

Die kurzfristige Stabilisierung ist dank massiver Stützungsmaßnahmen erfolgreich gelungen. Aber die Weltwirtschaft hängt derzeit am Tropf staatlicher Garantien. Kernproblem ist ein Konflikt zwischen Preis- und Finanzmarktstabilität: Die labile Konjunktur würde eigentlich niedrige Zinsen erfordern; niedrige Zinsen ermuntern aber die Akteure auf den Finanzmärkten zu riskanten »Carry Trades«. Die entscheidende Herausforderung besteht daher darin, die Geldpolitik abzukoppeln von Fragen der Finanzstabilität. Ein robustes, krisenresistentes Finanzsystem ist zwingende Voraussetzung, um die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik zurückzugewinnen. Die umfassende Regulierung der Finanzindustrie ist für die Funktionsfähigkeit moderner Geldpolitik unabdingbar.

Finanzkrise: Wie ist es dazu gekommen?

Mit dem Zusammenbruch des New Economy Booms kam es in den USA Anfang des neuen Jahrtausends zu einem jähen Absturz der Aktienkurse und einem starken Einbruch der Konjunktur. Doch überraschend schnell gelang wieder eine wirtschaftliche Stabilisierung. Gestützt durch eine Politik aggressiver Zinssenkungen der amerikanischen Zentralbank, erholte sich die Konjunktur rasch. Motor dieser Erholung waren ein Konsum und Bauboom, begleitet von spektakulärem Produktivitätswachstum in Finanz- und Konsumindustrie.

Die amerikanische Wirtschaft erwies sich scheinbar als erstaunlich robust; der Boom zog Finanzinvestoren aus aller Welt an. Doch das hohe Wachstumstempo ging mit einem dramatischem Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors einher: Die Gesamtverschuldung der privaten Haushalte, gemessen am verfügbaren Einkommen, stieg in den USA von 60% um 1970 auf über 130% im Jahr 2007 – fast ausschließlich getrieben durch mit Immobilien besicherter Verschuldung. Im Gleichschritt schnellten entsprechend auch die Immobilienpreise immer weiter in die Höhe. Viele Experten sahen in dieser Entwicklung das wunderbare Wirken der unsichtbaren Hand moderner Finanzinnovationen: Sie ermöglichten, so die These, dank komplexer Verbriefungsmethoden eine effizientere Kreditvergabe mit verbesserter Risikoeinschätzung und -streuung. Auf jeden Fall verschafften sie vielen Finanzinstituten vor allem im unregulierten Schattenbankensektor traumhafte Ei-

genkapitalrenditen durch hohe, kurzfristige Fremdfinanzierung.

Mit dem Einbruch der Immobilienpreise ab Mitte 2006 setzte sich aber allmählich die Erkenntnis durch, dass vermeintliche Wertsteigerungen vielfach nur auf Sand gebaut waren. Laxe Regulierung der Finanzmärkte, unterstützt durch eine Politik niedriger Zinsen, hatte eine beispiellose Blase im Finanzsektor und auf dem Immobilienmarkt ausgelöst, die durch globale Ungleichgewichte (hohe Überschussersparnis in vielen asiatischen Ländern wurde überwiegend in den USA angelegt) noch verstärkt wurde.

Weil viele Finanzinstitute aufgrund kurzfristiger Finanzierung und hoher Verschuldung über keine »Puffer« verfügten, um Schocks abzufedern, kam es nach dem starken Verfall der privaten Vermögenswerte zu einem gefährlichen Prozess des Deleveraging. Der Zwang zum Verkauf ließ die Preise vieler verbriefteter Wertpapiere weiter verfallen. Als der Markt für Refinanzierung austrocknete und damit ein erheblicher Teil des Schattenbankensektors zusammenbrach, gerieten viele Finanzinstitute in Bankrottgefahr mit dem Risiko von Ansteckungseffekten.

Überschuldete Haushalte schränkten ihren Konsum ein; die private Sparquote, die lange Zeit einen stetigen Abwärtstrend aufwies, ist in jüngster Zeit wieder angestiegen (vgl. Abb. 1). Im Vergleich zum Einbruch des Nettovermögens des privaten Sektors war der Rückgang des Konsums bislang freilich eher moderat (vgl. Abb. 2).

* Prof. Dr. Gerhard Illing ist Inhaber des Lehrstuhls für Makroökonomie an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Abb. 1
USA: Anstieg der Sparquote
 Sparquote in den USA, 1955–2009

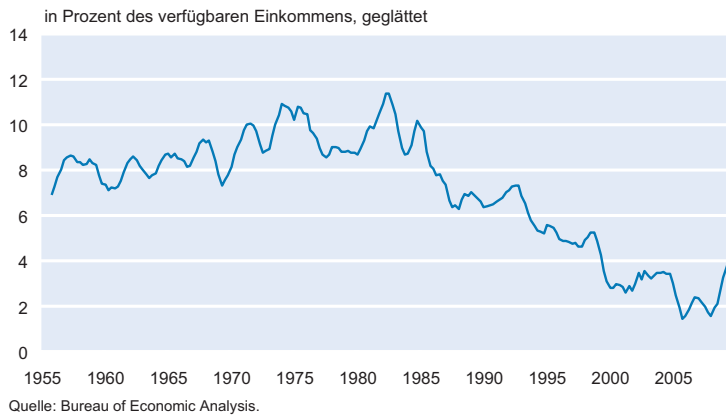


Abb. 2
Einbruch von Konsum und Nettovermögen
 US-Haushalte: Nettovermögen und Konsumausgaben

