

# Auswege aus der Finanzkrise: Rettung mit Risiken

Michael Best, Charta Marktplatz, 6. Mai 2009

Die Welt steht vor der Herausforderung, eine große Depression wie in den Dreißiger Jahren des 20. Jahrhunderts abzuwenden. Staaten und Notenbanken sind gefordert. Die Staaten bewegen sich dabei auf Messers Schneide, sie strapazieren ihre eigene Kraft, ihren eigenen Kredit aufs Äußerste. Die Notenbanken löschen Feuer mit Feuer, setzen billiges Geld ein gegen eine aus leichtem Kredit geborene Krise. Ich möchte diese vielfältigen Bemühungen Revue passieren lassen und in ihrer Wirksamkeit bewerten. Ich möchte Ihnen eine Prognose geben, ob die Rettung gelingen kann und welche Langzeitr Risiken sie aufwirft.

Finanzminister und Notenbanken haben ihre Rollen als Retter des Weltfinanzsystems und der Weltwirtschaft nicht proben können. Kaum war die Krise ausgebrochen, mussten sie neues, unsicheres Terrain betreten. Bereits die erste Schockwelle im Sommer 2007 brachte die Finanzmärkte an den Rand des Zusammenbruchs. Vom amerikanischen Immobilienmarkt ausgehende Erschütterungen fanden überall da Resonanz, wo man sich allzu sorglos in das Abenteuer Amerika gestürzt hatte.

Viele europäische Geldinstitute, staatliche und private, hatten außerhalb der Bilanz getarnte Portfolios mit Wertpapieren angelegt, die auf amerikanischen Hypothekendarlehen basierten. Da nicht bekannt war, wer wie viel davon besaß, und da der Marktwert der Papiere rapide verfiel, waren Banken nicht mehr bereit, anderen Banken Geld zu leihen, noch nicht einmal kurzfristig. Als Liquiditätskrise begann die Finanzkrise im Sommer 2007. Deshalb waren als erste die Zentralbanken gefordert. Am 9. August 2007, einem Donnerstag, griffen die europäische und die amerikanische Zentralbank erstmals zur Geldspritze, in der Hoffnung die hypernervösen Marktteilnehmer beruhigen zu können.

Mit beklemmender Regelmäßigkeit hat sich das wiederholt. Immer wieder haben sie ihre Geldspritzen in letzter Not verabreicht und den Kollaps des Finanzsystems gerade noch abwenden können. Dabei verfolgten die Notenbanken der führenden Wirtschaftsmächte unterschiedliche Strategien. Während die amerikanische Fed bereits im September 2007 damit begann, ihren Leitzins zu senken, hielt die EZB bis weit ins Jahr 2008 hinein ihre Zinsen hoch. Erst am 8. Oktober 2008, drei Wochen nach der Lehman-Pleite, kapitulierten Europas Währungshüter. Die schlagartige Abkühlung der überhitzten Rohstoffpreise und der daraufhin nachlassende Inflationsdruck machten den Weg frei. Jetzt folgten EZB-Präsident Trichet und Bundesbankpräsident Weber ihren Kollegen in den USA, England und der Schweiz die Zinstreppe hinab.

Im Zentrum des Sturms stand das Federal Reserve System, die amerikanische Notenbank. An der Spitze der Fed, wie sie in amerikanischer Kürze genannt wird, herrscht Ben Bernanke, ein

