspanne, in der in Städten und Gemeinden eher nach den „Sparkommissaren“ gerufen wurde. Diese Trendwende wird vor allem den Politikern in jenen Kommunen wie gerufen kommen, in denen in nächster Zeit Wahlen anstehen.

Es sollte aber nicht übersehen werden, dass auch die Mehrausgaben im Rahmen des Zukunftsinvestitionsgesetzes mit Nebeneffekten verbunden sind, die längerfristig eher zu Belastungen der Kommunen führen dürften. Zudem gibt es verschiedene weitere mittelbare oder unmittelbare Auswirkungen der gegenwärtigen Weltfinanzkrise auf die Kommunen, die unabhängig vom Zukunftsinvestitionsgesetz zustande kommen. Insgesamt lassen sich neben den Effekten des Zukunftsinvestitionsgesetzes noch drei weitere Transmissionsmechanismen ausmachen, über welche die Auswirkungen der Weltfinanzkrise auf die Städte und Gemeinden übertragen werden können:

- a) Unmittelbare Folgen veränderter Finanzierungsbedingungen und aktueller steuerrechtlicher Änderungen auf die kommunalen Haushalte,
- b) Auswirkungen rückläufiger Investitionen im Bereich der privaten Wirtschaft auf die Standortentwicklung,
- c) Folgen der allgemeinen Konjunktorentwicklung für die kommunalen Haushalte.

---

<sup>82</sup> Gesetz zur Umsetzung von Zukunftsinvestitionen der Kommunen und Länder, BGBl., Jahrgang 2009, Teil 1, Nr. 11, ausgegeben am 05.03.2009.

Für eine Konkretisierung dieser Wirkungszusammenhänge sowie der Effekte des Zukunftsinvestitionsgesetzes liegen zum gegenwärtigen Zeitpunkt nur wenige zuverlässige quantitative Angaben vor. Demgemäß muss sich auch der vorliegende Beitrag auf qualitative Aussagen konzentrieren.

### *Weltfinanzkrise belastet kommunale Haushalte teilweise unmittelbar*

Verschiedene Städte bzw. städtische Unternehmen haben in der Vergangenheit Cross-Border-Leasing-Geschäfte (CBL) mit US-Investoren durchgeführt, die auf komplizierten Vertragskonstruktionen beruhen. Es wird jetzt befürchtet, dass diese Verträge als Folge der Weltfinanzkrise platzen können.<sup>83</sup> Allgemein funktionieren CBL auf die Weise, dass eine Kommune eine kommunale Einrichtung (z. B. die Straßenbahnen oder ein städtisches Klinikum) an einen Anleger in den USA langfristig (mit Laufzeiten von z. T. 100 Jahren) vermietet und diese Einrichtung sodann von der Kommune (mit einer wesentlich kürzeren Laufzeit und Rückkaufoption nach Ablauf dieser Frist) wieder zurückgemietet wird. Da das US-Steuerrecht langfristige Miete mit Eigentum gleichsetzt, konnten die Anleger aus den USA, zumindest bisher, für die gemieteten Anlagen steuermindernde Abschreibungen, Zinsen etc. geltend machen. Dabei ist dann ein Teil der Steuerersparnis an die Kommunen in Deutschland geflossen. Die Weltfinanzkrise nutzen die US-Investoren nunmehr aus, um aus diesen steuerlich wohl nicht mehr rentablen Verträgen<sup>84</sup> auszusteigen. Der bequemste Weg hierfür dürfte darin bestehen, dem kommunalen Vertragspartner eine Vertragsverlet-

---

<sup>83</sup> Vgl. etwa SPIEGEL ONLINE vom 21.02.2009, <http://www.spiegel.de/spiegel/0,1518,609081,00.html>, Zugriff am 01.03.2009.

<sup>84</sup> Die CBL-Geschäfte wurden 2005 von der US-amerikanischen Steuerbehörde IRS als missbräuchliches Steuerumgehungsgeschäft für rechtswidrig erklärt. Das betrifft – anders als die Gesetzesänderung 2004 – wohl auch viele Altverträge. Da unter diesen Bedingungen der steuerliche Vorteil in absehbarer Zeit nicht mehr realisierbar sein dürfte, hatten die US-Anleger bereits vor der Weltfinanzkrise einen massiven Anreiz, die Verträge aufzulösen und außerdem Vorwände zu finden, um Schadensersatzforderungen gegen die kommunalen Vertragspartner geltend zu machen.

zung nachzuweisen. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn eine der beteiligten US-Banken, bei denen der Mietpreis im voraus durch den US-Anleger zur Absicherung der Leasingraten deponiert wurde, im Zuge der Weltfinanzkrise an Bonität verloren hat und die deutsche Kommune kurzfristig keinen Ersatz findet.<sup>85</sup> Wenn die Zahlungen nicht hinreichend abgesichert werden können, werden letztendlich immer die Kommunen in die Pflicht genommen – dieses Risiko wurde seinerzeit beim Abschluss der CBL von den Kommunen für gering erachtet. Belastbare Daten über die möglichen Einbußen der betroffenen Städte liegen nicht vor. Ebenso lässt sich nicht eindeutig bestimmen, welche Städte in welchen Landesteilen zu welchem Zeitpunkt im Einzelnen betroffen sind oder zukünftig sein werden. Sofern es keine „Abfederung“ der möglichen Verluste durch den Staat geben wird, werden die kommunalen Steuern oder Gebühren und Beiträge in den betroffenen Städten erhöht werden müssen, um die Verluste auszugleichen – mit negativen Folgen für die jeweiligen Standortbedingungen.

Ein weiterer „Hebel“, über den sich unmittelbare Effekte für die kommunalen Haushalte ergeben, betrifft jene Städte, die für die Jahre 2009 und 2010 mit Einnahmen aus dem Verkauf kommunaler Vermögensgegenstände gerechnet hatten. Exemplarisch erwähnt sei hier die Situation der Stadt Halle (Saale). Dort besteht die Befürchtung, dass die geplanten Verkäufe kommunaler Immobilien aus dem Bestand städtischer Wohnungsgesellschaften an den Finanzierungsengpässen potenzieller privater Investoren scheitern könnten, oder dass zumindest nicht mehr die Preise erzielt werden können, wie sie vor der Krise beispielsweise beim Verkauf der kommunalen Wohnungsfirma WOBA in Dresden realisiert wurden.

Neben den genannten Effekten veränderter Bedingungen auf dem Finanzmarkt haben die als Reaktion auf die Weltfinanzkrise durchgeführten steuerrechtlichen Veränderungen auf der Bundesebene erhebliche Auswirkungen für die kommunalen Haushalte. Über die in den Konjunkturpaketen I und II enthaltenen Maßnahmen zur Steuersenkung, spe-

<sup>85</sup> So etwa im Fall des Zweckverbands Bodenseewasserversorgung. Vgl. z. B. <http://www.suedkurier.de/region/bodenseekreis-oberschwaben/ueberlingen/art372495,3470813>, Zugriff am 12.03.2009.

ziell im Bereich der Einkommensteuer,<sup>86</sup> wird es bereits im laufenden Haushaltsjahr zu einem erheblichen Rückgang der kommunalen Einnahmen kommen.<sup>87</sup>

### ***Investitionsrückgang im Bereich der privaten Wirtschaft hemmt lokale Entwicklungsprozesse***

In den letzten Monaten häufen sich die Meldungen aus zahlreichen Städten, nach denen private Investoren infolge der Weltfinanzkrise auf die Durchführung von geplanten Investitionsmaßnahmen verzichten oder diese zumindest aufschieben. Das hat zum einen unmittelbare Auswirkungen auf die Wirtschaftsleistung und die Beschäftigung vor Ort; hierauf wird im Verlauf näher eingegangen. Darüber hinaus kann sich die Investitionszurückhaltung negativ auf die allgemeine Stadtentwicklung, auf das Image von Städten und damit insgesamt auf ihre Standortattraktivität auswirken. Dies gilt vor allem dann, wenn die jetzt nicht realisierten Maßnahmen strukturbestimmende Bedeutung gehabt hätten.

Es ist zu vermuten, dass entsprechende Effekte vor allem in solchen Kommunen auftreten, die sich um eine wirtschaftliche Neupositionierung bemühen, also nicht zuletzt in Ostdeutschland. Exemplarisch erwähnt sei hier der Fall des Projekts „Höfe am Brühl“ in Leipzig, ein großes Einkaufszentrum, mit welchem die Revitalisierung der Leipziger Innenstadt weiter vorangetrieben werden soll. Ein kanadischer Pensionsfonds war im Oktober 2008 in die Finanzierung des Projekts eingestiegen. Der Fonds war zwar nicht direkt von der Weltfinanzkrise betroffen, infolge der Krise gab es jedoch eine mehrmonatige Verschiebung des Vertragsabschlusses zwischen der Stadt und dem Investor. Inzwischen scheint die Finanzierung dieses konkreten Projekts allerdings doch gesichert zu sein.<sup>88</sup>

<sup>86</sup> Die Kommunen sind mit 15% am Einkommensteueraufkommen ihres jeweiligen Bundeslandes beteiligt, wobei die konkrete Verteilung des Aufkommens auf die Kommunen tendenziell den Charakter von Finanzzuweisungen hat.

<sup>87</sup> Zur möglichen Größenordnung der betreffenden Steuerausfälle bei den Kommunen vgl. z. B. Böckler-Impuls, Heft 2/2009, S. 1, [http://www.boeckler.de/pdf/impuls\\_2009\\_02\\_gesamt.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/impuls_2009_02_gesamt.pdf), Zugriff am 10.03.2009.

<sup>88</sup> Vgl. „Finanzierung der Höfe am Brühl scheint gesichert“, in: LVZ-Online vom 25.02.2009, <http://www.lvz-online.de/aktuell/content/88557.html>, Zugriff am 12.03.2009.

### **Allgemeiner Rückgang der Wirtschaftsleistung und Beschäftigungsrückgang treffen die Kommunen unterschiedlich**

Die rückläufige Wirtschaftstätigkeit und sinkende Erträge der Firmen vor Ort wirken sich vor allem über die Gewerbesteuer sowie die Einkommensteuer negativ auf die kommunalen Haushalte aus. Von dieser Entwicklung werden grundsätzlich alle Städte und Gemeinden betroffen sein.