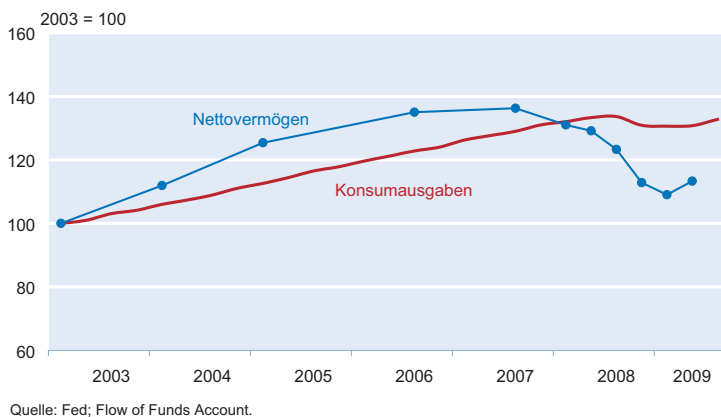
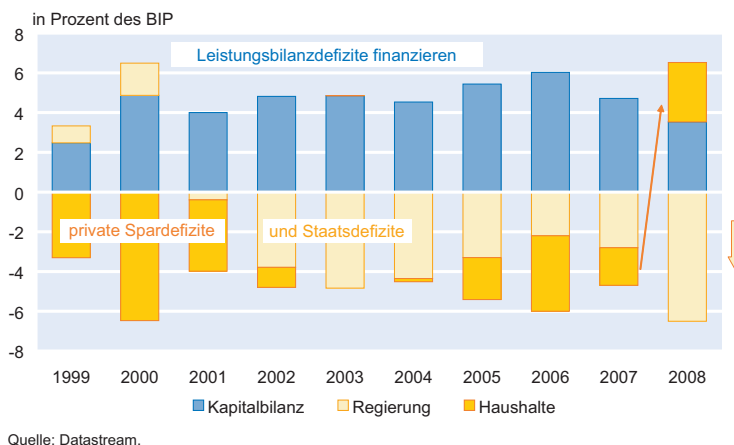


Abb. 3
Ausfall privater Nachfrage
 Leistungsbilanz, Staatsdefizite und private Nettoersparnis in den USA



Gleichzeitig gingen aber auch die privaten Investitionen zurück – es setzte eine Umkehr von negativer zu positiver privater Nettoersparnis ein (vgl. Abb. 3). Auf lange Frist wäre eine solche Trendwende gerade Indiz eines erwünschten Anpassungsprozesses zum Abbau von Ungleichgewichten. Eine Hauptsorge vieler Experten, die schon lange vor dem Aufbau globaler Ungleichgewichte gewarnt haben, bestand aber gerade darin, dass dieser Prozess abrupt einsetzt und damit kurzfristig zum Ausfall privater Nachfrage mit dramatischer Unterauslastung der Volkswirtschaft führt. Genau dieser Mechanismus kam im Verlauf der Finanzkrise 2007/2008 weltweit in Gang. Aufgrund der internationalen Vernetzung von Finanz- und Handelsströmen verbreitete sich die Finanzkrise rasch über die ganze Welt. Im Herbst 2008, nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers, war die Gefahr am greifbarsten, dass die Realwirtschaft sowohl in den Industrie- wie den Entwicklungsländern von einer gefährlichen Abwärtslawine erfasst wird, die eine drohende Rezession in eine große Depression verwandeln könnte. Es kam zum stärksten Einbruch des BIP seit dem Zweiten Weltkrieg, begleitet von einem dramatischen Rückgang des internationalen Handels.

Angemessene Reaktion? Keine einfachen Rezepte!

Manche Ökonomen warnten selbst im Herbst 2008 – dem Höhepunkt der Krise – vehement vor staatlichen Stützungsmaßnahmen. Insbesondere Vertreter der Chicago-Schule plädierten dafür, endlich das freie Spiel der Marktkräfte entfalten zu lassen und sammelten sogar Unterschriften gegen lästige Staatseingriffe (vgl. Lippert 2008). Ähnlich wie Joseph Schumpeter zu Beginn der großen Depression Anfang der dreißiger Jahre sahen sie die Chance einer großen Reinigungskrise gekommen. Die Pleite maroder Finanzinstitute würde endlich richtige Anreize für Finanzmarktakteure setzen; die Rezession wiederum biete die Chance, Arbeitskräfte aus unnützen Tätigkeiten in produktivere Sektoren zu treiben. Führe dies zu einem Anstieg der Arbeitslosenquote, so liege dies einfach daran, dass die Arbeiter nach der Panik auf den Finanzmärkten Zuflucht in Freizeit (»Great Vacation«) suchen.

