

## Weltwirtschaftskrise 2009: Notwendige wirtschaftspolitische Schritte zur Überwindung einer Bilanzrezession

Markus Schreyer<sup>1</sup>

### Auf einen Blick

Die internationale Finanzkrise ist auf dem besten Wege, sich zu einer weltweiten Wirtschaftskrise zu entwickeln. Bei dem sich abzeichnenden schweren Abschwung handelt es sich nicht um eine gewöhnliche Rezession, sondern um eine Bilanzrezession. In dieser stößt eine expansive Geldpolitik schnell an ihre Grenzen. Nur eine nachhaltige Stabilisierung des Finanzsektors durch eine Entlastung der Bankbilanzen von Problemaktiva kann die Krise rasch überwinden. Komplementär dazu bedarf es einer möglichst international abgestimmten expansiven Fiskalpolitik, um den wirtschaftlichen Abschwungprozess zu durchbrechen.

Die internationale Finanzkrise, die mit dem Platzen der Spekulationsblase an den Hypotheken- und Kreditmärkten zunächst im Banken- und Finanzsektor zu Liquiditäts- und Solvenzproblemen geführt hat, scheint sich zur schwersten weltweiten Wirtschaftskrise seit der Großen Depression der 1930er Jahre zu entwickeln. Sinkende Vermögenswerte, hohe Abschreibungen und Eigenkapitalverluste haben in vielen Volkswirtschaften zu einer restriktiveren Kreditvergabe und einem Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Produktion und Güternachfrage geführt. Mit dem Wirtschaftsabschwung geht die Gefahr weiterer Kreditausfälle einher, was wiederum negative Rückwirkungen auf die Liquiditäts- und Solvenzsituation des Bankensektors nach sich ziehen und damit die Kreditversorgung und die Wirtschaftskrise weiter verschärfen kann. Vor dem Hintergrund der drohenden Abwärtsspirale mit der Gefahr stark steigender Unternehmenspleiten und Arbeitslosenzahlen kann von einer Reinigungskrise keine Rede mehr sein. Dies, aber auch der Rückblick und Vergleich mit früheren, mit Bankenkrisen einhergehenden Rezessionen zeigt, dass ein schnelles, massives und koordiniertes Handeln der Wirtschaftspolitik in allen Ländern notwendig ist, um die Dauer der Finanz- und Wirtschaftskrise möglichst kurz zu halten und einen Absturz in die Depression und Deflation zu verhindern.<sup>2</sup>

## Keine normale Rezession, sondern eine Bilanzrezession

Im Unterschied zu früheren „normalen“ Rezessionen handelt es sich beim gegenwärtigen Abschwung um eine Bilanzrezession. Diese ist dadurch gekennzeichnet, dass viele Marktteilnehmer – allen voran Banken und Finanzinstitute, aber auch Unternehmen und Haushalte – in vielen Staaten zeitgleich versuchen, den in den vergangenen Jahren infolge der exzessiven Kreditvergabe aufgebauten hohen Verschuldungsgrad zurückzuführen. Der Entschuldungs- bzw. Deleveraging-Prozess kann grundsätzlich auf drei Wegen erfolgen: (1) durch Einsammeln von neuem Eigenkapital, um so die Eigenkapital-Schulden-Relation zu verbessern, (2) durch den Verkauf von Vermögensaktiva und Nutzung der Einnahmen zur Schuldentilgung oder (3) durch Sparen, d.h. durch den Versuch, nicht das gesamte laufende Einkommen auszugeben und den Netto-Cash-Flow zum Schuldenabbau zu nutzen. Das Problem liegt allerdings darin, dass dieser Deleveraging-Prozess zwar für einige Wirtschaftsakteure zeitgleich funktionieren kann, nicht jedoch, wenn das gesamte Bankensystem oder der private Sektor als Ganzes diese Strategie verfolgt. Vielmehr kommt es dann infolge von positiven, d.h. sich selbst verstärkenden Feedback-Prozessen genau zum Gegenteil dessen, was ursprünglich intendiert war.<sup>3</sup>