Hinsichtlich der Gewerbesteuererträge werden die Steuerausfälle in jenen Kommunen besonders stark zu Buche schlagen, die Standorte von Großunternehmen sind, die in den vergangenen Jahren durch hohe Gewinne gekennzeichnet waren. Eigentlich wäre zu erwarten, dass diese Kommunen in der Vergangenheit Rücklagen gebildet haben, so dass sie die jetzigen Verluste verkraften könnten. Erfahrungsgemäß ist dies allerdings kaum der Fall.

Die Umsätze und die Ertragslage der kommunalen Unternehmen, speziell im Bereich der Ver- und Entsorgung sowie im Wohnungssektor, werden von der ungünstigen allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung zumindest mittelfristig vergleichsweise wenig betroffen sein. Dies bedeutet, dass die finanziellen Folgen der Krise in Städten mit einer umfangreichen kommunalen Wirtschaftstätigkeit – und mit einer hohen Bedeutung kommunaler Unternehmen für die Finanzierung kommunaler Aufgaben – zunächst der Tendenz nach geringer ausfallen werden als anderswo.

Weniger von der Krise betroffen werden kurzfristig auch jene Städte und Gemeinden sein, deren originäre Finanzkraft eher niedrig ist und die sich bislang überwiegend über Zuweisungen der Länder finanziert haben. Eine solche Transferabhängigkeit ist vor allem im Osten Deutschlands fast flächendeckend zu verzeichnen. Allerdings ist durchaus zu befürchten, dass die ostdeutschen Länder mittelfristig – aufgrund ihrer eigenen, zunehmenden Finanzprobleme – die Zuweisungen an ihre Kommunen weiter absenken könnten. Da viele Kommunen ihre Verschuldung kaum weiter ausweiten können, kann es in der Folge für zahlreiche ostdeutsche Städte und Gemeinden zu einer weiteren Beschränkung der für Investitionszwecke verfügbaren Mittel kommen.

Hinzu kommen mögliche Folgen der wachsenden Arbeitslosigkeit, speziell die zunehmende Belastung der kommunalen Haushalte über erhöhte

Zahlungen an Hartz-IV-Empfänger; die Kommunen müssen den größten Teil der Kosten für Unterkunft und der Heizkosten für die Hilfeempfänger tragen.

### **Investitionen im Rahmen des Zukunftsinvestitionsgesetzes können zur Verdrängung anderer Entwicklungsmaßnahmen führen ...**

Während das Konjunkturpaket II und das Zukunftsinvestitionsgesetz auf der staatlichen Ebene eher unter vorwiegend stabilisierungspolitischen Aspekten diskutiert werden, konzentriert sich die Debatte auf der Ebene der Kommunen auf die allokativen Aspekte und die Frage, wie der Einsatz der den Kommunen zugedachten Investitionszuweisungen von Bund und Ländern zur Stärkung der Entwicklung von Städten und Gemeinden optimiert werden kann. Für diese Debatte stand bzw. steht jedoch nur wenig Zeit zur Verfügung, weil die Investitionsvorhaben aus konjunkturpolitischen Gründen rasch angeschoben werden müssen.

Die Verteilung der vom Bund bereitgestellten Mittel auf die Bundesländer ist in § 2 des Zukunftsinvestitionsgesetzes geregelt. Demnach erhalten z. B. die Bundesländer Bayern und Baden-Württemberg zusammen etwa 27% der Gesamtmittel; auf alle ostdeutschen Flächenländer zusammen entfallen 18,6% der Mittel.

Besonders gut dokumentiert ist die Aufteilung der Investitionen auf der Basis des Zukunftsinvestitionsgesetzes für das Land Brandenburg, das im Vergleich zu den anderen Bundesländern recht frühzeitig damit begonnen hatte, die Verwendung der Mittel zu konkretisieren. Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich deshalb auf die Verhältnisse in Brandenburg.<sup>89</sup>

Das Land Brandenburg will einschließlich der Kofinanzierungsmittel von Land und Kommunen insgesamt 457 Mio. Euro im Rahmen des ZuInvG einsetzen. Die Kommunen sollen in eigener Verantwortung

- 153 Mio. Euro für die kommunale Bildungsinfrastruktur und
- 88 Mio. Euro für sonstige Infrastruktur

<sup>89</sup> Vgl. STAATSKANZLEI BRANDENBURG: Landesregierung billigt Eckpunkte für Umsetzung des Zukunftsinvestitionsgesetzes, <http://www.stk.brandenburg.de/sixcms/detail.php?gsid=bb1.c.144986.de>, Zugriff am 01.03.2009.

ausgeben. Darüber hinaus werden vom Land 60,2 Mio. Euro für kommunale Projekte mit landesweiter Bedeutung eingesetzt.

Weiterhin investiert das Land unmittelbar (ohne kommunale Beteiligung) u. a. in die Breitbandversorgung im ländlichen Raum sowie in Hochschul- und Forschungsinfrastruktur. Hierfür sollen 155 Mio. Euro verwendet werden.

Die Zuweisungen an die Kommunen werden pauschal nach der jeweiligen Einwohnerzahl auf die einzelnen Kreise und kreisfreien Städte verteilt. Innerhalb der Kreise soll eine Aufteilung zwischen der Kreis- und der Gemeindeebene im Verhältnis von 3:7 erfolgen. Festlegungen in Bezug auf die Verteilung der Mittel auf die einzelnen kreisangehörigen Gemeinden wurden von der Landesregierung nicht getroffen, sondern den Kreisverwaltungen überlassen.<sup>90</sup> Der kommunale Eigenanteil an den aus dem Konjunkturprogramm bezuschussten Investitionen beträgt 15%, bei finanzschwachen Kommunen nur 10%.

Für die Stadt Potsdam wurde im Februar 2009 die folgende Verwendung der Zuweisungsmittel angestrebt, wobei es sich bei den mit einem \* versehenen Projekten um solche handelt, die als „landespolitisch bedeutsam“ eingestuft werden:<sup>91</sup>

- 9,8 Mio. Euro für Schulsanierung,
- 4,5 Mio. Euro für Kitasanierung,
- 15 Mio. Euro für Sporthallenbau \*
- 8 Mio. Euro für Sanierung Sportstadion \*
- 6,25 Mio. Euro für Ausbau Klinikum \*
- 1,6 Mio. Euro für sonstige Investitionsvorhaben

Allgemein besteht die Gefahr, dass fertige Projektanträge, die bislang aufgrund von Zweifeln an ihrer Wirtschaftlichkeit eher abgelehnt wurden, jetzt zum Zuge kommen. So wurde offenbar die Finanzierung der Sporthalle in Potsdam aus Mitteln des Europäischen Fonds für regionale Entwicklung (EFRE) bislang nicht realisiert, möglicherweise auch des-

halb, weil der positive Effekt für die wirtschaftliche Entwicklung Potsdams eher begrenzt sein könnte. Es wäre zu vermuten, dass auch die durchaus günstige Ausstattung Berlins mit Sportstätten den Erfolg der Potsdamer Halle in Frage stellen könnte. Da jetzt aber rasch investiert werden soll, werden derartige Wirtschaftlichkeitsüberlegungen möglicherweise weniger berücksichtigt.

Soweit zur zügigeren Umsetzung der Investitionen zudem noch vereinfachte Vergabeverfahren ermöglicht werden, besteht die Gefahr, dass nicht immer der günstigste Anbieter den Zuschlag für ein Projekt erhält. Generell werden die Preise für Bauleistungen aufgrund der steigenden Kapazitätsauslastung im Bausektor ansteigen, sodass den Kommunen tendenziell Mehrausgaben u. a. bei jenen baulichen Maßnahmen entstehen werden, die außerhalb des Konjunkturpakets umgesetzt werden.

Die im Land Brandenburg vorgesehene pauschale Verteilung der Mittel auf die Kommunen nach der Zahl ihrer Einwohner hat einerseits den Vorteil eines unbürokratischen Verfahrens. Andererseits stellt sich die Frage, ob es für die längerfristige Entwicklung günstiger wäre, eine räumliche Schwerpunktsetzung durchzuführen. Im Fall des Landes Brandenburg läge es z. B. nahe, vorrangig Investitionen im Berliner Umland und an anderen Orten mit besonderen Entwicklungsmöglichkeiten zu fördern.

Hinsichtlich der direkt vom Land durchgeführten Investitionen sind vor allem Vorteile für jene Städte zu erwarten, die Standorte von Hochschulen oder Forschungsinstituten sind.

Weiterhin ist noch festzustellen, dass die deutliche Ausrichtung von Investitionsmaßnahmen im Bereich der kommunalen Bildungsinfrastruktur auf deren energetische Sanierung (vgl. § 2 ZuInvG) keinen Einfluss auf die Qualität der schulischen Bildung und das verfügbare Humankapital hat.

### ***... und dazu beitragen, dass es bei den Kommunen zukünftig zu steigenden Kosten kommt***

Soweit Investitionen in die Erhöhung der Energieeffizienz kommunaler Einrichtungen erfolgen, können längerfristig Kostensenkungen auftreten. In anderen Bereichen dürften hingegen eher die Folgekosten steigen. Hier sind zunächst die Kosten aufgrund der höheren Verschuldung der Kommunen anzuführen, ohne welche die Kofinanzierung viel-

<sup>90</sup> Vgl. Mitteilung des Ministeriums der Finanzen des Landes Brandenburg Nr. 12/2009, vom 04.03.2009: Umsetzung des Konjunkturpaketes II läuft an, <http://www.mdf.brandenburg.de/cms/detail.php/bb1.c.147385.de>, Zugriff am 12.03.2009.

<sup>91</sup> Vgl. POTSDAMER NEUESTE NACHRICHTEN: Im Baurausch: Neben dem Konjunkturpaket sollen Efre-Mittel und Welterbe-Millionen nach Potsdam fließen vom 12.02.2009, S. 11.

fach nicht realisiert werden kann. Da die Eigenbeteiligung der Kommunen vergleichsweise gering ist, besteht die Gefahr, dass sie auf andere Investitionen, etwa im Rahmen der Gemeinschaftsaufgabe zur Verbesserung der regionalen Wirtschaftsstruktur (GRW), verzichten könnten. Wenn nicht die Effektivität für die lokale Entwicklung, sondern die Höhe der Eigenbeteiligung über die Durchführung von kommunalen Investitionen entscheidet, so könnte dies längerfristig negative Effekte für die wirtschaftliche Entwicklung haben.