Diese Argumentation basiert auf der Überzeugung, dass die Wirtschaft von selbst jederzeit zu einem stabilen Vollbeschäftigungsgleichgewicht zurückkehrt. Nachfrageschocks können demnach selbst kurzfristig keine realen Effekte haben. Höhere Staatsausgaben wirken allenfalls schädlich, weil sie die private Nachfrage verdrängen. Dieses einfache Weltbild hat den Charme, als Lösung ein ganz simples Rezept anzubieten: Das Verschlanken des Staates und der Abbau von Regulierungshemmnissen werden als solide Basis für den nächsten Boom propagiert, obwohl genau dieser Ansatz die jüngste Finanzkrise entscheidend mit ausgelöst hat.

Schon die Erfahrungen während der Depression in den dreißiger Jahren haben deutlich gemacht, dass Kontraktionen in Krisenzeiten kontraproduktiv wirken. Ein Abwürgen der Konjunktur kann eine gefährliche negative Abwärtsspirale auslösen. Der einfache Trugschluss von der Mikro- auf die Makroebene funktioniert nicht, wenn individuelle Tugend (ein Anstieg der gewünschten Ersparnis) sich gesamtwirtschaftlich als Folge externer Effekte in einen Teufelskreis (einen Rückgang der Gesamtproduktion) verwandelt. Bereits John Maynard Keynes hat dieses Sparparadox beschrieben und gezeigt, wie sich negative Nachfrageeffekte wechselseitig über Multiplikatoreffekte verstärken können. Diese Einsichten sind zu einem Grundbaustein der modernen Makroökonomie geworden, dem dynamischen Modellansatz der neuen Keynesianischen Makroökonomie. Es verwundert daher nicht, dass während der Finanzkrise unter fast allen Makroökonomien einhellig Konsens darüber bestand, dass rasche Stützungsmaßnahmen notwendig sind, um ein Desaster zu verhindern.

Die Finanzkrise stellte die Wirtschaftspolitik vor drei zentrale Herausforderungen: (1) Die Stabilisierung des Finanzsektors sowie die Stabilisierung der Konjunktur durch (2) Geldpolitik und (3) Fiskalpolitik. Starker Dissens herrschte allerdings über die Frage, in welchem Ausmaß die verschiedenen Maßnahmen konkret genutzt werden und wie rasch sie wieder abgebaut werden sollten. Der Grund für lebhafteste Kontroversen liegt darin, dass es keine simplen Rezepte gibt, sondern ein komplexes Abwägen nötig ist zwischen dem, was kurzfristig angemessen und dem, was langfristig wünschenswert ist.

Rettungspakete für den Finanzsektor

Der Trade Off zwischen kurzfristiger Stabilisierung und langfristiger Strukturänderung wird plastisch deutlich bei der Gestaltung der Rettungspakete für die Finanzindustrie. Es geht dabei um eine schmale Gratwanderung zwischen angemessener Regulierung des Finanzsektors und dem Risiko einer Kreditklemme. Das kurzfristige Interesse liegt darin, durch

Stützung der Finanzindustrie die Kreditvergabe wieder in Gang zu setzen und so eine Kreditklemme zu verhindern. Am schnellsten könnte dies durch eine rasche Rückkehr zum Modell vor der Krise gelingen (etwa durch Maßnahmen, die den Schattenbankensektor und die Verbriefungsaktivitäten wieder in Gang setzen). Der Verzicht auf Strukturänderungen verspricht kurzfristig eine rasche Erholung. Eine solche Rückkehr zum alten Modell birgt aber mittel- bis langfristig die Gefahr des Aufbaus einer neuen Blase. Sie ermuntert die Akteure in der Finanzindustrie dazu, erneut exzessiven Risiken einzugehen, so dass die Realwirtschaft beim Platzen der nächsten Blase noch dramatischer abzustürzen droht mit fatalen destabilisierenden Auswirkungen. Es ist ein interessantes Paradox, dass die Risiken eines erneuten langfristigen Zusammenbruchs umso höher sind, je erfolgreicher die kurzfristige Stabilisierung gelingt – genau so, wie nach dem Zusammenbruch der New Economy die Immobilienblase der amerikanischen Wirtschaft aufs neue hohe Wachstumsraten ermöglichte.

Umgekehrt birgt ein Paradigmenwechsel mit zu strikter Regulierung der Finanzindustrie das Risiko, durch Innovationshemmnisse den Aufschwung abzuwürgen und so eine Periode lang andauernder Stagnation mit niedrigen Wachstumsraten einzuleiten. Wenn man allerdings die Wirtschaftsentwicklung in den USA nach der umfassenden Regulierung des Finanzsektors in den dreißiger Jahren in Folge der Weltwirtschaftskrise zum Maßstab nimmt, scheint diese Befürchtung stark übertrieben: Nach den drastischen Eingriffen im Bankensektor hat sich die Dynamik der amerikanischen Wirtschaft damals nämlich keineswegs abgeschwächt. Im Gegenteil erlebten die Vereinigten Staaten danach über 50 Jahre eine goldene Ära der »Great Moderation«.