Versuchen beispielsweise im Finanzsektor mehrere illiquide Banken oder Hedge Fonds, sich mit Notverkäufen („Fire-Sales“) von denselben Wertpapieren oder Aktien über Wasser zu halten, dann werden die Preise dieser Aktiva stark fallen und die Erträge aus den Verkäufen so niedrig ausfallen, dass im Endeffekt eine weitere Verschlechterung der Finanzvermögen-Schulden-Relation resultiert. Zudem müssen dann alle anderen Finanzinstitute ebenfalls ihre Vermögensaktiva zu den erzielten niedrigeren Preisen neu bewerten, was auch bei ihnen das Eigenkapital in den Bilanzen schmelzen lässt und so die nächste Runde an Abschreibungen und Notverkäufen erzwingt. Auch der Versuch, durch eine restriktivere Kreditvergabe die Eigenkapitalquote zu erhöhen, führt nicht zum Erfolg, da dann dem Rest der Wirtschaft die Finanzierungsmittel für Investitionen und Konsum fehlen, was den Wirtschaftsabschwung verlängert und vertieft und so zu weiteren Kreditausfällen und Abschreibungen führt.

Ähnlich verhält es sich im nicht-finanziellen Sektor. Falls eine große Zahl an Unternehmen zeit-

gleich versucht, weniger Geld auszugeben und mehr Güter zu verkaufen, um Kosten zu reduzieren und die Verschuldung zurückzuführen, dann werden im Endeffekt bei jedem einzelnen Unternehmen die Einnahmen sinken. Dies reduziert ihre Fähigkeit, ihre Schulden zu bedienen und die Bilanzbereinigung wird nicht gelingen. Der zunehmende Druck auf die Güterpreise kann im schlimmsten Fall sogar zu einer Schuldendeflation führen. Bei den Haushalten ergibt sich ein ähnliches Bild. In vielen Ländern, insbesondere in den USA, Großbritannien, Spanien und Irland, aber auch in einigen mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften haben die Haushalte in den vergangenen Jahren mit steigenden Immobilienpreisen gerechnet und daher im Vertrauen auf positive Vermögenseffekte immer weniger gespart. Mit dem Einbruch an den Vermögensmärkten müssen sie nun zwangsläufig ihre Sparquote erhöhen und den Verschuldungsgrad zurückführen. Der sinkende Konsum wirkt sich allerdings negativ auf die Wirtschafts- und Beschäftigungsentwicklung aus und schadet damit auch ihrer eigenen Einkommenssituation und Schuldentilgungsfähigkeit.

Letzteres betrifft insbesondere die US-amerikanischen Haushalte, die in den vergangenen Jahren die Rolle des „Consumer-of-last-resort“ übernommen und die Weltwirtschaft durch einen zunehmend kreditfinanzierten Konsumboom am Laufen gehalten haben. Da die US-Volkswirtschaft nun aber für längere Zeit als Konjunkturlokomotive ausfallen wird, werden gerade auch die traditionellen Überschussländer wie Deutschland, Japan, China und andere asiatische Schwellenländer sowie ihr traditionell exportorientiertes Wachstumsmodell von den rezessiven Entwicklungen in den USA und der Weltwirtschaft negativ betroffen sein. Mangels Abkopplung werden sich ihre Export- und Leistungsbilanzüberschüsse zwangsläufig reduzieren, wenn andere Defizitländer zunehmend sparen (müssen).