Auch wenn aus konjunkturpolitischer Sicht eine rasche Umsetzung von Investitionen wünschenswert ist, kann der Druck auf die Realisierung der Investitionen doch auf kommunaler Ebene negative Effekte haben. So können aufgrund des vorgeschobenen Arguments, anderenfalls gingen die Zuweisungen verloren, bestimmte Projekte und/oder Standorte von Infrastruktureinrichtungen durchgesetzt werden, hinsichtlich derer es bei einer längerfristigen Überlegung Vorbehalte bezüglich ihrer Effektivität gegeben hätte. Gerade im Bereich der Bildungsinfrastruktur der Kommunen ist zudem der demographische Wandel zu berücksichtigen. Es bringt wenig, wenn jetzt u. U. auch Schulen oder Kitas Mittel erhalten, die längerfristig nicht mehr ausgelastet werden können. Entsprechendes gilt für andere kommunale Infrastrukturbereiche, z. B. den Bau von Straßen. Es gibt allerdings bislang keine Indizien dafür, dass entsprechende Fehlallokationen auftreten könnten.

#### ***Weitere Effekte des Konjunkturpakets II sowie des Konjunkturpakets I für die Kommunen***

Neben den Mitteln des Zukunftsinvestitionsgesetzes wirken sich auch die anderen Investitionsvorhaben im Rahmen des Konjunkturpakets II sowie des Konjunkturpakets I auf die kommunale Entwicklung aus.

Strukturbestimmende Effekte wird u. a. das so genannte Welterbe-Programm haben, das vom Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) aus den Mitteln des ersten Konjunkturpakets (in Höhe von 150 Mio. Euro) finanziert wird. In diesem Bereich gibt es unmittelbare Finanzzuweisungen des Bundes an die Kommunen und z. T. andere Träger der betreffenden Welterbestätten. Einige Städte wie z. B. Potsdam beabsichtigen, erhebliche Mittel (Planungen in

Potsdam: 30 Mio. Euro) aus diesem Programm zu beantragen. Alle Städte und Gemeinden, welche die 33 deutschen Welterbestätten beherbergen, sind antragsberechtigt. Grundsätzlich beträgt hier der kommunale Eigenanteil 25%, liegt also höher als beim Zukunftsinvestitionsgesetz. Da Welterbestätten zumeist auch touristische Attraktionen und für die jeweilige Stadt oder Gemeinde imageprägend sind, lassen sich für diejenigen Kommunen, die Mittel aus dem Welterbe-Programm erhalten, längerfristig positive Effekte erwarten. Aber auch in diesem Bereich ist auf die Finanzierung der Folgekosten hinzuweisen; entsprechende Einrichtungen müssen auch längerfristig betrieben werden und für die Bewohner der Städte bzw. für Touristen nutzbar sein. Die schönste Welterbestätte hat zudem nur geringe positive Effekte, wenn nicht auch die allgemeine Infrastruktur einer Stadt auf das Welterbe hin ausgerichtet und kein hinreichend geschultes Personal zur Verfügung gestellt wird. Es könnte auch überlegt werden, ob mehr Nachhaltigkeit mit einer Konzentration der Mittel auf einzelne Welterbestätten erreicht werden könnte. Als Beispiel für die Möglichkeiten eines geballten Mitteleinsatzes sei hier nur auf die Investitionen zur Sicherung des Schlossbergs in Quedlinburg verwiesen.

#### ***Fazit***

Zusammenfassend spricht vieles dafür, dass im Gefolge der Weltfinanzkrise auch eine Finanzkrise der kommunalen Ebene zu erwarten ist. Auch wenn die Konjunktur wieder anzieht, werden die Kommunen die Nachwirkungen der Krise noch längere Zeit spüren, ihre Abhängigkeit von staatlichen Finanzzuweisungen wird weiter zunehmen. Die Politiker auf der Bundes- und Landesebene wären gut beraten, wenn sie diese Entwicklung nunmehr zum Anlass nehmen würden, endlich den Anlauf zu einer nachhaltigen Reform der Kommunal Finanzen zu nehmen. Entsprechende Vorschläge, mit denen eine Verminderung der Konjunkturabhängigkeit der Kommunen und eine für die kommunale Aufgabenerfüllung eigentlich unerlässliche Stetigkeit ihrer Einnahmen erreicht werden könnten, liegen seit langem auf dem Tisch.

*Martin T. W. Rosenfeld  
(Martin.Rosenfeld@iwh-halle.de)*

## Divergenz als Schicksal?

### Aufgaben für die Wirtschaftspolitik im Nachgang zur Weltfinanzkrise

Europa blickte bis vor wenigen Monaten auf eine außerordentliche Geschichte des Aufholprozesses zurück: Neben dem Kern der frühindustrialisierten Länder, die weitgehend die alte Europäische Union ausmachten, waren es die nördlichen, westlichen und südlichen Erweiterungsmitglieder, oft spätindustrialisiert, die mit Hilfe der Unterstützung der Union eine außerordentliche soziale und wirtschaftliche Entwicklung zeigten. Mit der Osterweiterung schien diese Erfolgsgeschichte ihre Fortsetzung zu finden. Eigentlich machten alle Länder das Richtige: Sie investierten kräftig, was meist mit Leistungsbilanzdefiziten verbunden ist, um später über Exporterlöse die aufgelaufenen Verbindlichkeiten abzubezahlen und so am Wohlstand der Union äquivalent teilzuhaben. Die Weltfinanzkrise hat einen Schleier weggerissen, der grundlegende Schwächen des scheinbaren Aufholprozesses verdeckte; sie zeigt, vor welchen Anpassungsproblemen Länder stehen, die mitten im Umbauprozess von einer Krise getroffen werden. Heute erscheint Europa als dreigeteilt: In der Währungsunion steht die Gruppe der alten Hartwährungsländer, mit Leistungsbilanzüberschüssen und stabilen Lohnstückkosten, den alten Schwachwährungsländern, mit Leistungsbilanzdefiziten und explodierenden Lohnstückkosten, gegenüber. Darum herum gruppieren sich die EU-Mitglieder, die nicht der Eurozone angehören und die inzwischen teilweise vom Staatsbankrott bedroht sind. Insofern ist es wichtig, zu prüfen, ob Konvergenz überhaupt eine ökonomische Normalität beinhaltet oder ob Divergenz nicht vielmehr das Natürliche ist, dem dann mit den entsprechenden wirtschaftlichen Instrumenten begegnet werden muss.

#### **Konvergenz als Ausnahme**

Historisch wurden die drei Produktionsfaktoren Arbeit, Kapital und Boden als wesentliche Treiber der wirtschaftlichen Entwicklung identifiziert. Ausgehend von *Ricardos* Theorie der komparativen Kostenvorteile und deren Weiterentwicklung durch *Heckscher* und *Ohlin*<sup>92</sup> kann gezeigt werden, dass

<sup>92</sup> RICARDO, D.: Grundsätze der Volkswirtschaft und Besteuerung. Gustav Fischer Verlag: Jena 1923 (1917). –

der freie Austausch zu einer Angleichung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit über Ländergrenzen hinweg führt. Konvergenz im eigentlichen Sinne folgt aus der neoklassischen (exogenen, alten) Wachstumstheorie, die auf *Solow* und *Swan*<sup>93</sup> zurückgeht und unterschiedliche Pro-Kopf-Einkommenniveaus bei gleichen Wachstumsraten allenfalls an verschiedenen Sparquoten festmacht, die aber unter den Bedingungen offener Ökonomien durch freien Fluss der Kapitalströme erodieren müssen.

Hintergrund für das Konvergenzresultat im neoklassischen Wachstumsmodell sind abnehmende Grenzerträge des Faktors Kapital. Dem aber können die Investition in Humankapital und technischen Fortschritt sowie die Existenz externer Effekte entgegenwirken. Frühe Ausführungen zur Bedeutung dieser Wachstumstreiber finden sich bei *List*, später bei *Schumpeter* und insbesondere in der endogenen Wachstumstheorie, die durch *Lucas* und *Romer* begründet wurde.<sup>94</sup> Auf der Seite von Produktion und Handel sind es die Modelle von *Lösch*, *Helpman* und *Krugman*, die zeigen, dass Skalenerträge, Verbundvorteile und Netzwerkexternalitäten wesentliche Determinanten der wirtschaftlichen Entwicklung sind. Sie weisen auch nach, dass diese Faktoren für eine nationale Wirtschaftspolitik strategiefähig sind – ein Punkt, der bereits für die nationale Innovationsstrategie bei *List* eine herausragende Rolle spielte. Dabei ist auch die Basis der Nationalökonomie, insbesondere die langfristig unverrückbare, die als „Infrastruktur“ bezeichnet wird, von großer Bedeutung. Denn sie ermöglicht,

---

HECKSCHER, E.: The Effect of Foreign Trade on the Distribution of Income. *Ekonomist Tidskrift*, 21, 1919. – OHLIN, B.: *International and Interregional Trade*. Harvard University Press: Cambridge, Mass., 1967 (1930).

<sup>93</sup> SOLOW, R. M.: A Contribution to the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70, 1956, pp. 65-94. – SWAN, T. W.: *Economic Growth and Capital Accumulation*. *Economic Record*, 32, 1956, pp. 334-361.

<sup>94</sup> LIST, F.: *Das nationale System der politischen Ökonomie*. Gustav Fischer Verlag: Jena 1928 (1848). – SCHUMPETER, J.: *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Verlag August Raabe: Berlin 1952 (1912). – LUCAS, R. E.: *An Equilibrium Model of the Business Cycle*. *Journal of Political Economy*, 83, 1975. – ROMER, P. M.: *Increasing Returns and Long-run Growth*. *Journal of Political Economy*, 94, 1986, pp. 1002-1037.



begrenzt aber auch, wie *Blum* und *Rietveld*<sup>95</sup> zeigen, die wirtschaftliche Entwicklung.