Auf kurze Sicht waren die Rettungspakete in der Finanzkrise überaus erfolgreich. Die Aktienkurse vieler Banken haben sich mittlerweile schon wieder prächtig erholt. Dieser Erfolg ist aber nur massiver Ausweitung staatlicher Garantien zu verdanken. Kernfrage bei allen Rettungspaketen ist die Frage, wer letztlich die Verluste trägt. Viele Maßnahmen weltweit haben die Verluste den Steuerzahlern aufgebürdet, ohne sie adäquat an zukünftigen Erträgen partizipieren zu lassen. Letztere fließen größtenteils den Anteilseignern und Gläubigern zu. Damit wurde private in staatliche Verschuldung umgewandelt – eine Sozialisierung der Verluste im Finanzsektor, die mit einem starken Anstieg der Staatsverschuldung erkaufte wird. Diese asymmetrische Behandlung ermuntert Moral-Hazard-Verhalten und verstärkt so das Risiko noch weit gravierender Krisen in der Zukunft. Die direkten Kosten der Rettungspakete (in Form von Kapitalzufuhr, staatlichen Übernahmen sowie explizite, aber auch implizite staatliche Garantien) sind – gemessen als Anteil am BIP – wesentlich höher als die der Konjunkturpakete. (vgl. Tab. 1 mit Schätzungen des IWF vom November 2009 zu diesen Kosten).

Tab. 1
Die Kosten der Rettungspakete (in % des BIP)

	Kapitalzufuhr	Staatliche		Liquiditätshilfen (Zentralbanken)
		Übernahmen	Garantien	
Industriestaaten der G 20 (in Mrd. US-\$)	(1 160)	(1 436)	(4 638)	(2 804)
in % des BIP	3,4	4,1	13,9	7,6
USA	5,2	1,5	10,6	8,1
Großbritannien	3,9	13,8	53,2	19
Deutschland	3,8	0,4	18,0	(EZB) 8,5
Frankreich	1,4	1,3	16,4	

Quelle: IMF (2009b).

Cleverer Politik sollte einen Mittelweg suchen, um Extreme (staatliche Garantien zur Sozialisierung der Verluste einerseits; Risiko eines Absturzes ohne Garantien andererseits) zu vermeiden. Ein wichtiger Bestandteil einer solchen Lösung besteht darin, durch prozyklische Eigenkapitalanforderungen die inhärente Instabilität der Prozyklizität des Finanzsektors zu dämpfen: Die Forderung nach höherer Eigenkapitalhaltung in Boomzeiten könnte genutzt werden, um der Finanzindustrie Anreize zum Aufbau von Puffern als automatische Stabilisatoren zum Abfedern von Schocks zu geben.

Ebenso wichtig ist die Einführung glaubwürdiger Insolvenzmechanismen zur Zählung des Moral-Hazard-Problems. Die Pleite von Lehman Brothers, eigentlich intendiert als Demonstration dafür, dass selbst große (Investment-)Banken dem Solvenzrisiko ausgesetzt werden können, wurde zur eindrucksvollen Illustration des Gegenteils: Im bestehenden System ist es unmöglich, die Verpflichtung glaubwürdig umzusetzen, große, stark vernetzte systemrelevante Institute nicht zu stützen. Angesichts der drohenden Ansteckungsgefahren musste unmittelbar nach dem Zusammenbruch von Lehman die größte amerikanische Versicherung AIG vom Staat übernommen und ein 700 Mrd. US-Dollar Bailout-Plan für die Finanzindustrie präsentiert werden. Die Fed sah sich zudem gezwungen, alle Einlagen bei Geldmarktfonds zu garantieren und ihre Liquidität massiv auszuweiten.

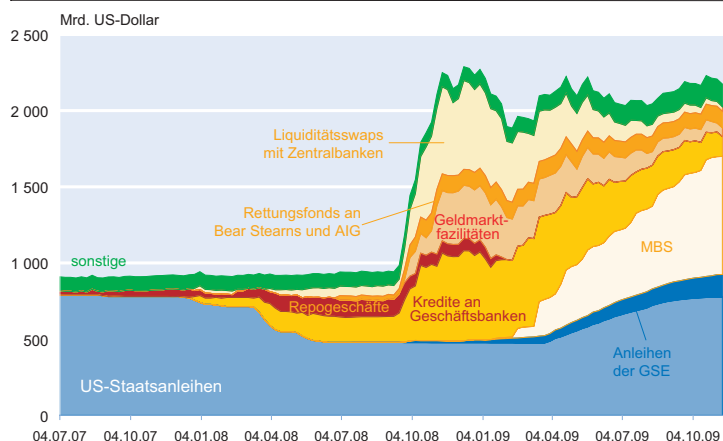
Das Wissen um die Sozialisierung systemischer Verluste führt das Geschäftsmodell des kapitalistischen Finanzsystems aber ad absurdum. Solange Teile des Finanzsystems de facto nicht dem Bankrottrisiko ausgesetzt sind, bedeutet dies, dass Gewinne privatisiert, Verluste aber sozialisiert werden. Ein solches System erzeugt massive Anreizverzerrungen und untergräbt die demokratische Legitimation. Da jede Ankündigung, in Zu-