## Expansive Geldpolitik: notwendig, aber nicht hinreichend

Die Zentralbanken, allen voran in den USA und Großbritannien, mit einiger Verzögerung auch in Euroland, haben als erste schnell und substanziell auf das Platzen der Vermögenspreisblase und den systemischen Vertrauensverlust reagiert. In einer raschen Abfolge wurden die Zentralbankzinsen auf ein mittlerweile historisches Rekordniveau gesenkt. Durch Übernahme ihrer Funktion als „Lender-of-last-resort“ haben sie zudem vermehrt

längerfristige Liquidität in nahezu unbegrenzter Höhe einem immer größeren Kreis von Finanzmarktakteuren zur Verfügung gestellt und hierbei zunehmend auch schlechtere Sicherheiten akzeptiert. Die Liquidität wurde vom Bankensektor jedoch nicht in Form von zusätzlichen Krediten an den realen Sektor weitergereicht, und auch die Situation an den Geld- und Kapitalmärkten hat sich trotz leichter Entspannung immer noch nicht normalisiert.

Die Ursache für das bisher scheinbare Versagen der Geldpolitik liegt darin, dass sie mit ihren Instrumenten nur indirekt auf die Kreditvergabe der Banken wirken kann. Vor allem aber liegt das zentrale Problem nicht in einer mangelnden Liquidität, sondern am hohen Bestand an „toxischen“ Wertpapieren in den Bankbilanzen und dem damit zusammenhängenden hohen Kreditausfallrisiko. Letzteres kann mit Liquiditätspolitik nur schwer gelöst werden. Dies lähmt nicht nur den Handel am Interbankenmarkt, sondern die Abschreibungen auf die illiquiden Wertpapiere lässt auch das Eigenkapital der Banken immer weiter schrumpfen. Beides schränkt ihre Bereitschaft und Fähigkeit ein, Kredite an Unternehmen und Haushalte zu vergeben. Auch die von den Banken im Zuge des Deleveraging-Prozesses verfolgte Strategie der Bilanzverkürzung impliziert nichts anderes als eine geringere Kreditvergabe. Die Rezession verschärft zudem den Druck auf die Banken, weil nach Basel II bei konjunkturbedingt schlechterer Qualität der Vermögensaktiva mehr Eigenkapital zur Unterlegung erforderlich wird.

### **Dezentrale „Bad Banks“ zur Stabilisierung des Bankensektors**

Damit die Banken möglichst zügig wieder mehr Kredite an den realen Sektor vergeben – eine zentrale Voraussetzung für eine möglichst rasche Überwindung der Krise und eine Belebung der Wirtschaft – bedarf es einer nachhaltigen Stabilisierung des gesamten Banken- und Finanzsystems. Ohne staatliche Eingriffe würde sich dies frühestens dann einstellen, wenn der Preisverfall auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt zum Stillstand gekommen ist. Bis dahin ist es aber selbst dann ein langer Weg, wenn die US-Regierung den Hauseigentümern, deren Hypothekenschulden den Marktwert ihrer Immobilien übersteigen, finanziell massiv unter die Arme greift. So wünschenswert ein solches Vorgehen in den USA auch ist, so wichtig sind zusätzliche staatliche Maßnahmen in allen betroffenen

Ländern. Die bisher in Deutschland im Rahmen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes ergriffenen Maßnahmen wie staatliche Bürgschaften oder Eigenkapitalspritzen waren zwar richtig und wichtig, jedoch zugleich nicht ausreichend, um das zentrale Problem auf den Finanzmärkten – das große Volumen an mehr oder weniger „toxischen“ Wertpapieren auf der Aktivseite der Bankbilanzen – dauerhaft zu lösen. Da diese infolge der sinkenden US-Immobilienpreise immer weiter abgeschrieben werden müssen, erweisen sich die Banken trotz staatlicher Kapitalzuführungen bisher als Fass ohne Boden.