Gestützt auf diese „klassischen“ Ansatzpunkte wurde der Aufholprozess der meisten neuen Mitgliedsländer der Europäischen Union gestaltet. Dies veränderte die Arbeitsteilung in Europa, wovon auch die alten EU-Länder durch erhebliche Exporterfolge profitierten. Der plötzliche, nicht erst durch die Weltfinanzkrise offensichtlich gewordene Abbruch dieser Entwicklung zeigt, dass die Frage von Konvergenz und Divergenz innerhalb der Eurozone oder des europäischen Wirtschaftsraums neu vor dem Hintergrund alternativer wirtschaftlicher Theorien diskutiert werden muss. Üblicher Bezugspunkt ist dabei das bekannte Werk von *Barro* und *Sala-i-Martin*, das Konvergenzprozesse und die zugrunde liegenden Bedingungen in neoklassischer Manier analysiert.<sup>96</sup> Eine erste Relativierung findet sich bei *Quah* durch die Aussage, dass die Konvergenz sehr unterschiedliche Geschwindigkeiten aufweist, weshalb man besser von Konvergenzclubs spricht, die untereinander durchaus divergent sein können.<sup>97</sup> Darüber hinaus stellten *Hall* und *Ludwig* den bedingungslosen Automatismus der postulierten Konvergenz in Frage.<sup>98</sup>

Damit gewinnt die Begründung von Divergenz, die wir heute in Europa beobachten, vor allem aufgrund realer Prozesse, eine erhöhte Bedeutung. Insbesondere die im Folgenden aufgeführten fünf Schulen legen nahe, dass Divergenz als Normalität und Konvergenz als Ausnahme erscheint:

- **Die Funktionalisten:** Sie entwickelten eine dynamische Theorie der Interessensgruppen, die später auch in die Theorie des *rent seeking* einmündet. Dieser zufolge gibt es (regional und

national differenzierte) Interessensgruppenorganisationen und entsprechendes Durchsetzungsverhalten, das Relevanz für die ökonomische Entwicklung besitzt. Arbeitsfrieden besitzt beispielsweise einen hohen wirtschaftlichen Wert, weil er Risiko mindert. Es sind vor allem *Olson* und *Hirschmann*, die das als wesentliche Treiber divergenter Entwicklung identifizieren.<sup>99</sup> Später wird die Idee von einigen Institutionenökonomern aufgenommen, die schließlich in der Zerstörung der Effizienz einer Ökonomie durch Interessensgruppen eine langfristige Wachstumsbremse sehen. In diesem Kontext sind vor allem die Arbeiten von *North* zu nennen.<sup>100</sup> Sie erklären, weshalb in manchen südlichen Ländern des Europäischen Währungsraums trotz der zusätzlichen Zwangsbedingungen der gemeinsamen Währung unter dem Druck der Öffentlichkeit Staatsfinanzen ins Ungleichgewicht gerieten und Lohnstückkosten explodierten.

- **Alte Institutionalistinnen und Evolutionsökonominnen:** Bereits in den 20er Jahren des vorigen Jahrhunderts wurde in der Auseinandersetzung zwischen *von Mises*, *Lange* und später *Hayek* darauf verwiesen, dass die Marktwirtschaft mehr als ein duales Abbild der Zentralverwaltungswirtschaft ist.<sup>101</sup> Ihre Überlegenheit ergibt sich aus der Fähigkeit, Informationen besser als Zentralplanungswirtschaften zu verarbeiten. Daraus folgt unmittelbar, dass unterschiedliche Entwicklungsgeschwindigkeiten auch von der Art der institutionellen Struktur einer Volkswirtschaft, also ihrem Ordnungsrahmen, abhängen. Dieser wiederum beeinflusst die Routinen, weshalb *Nelson*

<sup>95</sup> BLUM, U.: Effects of Transportation Investments on Regional Growth: A Theoretical and Empirical Investigation. Papers of the Regional Science Association, Vol. 49, Urbana (Illinois), 1982, pp. 169-184. – RIETVELD, P.: Infrastructure and Regional Development. Annals of Regional Science, Vol. 23, 1989, pp. 255-274. – RIETVELD, P.: Spatial Economic Impacts of Transport Infrastructure Supply. Transportation Research (A), Vol. 28A, No. 4, 1994, pp. 329-341.

<sup>96</sup> BARRO, R.; SALA-I-MARTIN, X.: Economic Growth. McGraw-Hill: New York 1995.

<sup>97</sup> QUAH, D.: Empirics for Economic Growth and Convergence. European Economic Review, 40, 1996, pp. 1353-1375.

<sup>98</sup> HALL, J. B.; LUDWIG, U.: Economic Convergence across German Regions in Light of Empirical Findings. Cambridge Journal of Economics, 30, 2006, pp. 941-953

<sup>99</sup> OLSON, M.: The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities. Yale University Press: New Haven 1982. – HIRSCHMAN, A. O.: Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States. Harvard University Press: Cambridge, MA 1970.

<sup>100</sup> NORTH, D. C.: Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge University Press: Cambridge, MA 1990.

<sup>101</sup> LANGE, O.; TAYLOR, F. M.; LIPPINCOTT, B. E. (eds): On the Economic Theory of Socialism. Minneapolis 1938. – v. MISES, L.: Die Wirtschaftsrechnung im sozialistischen Gemeinwesen. Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, 47, 1920, S. 86-121. – v. MISES, L.: Gemeinwirtschaft: Untersuchungen über den Sozialismus. Gustav Fischer Verlag: Jena 1922. – v. HAYEK, F. A.: The Use of Knowledge in Society. American Economic Review, 35, 1945, pp. 519-530.

und *Winter* die Frage aufwerfen, welche für die wirtschaftliche Entwicklung effizient sind und welche in ökonomische Sackgassen führen, die später in der Industrieökonomik als „Lock-in-Effekte“ bezeichnet werden.<sup>102</sup> Irreversibilitäten technologischer und institutioneller Art können Technologiepfade aufzeigen, die nach den Überlegungen von *Aydalot* von innovativen Milieus begünstigt und stabilisiert werden.<sup>103</sup> Vor allem die ursprünglichen Kernländer der Europäischen Union haben ihre Entwicklungspfade entlang vorhandener Kernkompetenzen zügig ausgebaut. Das Erfordernis der internationalen Wettbewerbsfähigkeit dämpfte zugleich die Lohnstückkostenentwicklung und ist im Fall Deutschlands ursächlich für die Exportblase, die erst jetzt in der Weltfinanzkrise wieder zusammenfällt.

- **Die Polarisierungstheoretiker:** Grundsätzlich gehen sie von ungleichzeitigem Wachstum aus, im einfachsten Fall durch die Divergenz zwischen einem industrialisierten Norden und einem sich entwickelnden oder immer stärker zurückfallenden Süden, wie das die Entwicklungstheorie von *Myrdal* ausführt.<sup>104</sup> Auch *Hirschmann* spricht über die Polarisations- und Auslauffeffekte von Zentren gegenüber der Peripherie.<sup>105</sup> Tatsächlich zeigen *Christaller* und *Lösch* bereits in der ersten Hälfte des letzten Jahrhunderts, dass unter Bedingungen externer Skalenökonomien die homogene Besetzung einer homogenen Fläche nicht möglich ist, dass also zwingend eine Zentralitätsbildung politisch oder ökonomisch erfolgt.<sup>106</sup> Diese Gedanken

werden später von *Perroux* und *Boudeville* aufgegriffen, die zunächst auf die sektorale, später auf die räumliche Polarisierung der Wirtschaft Bezug nehmen und dabei, im Sinne der Input-Output-Analyse, die so genannten *forward-linkages* und *backward-linkages* als wesentliche Treiber der Entwicklung sehen.<sup>107</sup> Damit wird der Grad der Verflechtung zum Maßstab der Entwicklung, also auch von Konvergenz, wenn Regionen zusammengehören, und Divergenz, wenn sie wenig Verbindung untereinander haben oder sich ausbeuten. In der Tat beschreibt *Porter* später in seiner Clustertheorie sehr deutlich derartige Effekte in Bezug auf Absatzmärkte und technologische Verfügbarkeiten,<sup>108</sup> weshalb *Blum* das Konzept von horizontalen und vertikalen Clustern sowie von Non-Cluster-Industrien einführt.<sup>109</sup> Insbesondere die wirtschaftlich erfolgreichen EU-Länder haben das Erfordernis der Ballung ökonomisch genutzt und einer regionalen Divergenz in der Hoffnung nicht zu stark gegengesteuert, dass Spillovers auch die schwachen Regionen befruchten. Ein Zuviel an Ausgleichspolitik bläht, wie alle Erfahrung auch aus dem Aufbau Ost lehrt, lokale Preise auf, schwächt den Entwicklungsprozess und vernichtet öffentliches Geld.<sup>110</sup>

- **Die neue (endogene) Wachstumstheorie:** Sie weist auf der Basis unterschiedlicher Verfügbarkeiten von Humankapital nach, dass das Wachstum infolge von externen Effekten nicht nur faktorgetrieben und auch nicht Folge eines exogenen technischen Fortschritts ist, sondern sich praktisch endogen selbst nährt. Die entsprechenden Ausführungen von *Mankiw*, *Romer* und *Weil* zeigen, dass in modernen Gesellschaften der überwiegende Teil der wirtschaftlichen Ent-

<sup>102</sup> NELSON, R. R.; WINTER, S. G.: An Evolutionary Theory of Economic Change. The Belknap Press of Harvard University Press: Cambridge, Mass., London 1982. Bekanntes Beispiel des *lock in* ist die Schreibmaschinentastatur, deren Tasten so angeordnet wurden, um zu schnelles Schreiben zu verhindern, damit sich die Hebel nicht verhaken.

<sup>103</sup> AYDALOT, P.: L'Aptitude des Milieux Locaux à Promouvoir l'Innovation, in: Technologie Nouvelle et Rupture Régionale. Economica: Paris 1986, p. 41-58.

<sup>104</sup> MYRDAL, G.: Economic Theory and Under-developed Regions. London 1957.

<sup>105</sup> HIRSCHMAN, A. O.: The Strategy of Economic Development. New-Haven, London 1958.

<sup>106</sup> CHRISTALLER, W.: Die Zentralen Orte in Süddeutschland. Wissenschaftliche Buchgesellschaft: Darmstadt 1933 (Nachdruck 1968). – LÖSCH, A.: Die räumliche Ordnung der Wirtschaft. Gustav Fischer Verlag: Stuttgart 1948 (Nachdruck 1962).

<sup>107</sup> PERROUX, F.: L'Économie du XXème Siècle. Paris 1964. – BOUDEVILLE, J. R.: Problems of Regional Planning. Edinburgh 1966.

<sup>108</sup> PORTER, M.: Clusters and the New Economics of Competition, in: Harvard Business Review, Nov.-Dec., 1998, pp. 77-90.

<sup>109</sup> BLUM, U.: Institutions and Cluster, in: B. Johansson; C. Karlsson (eds), Handbook on Research on Clusters. Edward Elgar: Cheltenham, Northampton, 2008, pp. 361-373.