kunft anders zu handeln, dynamisch nicht konsistent ist, bleibt als wirksame Lösung nur eine umfassende Regulierung aller fragilen Finanzinstitute. Ziel muss sein, die negativen Externalitäten zu korrigieren, die von der exzessiven Risikobereitschaft systemisch relevanter Institute ausgehen. Neben strikten Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen sowie langfristigen Entlohnungsmechanismen geht es darum, die impliziten staatlichen Subventionen des Finanzsektors durch drastische Besteuerung, oder besser noch, durch Aufspaltung systemisch relevanter Akteure zu eliminieren.

Geldpolitik: Flankierendes Rettungspaket für den Finanzsektor

Zeitgleich mit den Rettungspaketen hat auch die Geldpolitik massiv zur Stützung der Finanzindustrie beigetragen. Weil in vielen Staaten die Zinsen bereits auf die Untergrenze von null gefallen waren, mussten die Zentralbanken zu unkonventionellen Maßnahmen greifen. Sie weiteten ihre Bilanz in noch nie gekanntem Umfang aus. Die amerikanische Fed erhöhte ihre Bilanzsumme in kurzer Zeit von 900 Mrd. US-Dollar auf 2,3 Billionen US-Dollar (vgl. Abb. 4). Auch die EZB zog nach und stellte massiv Liquidität bereit. Das primäre Ziel der Ausweitung der Geldbasis lag darin, durch den massiven Aufkauf privater Anleihen den Markt für verbriefte Wertpapiere wieder in Gang zu setzen, der in der Finanzkrise völlig zusammengebrochen war. So hält die amerikanische Zentralbank in ihrer Bilanz mittlerweile verbriefte Immobilienkredite MBS im Umfang von 1,25 Billionen US-Dollar. Der Versuch, die Risikoaufschläge zu senken, war überaus erfolgreich. Viele Spreads sind heute wieder auf das

Abb. 4
Die Fed – unkonventionelle Maßnahmen der Geldpolitik



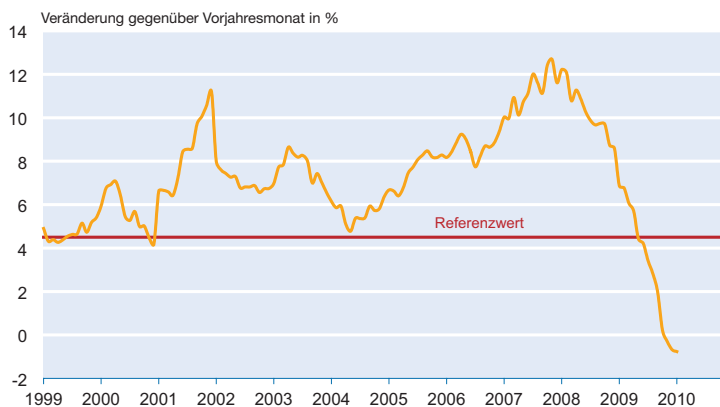
Quelle: Fed.

Niveau vor der Krise gesunken. Dieser Erfolg beruht aber de facto wieder auf staatlichen Garantien. Letztlich ist die Bilanzausweitung eine quasi-fiskalische Aktion der Zentralbanken: Sie übernehmen damit implizite Garantien für die Funktionsfähigkeit bestimmter Märkte. Der Aufkauf von Immobilienanleihen durch die Fed ist de facto eine staatliche Stützung des privaten Hypothekenmarktes im Bemühen, die Zinsen für langfristige Hypothekenkredite auf niedrigem Niveau zu stabilisieren und so einen weiteren Einbruch der Immobilienpreise zu verhindern. Viele Ökonomen sahen den Vorzug der Geldpolitik im Vergleich zur Fiskalpolitik darin, dass sie sich neutral verhalte, weil sie nicht in Marktmechanismen eingreife. Die aktuelle Entwicklung ist eine eindrucksvolle Widerlegung dieser These.