Solange die Bankbilanzen zumindest von den am stärksten risikobehafteten, strukturierten Wertpapieren, die viel Eigenkapital binden und dadurch das Neukreditgeschäft entsprechend stark einschränken, nicht entlastet sind, solange wird sich die Abwertungsspirale fortsetzen und damit die Finanzbranche nicht wieder vernünftig funktionieren. Solange aber die Finanzbranche nicht richtig funktioniert, solange ist jeder Kampf gegen die Krise in der Realwirtschaft ein Ritt gegen Windmühlen. Dies ist auch eine zentrale Lehre aus den Erfahrungen in Japan in den 1990er Jahren. Dort konnte nach dem Platzen der Immobilien- und Aktienmarktblase durch staatliche Stützung maroder Finanzinstitute und eine expansive Fiskalpolitik zwar Schlimmeres verhindert werden. Allerdings konnte die Fiskalpolitik im Zusammenspiel mit der Null-Zinspolitik der japanischen Zentralbank keinen Aufschwung erzwingen. Dies lag nicht nur an einer anfangs zu restriktiven Geldpolitik, sondern auch daran, dass die Banken zu lange auf faulen Krediten saßen und die Solvenzprobleme im Banken- und Finanzsektor nur zögerlich, nämlich erst 1999 und damit erst nach sieben Krisenjahren durch Gründung einer „Bad Bank“ gelöst wurden. Der Preis des zögerlichen wirtschaftspolitischen Handelns in Japan war eine mehr als ein Jahrzehnt andauernde, mit deflationären Tendenzen einhergehende wirtschaftliche Staginationsphase.<sup>4</sup>

Ohne staatliche Eingriffe und Unterstützungsmaßnahmen wird es also nicht gehen. Die Erfahrungen des Auslands in zurückliegenden Banken Krisen sprechen durchaus für die positiven Effekte der Bad-Bank-Lösung. Effizienz- und Verteilungsüberlegungen lassen zwar eine zentrale, staats-eigene „Bad Bank“ als wenig geeignet erscheinen, nicht jedoch viele kleine, dezentrale „Bad Banks“, ein Weg, der sich beispielsweise in Schweden Anfang der 1990er Jahre für die Gesamtwirtschaft

als effizient erwiesen hat. Je nach Ausgestaltung und Bedarf wird dabei die notwendige Rekapitalisierung der Banken den Staat nochmals viel Geld kosten. Daher sollte er sich im Gegenzug Aktien oder andere Eigentumstitel an den unterstützten Instituten sichern, um an späteren Kurssteigerungen und Gewinnausschüttungen der „Good Banks“ zu partizipieren und so den Steuerzahler vor drohenden Verlusten zu schützen. An einer zeitweiligen (Teil-)Verstaatlichung einzelner Institute wird daher kein Weg vorbeigehen, auch um die notwendige Restrukturierung des Bankensektors zügig vorantreiben zu können. Aber erst danach wird der Weg frei sein für die Durchbrechung der Abschreibungsspirale und eine Normalisierung im Bankensektor. Zugleich gewinnt man wertvolle Zeit, die für die Verwertung der mehr oder weniger „toxischen“ Wertpapiere notwendig sein wird. Daher sollte die Bad-Bank-Lösung – zusammen mit der Neugestaltung der globalen Finanzmarktarchitektur – möglichst schnell kommen und zugleich international abgestimmt sein, um Wettbewerbsverzerrungen und Subventionswettläufe zu verhindern.<sup>5</sup>

### Expansive Fiskalpolitik zur Durchbrechung der konjunkturellen Abwärtsspirale

So wie eine expansive Fiskalpolitik in einer Bilanzrezession ohne Entlastung der Banken ins Leere laufen würde, so würde auch die Entlastung der Banken ohne fiskalischen Impuls nicht nachhaltig sein, da den Banken infolge des weltweiten konjunkturellen Abschwungs weitere Belastungen in Gestalt weiter steigender Kreditausfälle und damit weitere Abschreibungen und Eigenkapitalverluste drohen. Ziel muss es daher sein, mit Hilfe einer expansiven Fiskalpolitik die private Güternachfrage möglichst schnell und zielgerichtet zu stützen sowie die Staatsnachfrage zu erhöhen, um die Abwärtsspirale aus weiteren Einkommens-, Produktions- und Beschäftigungseinbußen zu durchbrechen. Gemessen an der