<sup>110</sup> BLUM, U.; SCHARFE, S.: Die Transformation in Ostdeutschland als entwicklungsökonomisches Phänomen, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Vol. 28, 4, 2002, S. 348-369.

wicklung auf derartige selbstindizierte Prozesse zurückgeht.<sup>111</sup> Darüber hinaus existieren stochastische Technologieeintritte, die von *Schumpeter* und *Mensch*, später von *Aghion* und *Howitt*, aufgezeigt werden.<sup>112</sup> Hier wird wieder die bereits oben betonte, wichtige Beziehung zwischen der Realwirtschaft und der Finanzwirtschaft ausgeführt. Gerade diese trieb auch die wirtschaftliche Entwicklung der Schwellenländer.

- **Die neuen Institutionalist**: Sie beschreiben die Grenzen der Ressourcenallokation durch Transaktionskosten und machen damit letztlich für die Wirtschaft implizite Grenzen des Wachstums, die bereits die alten Institutionalist betont haben, quantitativ messbar. Hier sind besonders die Arbeiten von *Coase*, *Williamson* und *North* zu nennen.<sup>113</sup> Man kann das für moderne Ökonomien vor allem durch Informationskosten, die explizit oder implizit sein können, ausarbeiten und, wie *Blum* und *Dudley*, zeigen, dass diese im letzten Jahrtausend für die Entwicklung der modernen Wirtschaft weitgehend maßgeblich waren.<sup>114</sup> Offensichtlich war mehr Information aber nicht bessere Information. Gerade die Weltfinanzkrise zeigt die Grenzen der Transparenzverbesserung auf, sodass neue institutionelle Arrangements, vor allem in Gestalt einer Finanzmarktregulierung, zu finden sind.

Offensichtlich stellt reale Konvergenz die „schöne“ Ausnahme dar, Divergenz erscheint weit normaler, als gerne gesehen wird. Durch die Weltfinanzkrise

<sup>111</sup> MANKIW, N. G.; ROMER, D.; WEIL, D. N.: A Contribution to the Empirics of Economic Growth, in: Quarterly Journal of Economics, 107, 1992, pp. 407-437.

<sup>112</sup> SCHUMPETER, J., a. a. O. – MENSCH, G.: Das technologische Patt – Innovationen überwinden die Depression. Umschau Verlag: Frankfurt 1975. – AGHION, P.; HOWITT, P.: Endogenous Growth Theory. MIT Press: Cambridge, MA 1988.

<sup>113</sup> COASE, R. H.: The Nature of the Firm. *Economica*, 4, 1937, pp. 386-405. – NORTH, D. C., a. a. O., pp. 31. – WILLIAMSON, O.: The Economic Institutions of Capitalism. The Free Press: New York 1985.

<sup>114</sup> BLUM, U.; DUDLEY, L.: The Two Germanies: Information Technology and Economic Divergence, 1949-1989. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 155, No. 4, 1999, pp. 710-737. – BLUM, U.; DUDLEY, L.: Blood, Sweat, Tears: Rise and Decline of the East German Economy, 1949-1988. *Zeitschrift für Nationalökonomie und Statistik – Journal of Economics and Statistics*, Vol. 220/4, 2000, S. 438-452.

wird dies gegenwärtig besonders deutlich, deckt sie doch die bestehenden Unterschiede in den realwirtschaftlichen Risiken einzelner Länder schonungslos auf.

Welche Optionen bestehen für die Politik? Die Erfahrung zeigt deutlich, dass die einheitliche Währungspolitik durch eine ergänzende Fiskalpolitik begleitet werden muss. Diese darf allerdings nicht in die des deutschen Föderalismus hineinlaufen; auch stabilisierende Transfersummen, wie sie beispielsweise im Rahmen der Deutschen Einheit geleistet wurden, erscheinen langfristig als undenkbar. Was kann vorgeschlagen werden?

### *Anreizkompatibler Eurofonds*

Noch stemmen sich die Bundesregierung und einige andere Länder gegen eine „Vergemeinschaftung“ der Kosten für die Unterstützung der in Not geratenen EU-Partnerländer. Tatsächlich besteht allerdings keine Wahlmöglichkeit, da Deutschland als extrem exportabhängiges Land in jedem Fall Kosten zu tragen hat: Entweder auf direktem Weg durch den Zusammenbruch von Absatzmärkten oder durch indirekte Unterstützungsmaßnahmen. Insofern besitzt das *no bail out* des Währungsvertrags keine Glaubhaftigkeit. Ziel könnte es sein, eine Euroanleihe zu geben, die immer in gleicher Höhe von den begünstigten Ländern kofinanzieren ist, sodass der Druck der ökonomischen Schwierigkeiten fühlbar bleibt, damit auch die nationalen Politiken gezwungen werden, entsprechend gegenzusteuern.

### *Konjunkturgerechter Einsatz der EU-Fonds*

Die Erfahrung hat gezeigt, dass die Währungspolitik, insbesondere die Zinspolitik in den einzelnen Ländern, extrem unterschiedlich wirken, weil grundlegende Entwicklungsprozesse (noch) extrem divergent laufen. Insofern sollte den EU-Fonds eine konjunkturstabilisierende Aufgabe zukommen. Für Länder mit wachsenden Lohnstückkosten und zunehmenden Preisen bei nicht handelbaren Gütern sollten die Fonds zurückgefahren werden, sodass die Konjunktur nicht angeheizt wird – durch die Kofinanzierung ergäbe sich auch ein erheblicher Zusatzeffekt. Länder hingegen, in denen eher stagnierende Entwicklungen zu verzeichnen sind, könnten stärker gefördert werden.

### ***Einheitliche Arbeitsmärkte***

Ein nicht unerheblicher Teil der gegenwärtigen Schwierigkeiten wäre zu vermeiden gewesen, wenn Migrationshindernisse früher abgebaut worden wären. Auch die USA sind ein heterogenes Land, aber die Fähigkeit zur Selbststabilisierung hängt in erheblichem Maß auch an der hohen Mobilität der Arbeitskräfte. Damit gewinnt die Koordinierung einer „Humankapitalpolitik“ eine zentrale Bedeutung für die Stabilisierung der Union.

### ***Polarisierung als Chance nutzen***

Die Konvergenz im Gesamttraum kann durchaus auch von kleinteiligen, divergenten Prozessen unterstützt werden, weil das die standörtlichen Gegebenheiten weit stärker nutzt und fördert als eine globale Vereinheitlichung. Das bedeutet, dass man besonders regionale technologische Kapazitäten auf grundlegende Technologiezyklen weit stärker in ihrer differenzierenden regionalen und sektoralen Ausprägung hinnehmen muss. Das ostdeutsche Beispiel lehrt, dass Aufschwungphasen in den Zentren auf die Peripherie ausstrahlen, wenn man die Agglomerationen nicht durch Subventionen über das effiziente Maß hinaus stützt. Der Referenzraum für eine sinnvolle Struktur- und insbesondere Kohäsionspolitik muss wahrscheinlich weit größer gewählt werden, als das bisher erfolgte und auch politisch opportun war.

### ***Strukturwandel durch Politik flankieren***

Eine Gefahr der Krise besteht in der Verzögerung des Strukturwandels und damit der internationalen, aber auch der europäischen Arbeitsteilung. In erheblichem Maß war der Aufschwung in den alten Kernländern der EU auch einer Veränderung der räumlichen Arbeitsteilung geschuldet. Der Versuch, gegenwärtig Strukturen in der Krise zu bewahren, nutzt die komparativen Standortvorteile der einzelnen Länder Europas nicht aus und kann damit langfristig zu einer teuren Verlangsamung des Strukturwandels führen. Auch hierfür ist Ostdeutschland ein anschauliches Beispiel. Erfolgreiche Regionen haben auf neue Technologien gesetzt (z. B. Solarindustrie) und nicht reife oder alte Technologien aus Westdeutschland übernommen. Die Krise muss als Chance zur Beschleunigung des sektoralen Strukturwandels begriffen werden. Denn neue Technologien mit ihren Basisinnova-

tionen im Sinne der Langen Wellen von *Kondratieff* und *Schumpeter*<sup>115</sup> spielen für den Ausweg aus tiefen Wirtschaftskrisen eine entscheidende Rolle. Welche Technologie als die nächste Basistechnologie hervorgeht und einen Aufschwung befördert, ist noch spekulativ und auch nicht unabhängig von politischen Entscheidungen. Vermutlich werden angesichts der Verknappung fossiler Energieträger, aber auch angesichts klimapolitischer Entwicklungen in Europa und Nordamerika Technologien zur Schonung von Ressourcen eine wesentliche Rolle spielen. Hier kann Strukturpolitik flankierend helfen, die in einigen Bereichen vorhandene technologische Vorreiterrolle Deutschlands zu unterstützen – durchsetzen muss sie sich am Markt.

### ***Innovationssysteme stärken***

Auch wenn es heute keine „nationalen Innovationssysteme“ wie zu Zeiten *Friedrich Lists* gibt, so existieren doch regionale innovative Milieus, die man aufgrund ihrer Spezialisierungsvorteile nutzen muss. Der Versuch, in allen Teilräumen auf ähnliche Erfolgsrezepte zu setzen, beispielsweise Bio- oder Nanotechnologie, führt dazu, dass keine entsprechenden positiven Externalitäten entstehen und die gesamte europäische Union einen Wettbewerbsnachteil gegenüber anderen Standorten erleidet. Politik kann Marktkräfte allenfalls verstärken, sie kann sie nicht setzen. Die Entscheidung, im Rahmen des zweiten Konjunkturpakets die Mittel für industrielle Forschung und Entwicklung (Zentrales Innovationsprogramm Mittelstand) aufzustocken und den Adressatenkreis auszuweiten, weist in die richtige Richtung, da die Mittel technologieoffen vergeben werden und die Ergebnisse (neue Produkte und Verfahren) mittel- und langfristig wachstumswirksam sind. Wenn die Politik diesen Rahmen in der Krise akzeptiert, wird Europa die Krise erfolgreich überstehen. Letztlich besteht – im Sinne einer Krisenvermeidungsstrategie – auch ein immenser künftiger Forschungsbedarf.

*Ulrich Blum (Ulrich.Blum@iwh-halle.de)*

*Jutta Günther (Jutta.Guenther@iwh-halle.de)*

*Udo Ludwig (Udo.Ludwig@iwh-halle.de)*

---

<sup>115</sup> KONDRATIEFF, N.: Die langen Wellen der Konjunktur. Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, 1926. S. 573-609. – SCHUMPETER, J., a. a. O.