Die enorme Ausweitung der Geldbasis weckt in Kreisen der Öffentlichkeit Furcht vor Inflation. Im Vertrauen auf tradierte Lehrbuchweisheiten befürchteten sie, die Ausweitung der Geldbasis führe über den Geldschöpfungsmultiplikator zu einer entsprechenden Ausweitung der Geldmenge und damit letztlich zu Inflation. Alt vertraute Lehrbuchweisheiten sind aber wenig hilfreich, um die unkonventionellen Maßnahmen der Zentralbanken zu verstehen. Die zusätzliche Liquidität der Banken wird derzeit wieder bei den Zentralbanken angelegt; sie setzt sich also nicht in zusätzlicher Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft um. Im Gegenteil – die Kreditvergabe der Banken geht sogar zurück. Gemessen am Ziel, die Kreditvergabe an die Realwirtschaft wieder in Gang zu setzen, war die Geldpolitik bislang somit keineswegs erfolgreich. Selbst die Wachstumsrate der Geldmenge M3 im Euroraum ist mittlerweile auf null gesunken (vgl. Abb. 5). Weltweit sind die Inflationsraten rückläufig. Aktuell gibt es auch keinerlei Anzeichen für den Anstieg der Inflationserwartungen im Verlauf der nächsten Jahre, egal ob gemessen anhand der Differenz zwischen nominalen und indexierten Staatsanleihen oder anhand von Umfragen (Survey of Professional Forecast; EZB). Die langfristigen Zinsen für Staatsanleihen sowohl in den USA wie im Euroraum befinden sich im historischen Vergleich auf sehr niedrigem Niveau.

Der entscheidende Punkt liegt in der Frage nach der angemessenen Exitstrategie: Wird den Zentralbanken das richtige Timing für den Ausstieg gelingen? Werden sie zu früh auf eine restriktive Politik umsteigen und so einen zarten Aufschwung wieder abwürgen, oder werden sie zu spät damit beginnen, die Zinsen wieder zu erhöhen und damit steigende Inflation riskieren? Der amerikanischen Zentralbank wird vielfach vorgeworfen, in den Jahren 2003 und 2004 die Zinsen zu lange zu niedrig gehalten zu haben. Die Infla-

Abb. 5
Euroraum – Einbruch des Wachstums der Geldmenge M3



Quelle: Europäische Zentralbank.

tionsrate, gemessen am Verbraucherpreisindex, ist damals allerdings kaum angestiegen; der Vorwurf bezieht sich vielmehr darauf, mit zu niedrigen Zinsen die Blase am Immobilienmarkt angefacht zu haben.

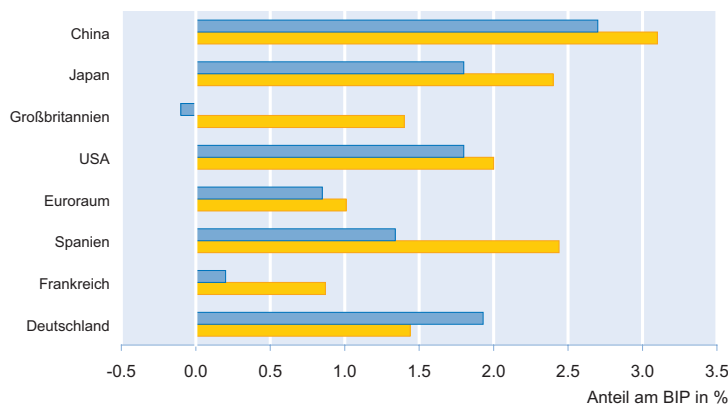
Letztlich war das Motiv für die Zurückhaltung wohl die Furcht davor, mit steigenden Zinsen Instabilitäten im Finanzsektor zu verstärken. Die Fed sah sich in einer »Zinsfalle« (vgl. Illing 2004): Die Sorge um die Stabilität der Finanzinstitute veranlasste die Zentralbank unter Greenspan zum Warten und ermunterte damit den Finanzsektor, hohe Risiken einzugehen. Ganz analog ist auch heute das Problem angesichts der hohen Arbeitslosigkeit nicht Inflationsdruck, sondern das Risiko des Aufbaus neuer Vermögensblasen.

Offensichtlich besteht aktuell ein Konflikt zwischen Preis- und Finanzmarktstabilität: Die labile Konjunktur würde eigentlich weiterhin niedrige Zinsen erfordern; niedrige Zinsen ermuntern aber die Akteure auf den Finanzmärkten im Wissen um die Sozialisierung der Verluste in der Finanzindustrie zu riskanten »Carry Trades«. Die entscheidende Herausforderung besteht daher darin, die Geldpolitik abzukoppeln von Fragen der Finanzstabilität. Ein robustes, krisenresistentes Finanzsystem ist zwingende Voraussetzung, um die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik zurückzugewinnen. Die umfassende Regulierung der Finanzindustrie ist also auch für die Funktionsfähigkeit moderner Geldpolitik unabdingbar.

Fiskalpolitik: Renaissance keynesianischer Konjunkturprogramme

In der Finanzkrise wurden auch milliardenschwere Konjunkturpakete verabschiedet, um die Nachfrage zu stimulieren. Die direkten diskretionären Ausgaben, gemessen als Anteil im BIP, fallen im Vergleich zu den Finanzhilfen relativ beschei-

Abb. 6
Diskretionäre Fiskalpolitik



Quelle: IWF; Europäische Kommission.

den aus (vgl. Berechnungen des IWF in Abb. 6). Während Deutschland anfänglich sehr zurückhaltend mit dem Einsatz diskretionärer Maßnahmen reagierte, zählt es nach dem Verabschieden zweier Konjunkturpakete zu den aktivsten Staaten. Dies gilt insbesondere unter Berücksichtigung der automatischen Stabilisatoren, die hier ein wesentlich stärkeres Gewicht haben als etwa in den USA. Weil dort die einzelnen Bundesstaaten in Rezessionen ihre Ausgaben drastisch einschränken müssen, haben die Konjunkturpakete der US-Regierung letztlich nur den Ausgaberrückgang der Bundesstaaten aufgefangen.