sich abzeichnenden Schwere des weltweiten Wirtschaftsabschwungs werden weitere expansive Maßnahmen notwendig sein. Dies wird nicht ohne zusätzliche Verschuldung des Staates gehen. Wenn der private Sektor danach strebt bzw. gezwungen ist, seine Verschuldung abzubauen und daraus ein Konjunkturerinbruch resultiert, dann muss sich die Bilanz bzw. der Budgetsaldo des öffentlichen Sektors zwangsläufig in die entgegengesetzte Richtung entwickeln.<sup>6</sup>

Dies gilt auch und gerade für Überschussländer wie Deutschland, in denen es zwar keine Immobilienblase gegeben hat und die meisten Haushalte und Unternehmen nicht überschuldet sind, in denen aber die Wirtschaft durch den Wegfall der Exportnachfrage ebenfalls stark vom weltweiten Wirtschaftsabschwung betroffen sein wird. Dabei sollte auf eine möglichst effiziente Verwendung der kreditfinanzierten Staatsausgaben für Maßnahmen mit hohen Multiplikatoreffekten geachtet werden. Die Wirksamkeit der nationalen Fiskalpolitiken könnte noch deutlich erhöht werden, wenn sie stärker als bisher international koordiniert werden würden. Da in einer globalisierten Welt gerade die traditionellen Überschussländer von einem gemeinsamen Vorgehen profitieren würden, sollten diese hier die Führung übernehmen und deutlich machen, dass sie sich selbst nicht als Trittbrettfahrer auf die Exportnachfrage aus Drittstaaten verlassen und die eigene Binnenabsorption zum Abbau der globalen Ungleichgewichte stärken. Keinesfalls dürfen einzelne Länder versuchen, sich mittels einer „Beggart-thy-neighbour-Politik“ auf Kosten anderer Länder finanzpolitisch aus der Krise zu sparen. Auch Abwertungs- und Lohnsenkungswettläufe sowie protektionistische Maßnahmen werden die Krise keinesfalls lösen, sondern nur zu einer weiteren Eskalation beitragen und damit eine möglichst rasche Rückkehr der Weltwirtschaft auf einen stabilen Wachstumspfad weiter hinauszögern.

- 1 Der Autor ist Referent in der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn.
- 2 Vgl. Reinhart, C.M. und Rogoff, K.S. (2009), The Aftermath of Financial Crisis, NBER Working Paper, No. 14656; Claessens, S., Kose, M.A. und Terrones, M.E. (2008), What Happens During Recessions, Crunches and Busts?, IMF Working Paper, WP/08/274.
- 3 Vgl. Leijonhufvud, A. (2008), Keynes and the Crisis, CEPR Policy Insight, No. 23; Leijonhufvud, A. (2009), Two Systemic Problems, CEPR Policy Insight, No. 29.
- 4 Vgl. Koo, R.C. (2003), Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications; Koo, R.C. (2008), The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons of Japan's Great Recession.
- 5 Vgl. Joebges, H. und Krieger, A. (2009), Bad Bank, Ausgleichsforderungen und Kreditversicherungen: Wie kann der Staat Banken effizient stabilisieren?, IMK Policy Brief, Februar; Schäfer, D. und Zimmermann, K.F. (2009), Bad Bank: Staat soll toxische Papiere zum Null-Wert übernehmen, in: DIW-Wochenbericht, Nr. 13, S. 198–206.
- 6 Vgl. Spilimbergo, A., Symansky, S., Blanchard, O. und Cottarelli, C. (2008), Fiscal Policy for the Crisis, IMF Staff Position Note, SPN/08/01; Blanchard, O. (2008), The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies, MIT Department of Economics Working Paper Series, 09–01.