Ausgewählte Pressebeiträge,  
Oktober 2008 bis März 2009

Standpunkt: Diemo Dietrich

# Deutsche Banken brauchen privates Kapital

Zum Wochenbeginn hat die Bundesregierung als Reaktion auf die jüngste Zuspitzung der Lage auf den Finanzmärkten mit dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz ihr Rettungspaket präsentiert. Lobenswert hieran sind die Geschlossenheit, mit der die Bundesregierung hinter ihrem Werk steht, und die für deutsche Verhältnisse viel leicht unerwartete Geschwindigkeit, mit der es entworfen wurde.

Das erklärte Ziel der Regierung ist es, das Gesetz bis zum Ende der Woche zu verabschieden. Wie unter anderem die Wirtschaftsforschungsinstitute in ihrem am Dienstag vorgestellten Herbstgutachten ausführten, lautet das Gebot der Stunde, die Gefahr einer Unterkapitalisierung des deutschen Bankensystems rechtzeitig abzuwenden. Der Gesetzentwurf versucht, dies mit der Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds aufzugreifen. Über diesen Fonds wird dem Staat unter anderem das Instrument an die Hand gegeben, Steuergelder zur Rekapitalisierung solventer Banken einzusetzen.

Der politische und gesetzgeberische Prozess ist seit Montag in vollem Gang. Aber bei aller Sympathie für den Ehrgeiz der Bundesregierung sind doch wohl noch einige Änderungen notwendig. So sollte auch privates Kapital für die Rekapitalisierung des Bankensektors mobilisiert werden. Aufgrund der bestehenden Unsi-

cherheiten und des Misstrauens an den Finanzmärkten ist privates Kapital derzeit schwer zu locken. Die Bundesregierung sollte zum Ködern privater Investoren den Banken staatliche Kapitalzuschüsse für jeden Euro gewähren, der am Kapitalmarkt durch Emission neuer Anteile auf-



Diemo Dietrich ist Leiter des Forschungsbereichs Finanzmärkte und realwirtschaftliche Entwicklung am Institut für Wirtschaftsforschung in Halle. Foto privat

men des Finanzsektors gegen einen Zins gewährt werden sollen. Zunächst wird dem Bankensektor mit diesem Instrument anders als erwünscht Kapital entzogen. Denn das Entgelt, das für die Garantien von den Banken geleistet werden muss, fiel an, unabhängig davon, ob diese Garantien in Anspruch genommen werden. Bei einem Entgelt von zwei Prozent bedeutet dies einen Abfluss von 8 Milliarden Euro je Jahr, also ein Zehntel des Beitrags, den der Staat für die Rekapitalisierung der Banken veranschlagt.

Zudem werden die Entgelte nicht nach Risiken differenziert, so dass wie in jedem Versicherungsmarkt tendenziell nur die „Zitronen“ unter den Banken einen Vorteil aus den Garantien ziehen werden; gleichzeitig scheuen diese Banken aber die Inanspruchnahme des Instruments, um das Stigma der Schwäche zu vermeiden. Banken mit noch vergleichsweise guter Liquiditäts- und Eigenkapitalbasis werden versuchen, ohne die Garantien auszukommen, weil ihr Preis aus ihrer Sicht zu hoch ist. Die Forderung nach Entgelten kann auch nicht damit gerechtfertigt werden, dass diese im Durchschnitt die erwarteten Auszahlungen des Fonds decken sollen. Denn dann wäre auch eine privatwirtschaftliche Lösung innerhalb des Bankenverbandes in Form einer Versicherung auf Gegenseitigkeit möglich. Der Staat konnte hierbei wie schon 1974, als nach der Herstatt-Krise die Einlagensicherungssysteme neu gestaltet wurden,

der Geburtshelfer einer solchen Lösung sein; aber eine direkte staatliche Lösung wäre überflüssig.

Alles in allem ist das Angebot, staatliche Garantien zu übernehmen, bestenfalls geeignet, um Liquiditätsengpässe zu vermeiden. Aber hierfür ist die von der EZB seit vergangener Woche neu ausgerichtete Liquiditätspolitik zweckmäßiger. Denn wenn Garantien gewährt werden, besteht das Problem, dass nicht die Banken mit Forderungen gegenüber anderen Banken abgesichert werden, sondern die Banken, die ihren Verbindlichkeiten am Interbankenmarkt nicht nachkommen können oder wollen. Diese Bailout-Klausel wird daher Fehlanreize für die Rekapitalisierungs- und Liquiditätspolitik der Banken setzen, die auch das Ende der Krise hinauszögern können. Das Eurosystem hingegen verfügt über die Infrastruktur, durch Wertpapierpensionsgeschäfte die Finanzierungsliquidität der Banken zu verbessern und dabei adverse Anreize weitgehend zu vermeiden.

Die Bundesregierung hat die Zeichen der Zeit erkannt und einen in der Geschichte der Bundesrepublik beispiellosen Plan zur Rettung des deutschen Bankensystems zur Diskussion gestellt. Die Stoßrichtung ist richtig. Jetzt gilt es, behebt die letzten Mängel zu beheben. Der Fokus sollte hierbei auf einer Rekapitalisierung der Banken liegen, die eine Einbindung privaten Kapitals mit einschließt. Die Liquiditätspolitik sollte der EZB überlassen bleiben.

## Die Finanzkrise und der Krieg

Den Märkten fehlen internationale Institutionen und Regularien zur Krisenvermeidung. Vier Forderungen für ein stabiles Weltfinanzsystem

ULRICH BLUM

Es ist wie nach einem Krieg: Der Pulverdampf hat sich verzogen, und der Feldarzt untersucht die Verwundeten. Anschließend richten die Sieger über die Besiegten. Die Schuldigen werden bestraft – aber gibt es eigentlich eindeutig Schuldige? Man definiert sie, aber damit hat man nichts gelernt, um künftige Kriege zu vermeiden. Irgendwann beginnt das böse Spiel von Neuem – bis die Staaten lernen, dass es oft nicht individuelle Bösewichte sind, sondern dass es eine systemische Dynamik gibt, die Konflikte ab einem bestimmten Stadium unbeherrschbar macht. Eine Ordnungsinstitution zur Kriegsvermeidung ist erforderlich, die rechtzeitig wirksam werden kann. Das war erst die Geburtsstunde des Völkerbunds, dann später der Vereinten Nationen.

Derartige internationale Institutionen existieren auf der ökonomischen Ebene bisher nur unzureichend. Allerdings sind die Lehren aus dem „Guerre militaire“ auch auf den „Guerre économique“, für den einige Hochschulen sogar ausbilden, übertragen worden. Die Nationalstaaten und ihre Zentralbanken richten über den Finanzsektor. Sie selektieren zwischen Finanzinstitutionen, die in den Bankrott gehen, und solchen, die zu retten sind, weil sie systemisch relevant sind.

Vorwürfe von Gier beherrschen die öffentliche Meinung gegenüber der Finanzbranche. Falsche, oft auch moralisierende Schuldzuweisungen drohen den Blick zu verstellen auf die institutionellen Unzulänglichkeiten des Weltfinanzsystems, die nun behoben werden müssen. Dazu braucht man starke Institutionen und auch starke Persönlichkeiten, die diese glaubhaft führen, aber auch eine rigorose Ursachenanalyse.

### Herrschaftsfreier Raum Markt

Zunächst einmal ist der globale Markt, soweit er sich den nationalen Rahmen entziehen kann, herrschaftsfrei, also anarchisch. Das von vielen Ökonomen als vorteilhaft Gepriesene impliziert aber, dass man nationalstaatlich kaum auf den internationalen Markt einwirken kann. Hinzu treten viele Details, die in der Gesamtheit die Katastrophe auslösten: Ein Mittelstand in den USA in der sozialen Abwärtsspirale, der deshalb die Hausse am Immobilienmarkt nutzte, um aus den selbst induzierten Preissteigerungen Vermögenszuwächse zu organisieren. Ein Finanzsektor, der mit Innovationen noch den letzten Cent an Rendite aus den Märkten herauspressen wollte – bis sich zeigte, dass die Stabilisierungsfunktion seiner Produkte vom rationalen Verhalten der Menschen abhängt, das

aber nicht gegeben war. Ein Notenbankchef, der sich selbst zur Legende erklärte und im letzten Jahr seiner Amtszeit nicht gegen die sich aufbauende Blase eingriff. Und eine Staatengemeinschaft, deren Insider zwar die Risiken kannten, aber diese nicht durchleuchten wollten, um im Deregulierungswettlauf den eigenen Finanzmarkt nicht zu schädigen. In diesem „Race to the Bottom“ blieb die Ordnungsfunktion des Staats auf der Strecke.

Was ist jenseits aller kurzfristigen Maßnahmen zu tun? Erstens muss eine Finanzmarktregulierung, wie in Basel II vorgesehen, schnell weltweit adaptiert werden. Zudem muss ein Basel III mit den neu gewonnenen Erfahrungen auf den Weg gebracht werden. Auch sind die Bilanzregeln zu ändern, damit sich hysterische Entwicklungen am Markt nicht noch prozyklisch aufschaukeln. Individuelle Haftung gehört dort eingeführt, wo Informationsasymmetrien nicht beherrscht werden können, um die Beachtung von Regulierungsrahmen und Moral zu erzwingen.

### Soziale Abfederung nötig

Zweitens bedarf es eines Zulassungsverfahrens für Finanzmarktinnovationen. Die mit innovativen Produkten aufgeladenen „Special Investment Vehicles“ (SIVs) sind mindestens so infektiös wie HIV – nur die Mittel dagegen fehlen völlig.

Drittens muss die volle Transparenz der Ratingagenturen durchgesetzt werden, damit echter Wettbewerb um das bessere Bewertungsverfahren ausgelöst wird. Insbesondere müssen sie ihre Methodik den Finanzinnovationen anpassen, weil sonst bereits die Risikoidentifikation schwierig wird und eine anschließende Risikobewältigung damit oft nicht mehr möglich ist.

Viertens sollte soziale Gerechtigkeit bei der langfristigen Lösung nicht zu kurz kommen. Geradezu grotesk mutet an, wie im Rahmen der Erbschaftsteuerreform um 4 Mrd. € gefeilscht wird, wo doch die Dynamik der Umverteilung, die gegenwärtig ausgelöst wird, viel dramatischer ist. Die Unterstützung des Bankensektors durch die Staaten führt zu immensen Vermögenszuwächsen bei Aktionären. Dem steht der langfristige Verfall der Renditen der Gruppe gegenüber, die die Märkte stabilisiert hatte – nämlich die Bürger mit Lebensversicherungen und normalen Spareinlagen.