Die Frage, wie wirksam die Konjunkturpakete sind, ist unter Ökonomen stark umstritten. Bei dieser Frage geht es um die Einschätzung der Höhe des Multiplikatoreffekts. Der Council of Economic Advisors der Obama-Regierung unter Christina Romer schätzte den Multiplikator für Staatsausgaben auf ca. 1,5. Manche Kritiker kommen dagegen zu viel niedrigeren, sogar negativen Werten. Alle Schätzungen müssen letztlich auf ökonometrischen Analysen vergangener Episoden basieren. Selbst international renommierte Ökonomen argumentieren dabei mitunter erstaunlich unseriös. Schließlich wurde antizyklische Fiskalpolitik in den vergangenen Jahrzehnten nur sehr selten aktiv betrieben – im Vertrauen darauf, dass Geldpolitik allein für Stabilität (»Great Moderation«) sorgen kann. Wie lässt sich ökonometrisch der (Miss-)Erfolg einer Politik testen, die gar nicht durchgeführt wurde? Die zentrale Herausforderung besteht zudem darin, Beispiele zu finden, bei denen in Zeiten der Unterauslastung der Kapazitäten Staatsausgaben exogen variiert wurden, um das Endogenitätsproblem auszuschließen. Robert Barro, Verfechter der Ricardo-Äquivalenz, verwendete zu diesem Zweck Daten in Kriegszeiten. Er untersuchte, wie kriegsbedingte Ausgabensteigerung (als geeignetes Beispiel für exogen bedingte, temporäre Änderungen) sich auf das BIP auswirken. Barro (2009) kam auf einen Wert von 0,8 für den Multiplikator. Ein Anstieg der Staatsausgaben um

1 verdrängt demnach private Ausgaben um 0,2. Zeiten der Kriegsführung sind aber kaum Zeiten der Unterauslastung von Ressourcen.

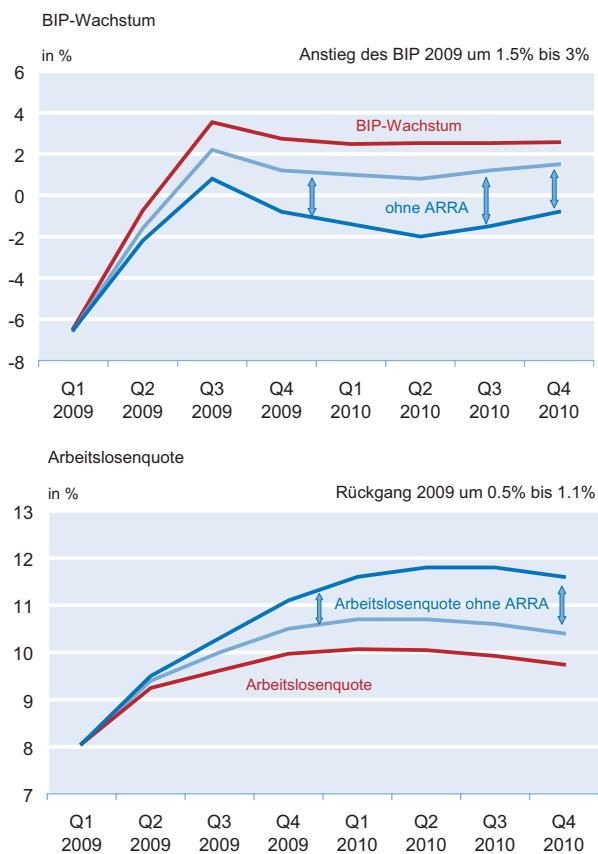
Neuere Schätzungen von Cogan et al. (2009) ergeben sogar nur einen Multiplikator von 0,6. Ihre Schätzungen basieren auf dynamischen Ansätzen, die versuchen, neukeynesianische Modelle empirisch zu simulieren. Der niedrige Multiplikator erklärt sich in ihrem Ansatz aber zwangsläufig daraus, dass sie einen *dauerhaften* Anstieg der Staatsausgaben simulieren. Ein permanenter Anstieg der Staatsausgaben erzeugt – zumindest in Modellen eines repräsentativen, unendlich lang lebenden Wirtschaftssubjekts – angesichts der damit implizierten zukünftigen

Steuerbelastungen zwangsläufig starke negative Vermögenseffekte, die den privaten Konsum unmittelbar dämpfen. Es ist aber schwer nachzuvollziehen, wie auf diese Weise die Wirkung *antizyklischer Politik* gemessen werden sollte. Es verwundert deshalb nicht, dass ein temporärer Anstieg der Staatsausgaben in Zeiten der Rezession gerade in dynamischen Modellen wesentlich höhere Multiplikatorwerte erzeugt (vgl. etwa die Berechnungen in Coenen et al. 2010).

Das Congressional Budget Office (CBO) kommt anhand eigener Modellberechnungen zur Einschätzung, dass das Konjunkturpaket in den USA das reale BIP im vierten Quartal 2009 um 1,5 bis 3,5% erhöht hat. Abbildung 7 vergleicht die tatsächlichen Wachstumsraten sowie die Entwicklung der Arbeitslosenquote in den USA mit den Schätzungen des CBO und illustriert so die Auswirkungen des Konjunkturpakets.

Auch die Werte des CBO liefern nur grobe Anhaltspunkte. Wir kennen eben das Counterfactual nicht: Was wäre passiert, wenn die Konjunkturpakete nicht durchgeführt worden wären? Eine ehrliche Antwort auf diese Frage können wir nur dann geben, wenn sich die Wirkung experimentell testen ließe. Solche Experimente sind aber auf Makroebene eigentlich zu riskant, um sie durchzuführen. Erfreulicherweise (für die Forschung, nicht für die betroffene Bevölkerung) wird die aktuelle Finanzkrise interessantes neues Datenmaterial liefern. Weil der fiskalische Handlungsspielraum in den einzelnen Staaten ganz unterschiedlich hoch ist, divergieren auch die wirtschaftspolitischen Reaktionen in verschiedenen Ländern. So konnte sich China das massivste Konjunkturpaket (gemessen als Anteil am BIP) leisten; Länder wie Irland; Lettland und Griechenland dagegen müssen auf den Einsatz diskretionärer Politik ganz verzichten. Das Urteil der Jury über den Erfolg der unterschiedlichen Strategien ist noch offen, doch ist Skepsis über den Erfolg

Abb. 7
Die Wirksamkeit des amerikanischen Konjunkturpakets nach
Schätzungen des CBO



Quelle: CBO (2010).

einer Sparpolitik angebracht. Es wäre erstaunlich, wenn Sanierungsstrategien mit radikalem Sparprogramm in einer weltweiten Rezession erfolgreicher abschneiden als Staaten, die aktive Stabilisierung betreiben.

Auch in der Fiskalpolitik sind keine einfachen Rezepte verfügbar, notwendig ist ein sorgfältiges Abwägen. Konjunkturprogramme belasten den Staatshaushalt. Wenn sie in Zukunft nicht zurückgefahren werden, führen sie langfristig zu entsprechenden Steuerbelastungen und können so Verdrängungseffekte auslösen. Für antizyklische Fiskalprogramme, die langfristige staatliche Investitionen in Zeiten der Unterauslastung der Gesamtwirtschaft tätigen, gilt dies jedoch gerade nicht. Eine wesentliche Herausforderung für die Wirksamkeit der Fiskalpakete besteht deshalb darin, gleichzeitig ein überzeugendes langfristiges Konsolidierungsprogramm (einen glaubwürdigen Abbau der Schuldenquote in Boomzeiten) zu konzipieren. Ganz analog zur Forderung nach prozyklischen Eigenkapitalvorschriften im Finanzsektor ist der Aufbau eines Puffers in guten Zeiten (der Abbau der Staatsverschuldung) eine wichtige Voraussetzung für die Fähigkeit zum Abfedern von Schocks in Krisenzeiten. Die-

se Einsicht darf aber nicht zum Fehlschluss verleiten, auf das Abfedern von Schocks zu verzichten. Gerade Staaten, die über fiskalpolitischen Handlungsspielraum verfügen, sollten ihn nun entschieden nutzen, um das Wirtschaftswachstum durch Stimulierung öffentlicher Investitionen wieder in Gang zu bringen und auf diese Weise gerade einen Anstieg der Schuldenquote zu verhindern.

Literatur

- Barro, R. (2009), »Voodoo multipliers«, *Economist's Voice*, Februar.
- Congressional Budget Office (CBO), (2010), *Estimated Impact of the ARRA on Employment and Output*, Februar.
- Coenen, G. et. al. (2010), »Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models«, IMF Working Paper, März, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1073.pdf>.
- Cogan, J., T. Cwik, J. Taylor und V. Wieland (2009), »New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers«, NBER Working Paper Series No. 14782.
- Lippert, J.F. (2008), »Would Be Roiled as Chicago Disciples Rue Repudiation«, Bloomberg.Com, 23. Dezember 2008, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=a3GVhIHGyWRM&refer=home>.
- Illing, G. (2004), »Geldpolitik in den USA – Die Fed in der Zinsfalle?«, *ifo Schnelldienst* 57(6), 31–37.
- IMF (2009a), »The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009«, IMF Staff Position Note SPN/09/25, 3. November.
- IMF (2009), »Update on Fiscal Stimulus and Financial Sector Measures«, 26. April, <http://www.imf.org/external/np/fad/2009/042609.htm>.