Derzeit organisiert der Staat dramatische „Windfallprofits“, die man daher teilweise abschöpfen und zur Schuldentilgung verwenden sollte. Kleine und mittlere Einkommen können sich kaum gegen die Staatsschuld immunisieren. Sie können nicht durch den Kauf ausreichender Mengen öffentlicher Schuldtitel Zinsen vereinnahmen, die über dem Anteil liegen, der als Kapitaldienst aus ihren Steuern fließt. Sie müssen die Staatsschuld aus Steuern bedienen. Ihnen wäre mit einer Sonder tilgung besonders geholfen.

ULRICH BLUM ist Präsident des Instituts für Wirtschaftsforschung Halle.

# Nur nicht hysterisch werden

Das Rezessionsgeschrei in Deutschland schürt Panik und verschärft damit die ohnehin kritische Wirtschaftslage. Dabei gibt es auch ein paar positive Signale **VON ULRICH BLUM**

**V**erfolgt man die Presse, so kann man fast den Eindruck gewinnen, dass sich eine Art Erleichterung breitmacht. Endlich ist die Rezession da, das Warten hat ein Ende. Als Beleg wird folgender Umstand herangezogen: Die Wirtschaft ist im dritten Quartal um ein halbes Prozent geschrumpft – nach einem annähernd gleich hohen Rückgang im zweiten Quartal. Jetzt darf das R-Wort ohne Hemmungen ausgesprochen werden.

Allerdings ist fraglich, ob diese Hysterie angesichts der Daten gerechtfertigt ist. Bei einem Bruttonationaleinkommen von rund 2500 Mrd. € sind 0,5 Prozent gerade einmal 12,5 Mrd. €. Das liegt in der Größenordnung des im dritten Quartal vermeldeten Abschreibungsbedarfs dreier Landesbanken. Die Definition der Rezession als Schrumpfung der Volkswirtschaft in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen ist offensichtlich nicht sinnvoll, wenn man sich dabei auf zwei so geringe „negative Wachstumsraten“ stützt, die schnell an der Grenze der statistischen Signifikanz liegen.

Die Folgen für die Wirtschaftspolitik können nämlich aus psychologischer Sicht verheerend sein. Wenn Wirtschaft, wie Ludwig Erhard sagte, zu 50 Prozent Psychologie ist, dann müsste auch in den Medien alles getan werden, um zu verhindern, dass sich die Krise durch pure Hysterie noch vertieft.

Die negative Grundstimmung verstärkt einen problematischen Effekt: Branchen, die sich in der Vergangenheit strategisch falsch

aufgestellt haben, suchen für ihre Schwierigkeiten ein Alibi in der Finanzkrise – und werden möglicherweise in dieser Sicht bestätigt.

Es gibt durchaus Signale, die gegen einen allzu großen Konjunkturpessimismus sprechen. So könnten gerade jene Faktoren, die den jüngsten Rückgang der deutschen Wirtschaftsleistung maßgeblich mitverursacht haben, nun in die entgegengesetzte Richtung wirken.

Zunächst wurde der deutsche Markt in diesem dritten Quartal durch Senkungen der Energiepreise um mindestens 4 Mrd. € gegenüber dem Vorquartal entlastet. Bei gegebenen Absatz- und Ausgabenplänen wirkt dies weitgehend direkt wertschöpfungssteigernd.

Durch die Wechselkursanpassung des Euro wird die inländische Produktion zudem tendenziell günstiger. Damit nimmt tendenziell die Wertschöpfungstiefe durch Insourcing zu. Durch die Anpassung des Euro in den letzten Wochen ist der Anteil des deutschen Exportüberschusses, der im Dollar-Raum fakturiert wird – das ist rund ein Drittel –, gestiegen. Im dritten Quartal geht es hier um eine Summe von rund 3 Mrd. €.

All dies bedeutet natürlich keinesfalls, dass grundsätzlich keine Risiken bestehen. Zunächst einmal ist äußerst unklar, wie sich die Preise im weiteren Verlauf entwickeln. Nicht umsonst befürchten Ökonomen in Teilmärkten deflationäre Tendenzen.

Zudem war das Ausland bisher oft Quelle der Bankgewinne, die schließlich die Wertschöpfung in Deutschland erhöhten. Die realwirtschaftlichen Verwerfungen in den USA oder England sind das Pendant, sie zerstören in Deutschland zunächst Vermögen.

Nach dieser ersten „virtuellen“ Wirkungsrunde stehen zwei Bereiche an vorderster Front: Vertrauen in den Geldmarkt und das allgemeine Vertrauen von Unternehmen und Konsumenten. Tatsächlich greifen die negativen Entwicklungen in beiden Bereichen inzwischen tief.

Alle Indikatoren deuten auf eine Abwärtshaltung im Bankensektor hin. Die Eingriffe, mit denen der Staat versucht, das gesamte Wirtschaftssystem liquide zu halten, werden dadurch konterkariert. Dies zeigt vor allem der Anstieg der bei der Zentralbank „gebunkerten“ Beträge, die eigentlich die Märkte flüssig halten sollten.

Auch wenn das Bild der Kreditvergabe noch unscharf ist, es mehreren sich Anzeichen für eine fundamentale Neubewertung der Ausleihungen. Dies betrifft auch die gewerbliche Wirtschaft, die den Aufschwung der letzten Jahre getragen hat. Wenn diese durch Rationierung der finanziellen Versorgung noch stärker schrumpft, als dies durch die konjunkturellen Impulse ohnehin geschieht, tun sich die Banken keinen Gefallen. Sie entwerfen die bei der Zentralbank hinterlegten Sicherheiten, dies be-

schränkt ihre Refinanzierung, und die Abwärtsspirale gewinnt zusätzlich an Dynamik. Auch dieser Effekt aber spricht entschieden dafür, eine negative Grundstimmung nicht noch zu verschärfen.

Aus Sicht der Wirtschaftspolitik problematisch ist, dass Deutschland nicht für die nächste Rezession fit gemacht wurde. Es ist ein ehernes ökonomisches Gesetz, dass irgendwann auf jeden Aufschwung auch ein Abschwung folgt. Die Politik kann sich darauf einrichten. Überraschungen, wie sie derzeit offenkundig sind, müssen nicht auftreten. Der Staat muss dort konjunkturstützend eingreifen, wo er nicht sektorale Anpassungsprozesse, die gegenwärtig nur beschleunigt ablaufen, verhindert. Er muss darauf achten, dass die inländischen Kapazitäten verfügbar sind, damit die Ausgaben und Steuersenkungen voll wirken. Es sollte wirtschaftspolitische Pflicht sein, „Schubladenprogramme“ in petto zu haben.

Die fundamentalen wirtschaftlichen Ungleichgewichte in der Welt verschärfen sich. In der Euro-Zone und in der „Euro-Aspirationszone“, deren Entwicklung teilweise in den Euro eingepreist ist, kann dies den Abschwung dramatisch verstärken. Künftig wird daher die Bedeutung makroökonomischer Rahmenbedingungen weiter steigen. Die Mikrosteuerung der vergangenen Jahre, die dankenswerterweise der Verfassung der Märkte gewidmet war, ist an ihre Grenzen gestoßen.

**ULRICH BLUM** ist Präsident des Instituts für Wirtschaftsforschung Halle.

**Der Rückgang der Wirtschaftsleistung ist bisher statistisch kaum relevant**



# Stunde der Realwirtschaft

**WIRTSCHAFTSKRISE** Langfristig könnte Deutschland vom Platzen der Finanzblase profitieren

Von Ulrich Blum

Wer 1999 vorhersagte, bald würde die „alte Ökonomie“ die „neue Ökonomie“ ablösen, erntete in den meisten Fällen Kopfschütteln. Doch auch ohne den 11. September wäre die Internetblase geplatzt, die damals viel ohne Risikoscheu investiertes Geld vernichtete. Tatsächlich sind heute erhebliche Teile des Produktivitätsfortschritts der Absorption von Geschäftsmodellen aus der virtuellen E-Conomy in die alte Ökonomie zu verdanken. Auch heute wird mit dem Platzen der Finanzblase ein Jahrzehnt der Realwirtschaft eingeläutet:

Der langfristige Realzins eines Landes oder eines Wirtschaftsraums kann sich nicht problemlos vom Produktivitätsfortschritt lösen. Eigenkapitalrenditen in Höhe von 25 Prozent, von manchem Finanzjongleur zum Unternehmensziel erkorren, müssen Fremdkapital hebeln, das risikotechnisch nicht darzustellen ist. Schnell stößt man an Verteilungsgrenzen und erschüttert schließlich das politische Fundament.

Eine neue Finanzmarktregulierung bedeutet nicht Finanzmarktstrangulierung, die fortschrittsfeindlich ist und obendrein noch gefährlichere Produkte im Drang, sie auszutricksen, erzeugt. Haftung ist die einzige Möglichkeit, die Beteiligten zu erden – auch Autobauer oder Pharmahersteller haften für ihre Produkte. Ertragreiche Investitionen bieten sich dann vermehrt in der Realwirtschaft.



Vorerst behält die deutsche Wirtschaft ihren Vorsprung bei der Produktivität.

Die gegenwärtigen Krisenhilfen erlauben auch, Managementfehler unter den Teppich der Finanzmarktkrise zu kehren. Das verhindert eine Marktbereinigung, die später durch erhöhten Wettbewerbsdruck nachgeholt wird. Die Politik der niedrigen Zinsen und der explosionsartigen Vermehrung von die Wirtschaft absichernden Staatsiteln riskiert deren langfristige Entwertung, möglicherweise auch eine Anpassungsinflation. Die einzig realwertsichernden Investitionen werden dann in der realen Ökonomie stattfinden.

Innovative Finanzprodukte, die reale Innovationen vorbereiten, werden besonders lukrativ werden. Der internationale Produktivitätsvorsprung von Deutschlands Wirtschaft zerfällt nicht über Nacht durch das Finanzdebakel – ganz anders als die Erosion der gegenwärtigen Wettbewerbsposition in England, vor allem der City von London, oder seit Jahren in manchen Mittelmeerstaaten der Eurozone.

Wichtig ist in dieser Phase, das Management der intellektuellen Eigentumsrechte zu stärken. Patente, Normen, Marken, Copyright: Nicht alles wird in Deutschland hergestellt werden, aber das Land will von seiner Ingenieurskompetenz leben. Wer die Norm hat, hat den Markt! Hier liegt ein Feld für beste Ordnungspolitik!

Ulrich Blum ist Präsident des Instituts für Wirtschaftsforschung in Halle an der Saale.

# Der Staat versagt

Eine leistungs- und wachstumsorientierte Reform sucht man bisher vergebens. Ein neuer Aufschwung muss auf den Erfahrungen des alten Niedergangs aufbauen / Von Ulrich Blum

besten Technologien kann der Folgeschaden sehr hoch liegen. In dieser wirtschaftlichen Prosperitätsphase muss verhindert werden, dass der Kapitalstock ausgezehrt wird und Unternehmen wegen fehlender Liquidität kollabieren.

Wichtig wäre es, gezielt aber mit beiden gesamtwirtschaftlichen Effekten zu helfen. Wenn die ICE-Linie Nürnberg-Erburt-Halle nicht 2017, sondern bereits 2012 fertiggestellt wird, dann bedeutet dies auch Aufträge für die Baumaschinenindustrie und den Schienenfahrzeugbau. Das energieeffiziente Sanieren von Gebäuden hat unmittelbare Folgen für den Reparaturbedarf von teurer Energie- und (Hoch-)Schulen verbessert die häufig nötige Gesamtrenovierung die Ausbildungsbedingungen. Dabei sollte man nicht mehr tun, als der Markt aufnimmt, sonst steigen die Preise, andere Investitionsmöglichkeiten werden verdrängt. Echte Vorziehpunkte sollten Priorität besitzen, weil die Mehrerausgabe heute die Ersparnis mortverschuldung.

Professor Ulrich Blum ist Volkswirt und leitet das Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWFZ). Foto: oh

geblieb, ebenso wie ein regulatorisches Umfeld für massive Investitionen im Telekommunikationsbereich.

Völlig ausgelassen wird das Aufwärtender Gründe der Katastrophe. Auch Finanzinnovationen stellen Hergebrachtes in Frage, waren Ausweg wirtschaftlicher Aufschwungsphasen, beispielsweise in der Gründerzeit – übrigens auch damals mit einer anschließenden Anpassungskrise. Tatsächlich verdanken wir erhebliche Wohlstandsgewinne der vergangenen Jahre den Finanzmärkten, die Finanzinnovationen mobilisierten. Diese Finanzinnovationen sind Medikaerent ähnlich – ihre Wirkung hängt von den Rahmenbedingungen ab.

Als diese sich ab Anfang des Jahrzehnts sukzessive änderen, wäre Zurückhaltung erforderlich: gewesen – seinerzeit ließen die Finanzellen diese ebenso vernissen wie heute Demut vor dem Hintergrund des angereicherteren Schadens. Denn das System eignete sich perfekt als Einfluss-wenn nicht als Herrschaftsinstrument – das Gegenteil des Ideals eines offenen Marktes. Und der Staat versagte als regulatorische Instanz. Dringend ist es, den gegenwärtigen Schaden vor dem

te, dass Gewinn und Vermögen letztlich das Gegenstück von Haftung und Verantwortung sind, so weist das den Weg der Lösung: Alle in Haftung erlaubtes, in-dividuelle und gesellschaftliche Interessen ohne stragulierende Staatsintervention zu vereinen.

Dann sind wir auch fähig, den großen Nutzen der Krise zu sehen: Das weitweita Schirmfänger des Finanzsektors gibt mittelständischen Unternehmen die Chance, qualifizierte Experten zur Unterstützung ihrer Globalisierungsstrategien einzusetzen. Die Realwirtschaft wird die virtuelle Ökonomie absorbieren, wir stehen aller Voraussicht nach vor einem Jahrzehnt der Produkt- und Verfahrensinnovationen. Zur Linderung ralschäden bekoben werden, vor allem mittelfristig das Anheben von Staats-schulden und eine Vermögensverteilung zu Lasten der Mittelschicht.

Mar. sollte also prüfen, wie die Kosten des staatlicher Handels den Verursachern, also dem Banksektor aufzulegen sind – auch das ist Haftung. Denn jeder der dort Tätigen hatte die Möglichkeit, mitzumachen oder sich zu verweigern – gerade beim Verkauf von Risikotiteln an Menschen, die zur Finanzierung ihres Lebensabends auf sichere Erträge angewiesen sind. Wenn ohne den staatlichen Schirm Bankaktien heute nichts wert wären, dann könnte eine windfall profit tax' die künftigen Zuwächse in Teilen abzuschöpfen. Damit wäre der Gelegenheit gedient und allen geholfen.

## Die EZB muss standhaft bleiben

Europas Zentralbanker dürfen sich nicht auf eine Nullzinspolitik einlassen. Sie setzt falsche Anreize für den Interbankenmarkt

UWE VOLLMER UND DIEMO DIETRICH

Seit Wochen steigt der Druck auf das Euro-System, dem jüngsten Vorbild der amerikanischen, britischen oder japanischen Notenbank zu folgen und mittels Leitzinssenkungen die Geldmarktzinsen auf Werte nahe null Prozent abzusenken. Der EZB-Rat hat diesem Druck bislang noch widerstanden und beließ im Februar 2009 den maßgeblichen Leitzins unverändert bei zwei Prozent. Er geht davon aus, dass das derzeitige Zinsniveau mittelfristig mit Preisstabilität vereinbar ist.

Die EZB tut gut daran, sich einer faktischen Nullzinspolitik zu weigern. Ihre vorrangige Aufgabe ist es, die Preisstabilität zu wahren, und sie weiß, dass jeder Versuch, die Konjunktur durch Überraschungsinflation anzuregen, zum Scheitern verurteilt ist.

Um die aktuelle Wirtschaftskrise zu überwinden, muss vor allem wieder ein funktionsfähiges Finanzsystem hergestellt werden. Zudem müssen sich die Geldmärkte erholen, auf denen die Banken sich gegenseitig Liquidität zur Verfügung stellen. Noch zeichnet sich jedoch nicht ab, dass in absehbarer Zeit wieder Normalität an den Finanzmärkten und Vertrauen unter den Banken zurückkehren werden. In dieser Situation könnte eine Politik des kostenlosen Geldes sogar zusätzlich belastend wirken und wäre daher nicht nur latent unwirksam, sondern sogar schädlich.

Bei niedrigen Zinsen haben die Banken weniger Anreize, einander Liquidität bereitzustellen. So decken bei einem Tagesgeldsatz am Interbankenmarkt von nahe null Prozent die für die Geschäftsbanken erzielbaren Margen unter Umständen die Transaktionskosten nicht mehr ab. Hinzu kommt, dass die Risikoprämien für die am unbesicherten Interbankenmarkt gehandelten Forderungen nicht hinreichend nach der tatsächlichen Bonitätseinschätzung der Kreditinstitute differenziert werden können.

Angesichts des Misstrauens unter den Banken könnte dies fatale Folgen haben. Denn die Banken, die sich durch geringe Risiken auszeichnen, würden diese Art der Quersubventionierung nicht tragen wollen. Sie könnten aus dem unbesicherten Markt ausscheiden und sich beispielsweise durch Repogeschäfte am besicherten Markt die benötigte Liquidität zu angemessenen Konditionen besorgen.

Schließlich gilt, dass bei den geldpolitischen Geschäften mit dem Euro-System auch nur jene Banken als Geschäftspartner auftreten können, die in Menge und Qualität über ausreichend zentralbankfähige Si-

cherheiten verfügen. Solche Sicherheiten vorzuhalten ist jedoch mit Kosten verbunden. Die übrigen Kreditinstitute müssen ihren Bedarf an Zentralbankgeld über den Interbankenmarkt decken.

Liegt nun der Geldmarktzins bei nahe null Prozent, dann ließen sich die Kosten, die anfallen, um am Interbankenmarkt Sicherheit zu gewährleisten, nicht wieder verdienen. Dies gilt selbst dann, wenn auch die EZB Zentralbankgeld zu Zinssätzen von null Prozent ausgibt. Selbst Kreditinstitute mit vorübergehender Überschussliquidität würden diese daher beim Euro-System im Rahmen der Einlagefazität anlegen und könnten so zumindest jedes Ausfallrisiko vermeiden. Die schwerwiegende Folge wäre letztlich, dass die gerade in Krisenzeiten so bedeutsame Weitergabe von Zentralbankgeld zwischen den Geschäftsbanken behindert wird.

### Keine weiteren Zinssenkungen

Wenn der massive Einbruch der Kreditvergabe an Unternehmen und an Verbraucher im Euro-Raum und damit der Rückgang im Wachstum der monetären Aggregate insgesamt aufgehalten werden soll, dann benötigen Banken eine verlässliche Liquiditätsquelle. Nur dann können die mit der Kreditvergabe verbundenen Risiken abgedeckt werden. Der Interbankengeldmarkt kann diese Funktion jedoch nicht mehr erfüllen, wenn er durch zu niedrige Geldmarktzinsen gestört ist. Ohne einen funktionsfähigen Geldmarkt bliebe jede von einer expansiv ausgerichteten Geldpolitik ausgehende Wirkung auf das Kreditgeschäft weit hinter den Erwartungen zurück.

Die EZB ist deshalb gut beraten, wenn sie sich weiterer Zinssenkungen enthält und stattdessen darauf konzentriert, den Geldmarktteilnehmern Basisgeld zeitlich befristet, aber in zunächst unbegrenztem Umfang bereitzustellen. Dies ist auch bei Geldmarktzinsen möglich, die größer als null sind.

Die EZB sollte jedoch zugleich deutlich machen, wie lange die quantitative Lockerung bestehen bleibt. Derzeit hat sie dies nur für einen relativ kurzen Zeitraum angekündigt, und zwar bis Ende März 2009. Um die Dispositionen der Geldmarktteilnehmer zu erleichtern, sollte sie ein konkretes Kriterium einführen und veröffentlichen. Bis dieses erfüllt ist, könnte die neue Ausrichtung beibehalten bleiben. Eine mögliche Bedingung wäre, dass die Umsätze am besicherten oder unbesicherten Interbankengeldmarkt wieder ansteigen. Dies kann als Indikator dafür gelten, dass sich die Finanzmärkte wieder beleben.

UWE VOLLMER ist Professor am Institut für Theoretische Volkswirtschaftslehre an der Universität Leipzig.

DIEMO DIETRICH leitet den Forschungsschwerpunkt Finanzmärkte und realwirtschaftliche Entwicklung am Institut für Wirtschaftsforschung Halle.