Wirtschaftsprofessor, der sich einen Namen gemacht hatte durch die Erforschung der großen Depression. Er hat Gelegenheit erhalten, sein Wissen anzuwenden. Unter seinem Vorsitz senkte der Offenmarktausschuss der Fed den amerikanischen Leitzins Mitte Dezember 2008 auf einen Zielkorridor von 0,0 bis 0,25 Prozent. Da liegt er seither und bewegt sich nicht mehr. Nullzinspolitik, so weit war selbst Alan Greenspan nie gegangen. Aber damit nicht genug. Die Fed setzt nicht nur den Zins als Waffe ein. Schon Tage nach dem Lehman-Konkurs hat die Fed damit begonnen, kurz laufende Commercial Papers, Schuldverschreibungen amerikanischer Unternehmen, aufzukaufen. Das Volumen dieser „Commercial Paper Funding Facility“ (CPFF) schwoll an bis auf 350 Milliarden Dollar zum Jahresende 2008. Damit war die Notenbank zu einem der wichtigsten kurzfristigen Geldgeber der amerikanischen Wirtschaft geworden – unter Umgehung des Bankensystems. Es folgte ein Programm für den Ankauf von forderungsbesicherten Wertpapieren, unter dem Namen „Term Asset-Backed Securities Loan Facility“. Akzeptiert werden Studentenkredite, Autofinanzierungen, Kreditkartenschulden und Mittelstandsdarlehn. An den Banken vorbei will die Notenbank direkt die Neuvergabe von Darlehn ankurbeln. Die Notenbank selbst nimmt damit Aufgaben wahr, die in normalen Zeiten den Geschäftsbanken obliegen. Seit März kauft die Fed zudem verbriefte Hypothekenkredite an. Das Programm zielt darauf, die Zinsen für 30-jährige Hypothekenkredite runterzuschleusen. Das gelang. Von 6,5 Prozent im Sommer 2008 ist der Zins für 30-jährige Hypotheken auf 5 Prozent gefallen. Seit fast 40 Jahren war es in den USA nicht mehr so billig ein Haus zu finanzieren – falls man es sich noch leisten kann. „Credit Easing“, Kreditlockerung, nennt Bernanke diese von ihm entworfene Notenbankpolitik.

Bei all dem muss man unterscheiden zwischen den angekündigten Volumina der diversen Interventionen und deren tatsächlicher Umsetzung, bevor man angesichts der astronomischen Summen in Angst und Schrecken fällt. Manche Programme haben ihre größte Ausdehnung längst hinter sich, weil bereitgestellte Mittel zurückgeflossen sind, andere erreichten bei weitem nicht die in Aussicht gestellten Höchstgrenzen. Offenbar ist die Fed sehr darauf bedacht, sich jederzeit Spielräume zu bewahren. So erreichte zum Beispiel die bereits erwähnte „Commercial Paper Funding Facility“ (CPFF) zum Jahresende 2008 ihren Höchstwert, mit 350 Milliarden Dollar. In der jüngsten Fed Bilanz, am 30. April veröffentlicht, ist nachzulesen, das der Bestand an Commercial Papers bereits wieder auf 220 Milliarden Dollar abgeschmolzen ist. Das Bilanzvolumen der Fed hat im November 2008 die zwei Billionen Marke überschritten. Seither pendelt es auf hohem Niveau ohne sich beständig weiter aufzublähen. 2,05 Billionen sind es Ende April.

Schauen wir auf die EZB: Zwar hat sie sich im Herbst 2008 beeilt, von ihrem hohen Leitzins herunterzukommen, aber sie vermeidet es als einzige der großen Notenbanken, ihre Zinsen gegen Null zu bewegen und vermeidet es Anleihen von Unternehmen oder Staaten anzukaufen. Aber auch das, was die EZB sich einfallen ließ, war zumindest ein wenig unkonventionell. So akzeptiert sie bei ihren Leihgeschäften auch Asset Backed Securities als Sicherheit. Das erleichtert die Refinanzierung für die Banken erheblich. Im Jahresbericht 2008

offenbart die EZB, dass Asset-Backed Securities mit 28 Prozent auf Platz eins der hinterlegten Sicherheiten gerückt sind, noch vor Staatsanleihen.

Einen weiteren unkonventionellen Schritt gingen Europas Währungshüter im November 2008. Sie gaben die bis dahin übliche Versteigerung begrenzter Mengen an Zentralbankgeld auf. Die Geschäftsbanken hatten sich regelmäßig einen Bieterwettstreit geliefert, so dass der tatsächlich gezahlte Notenbankzins auf dem Höhepunkt der Geldmarktkrise Ende September/Anfang Oktober 2008 bis nah an fünf Prozent gestiegen war. Im November wechselte die EZB ihre Strategie, sie gab einen festen Zinssatz vor und ließ die Menge variieren. Die Banken erhalten seither zum festen Leitzins so viel Liquidität, wie sie haben wollen. Begrenzend wirkt nur die Verfügbarkeit von Sicherheiten. Den Leitzins selbst wird die EZB morgen aller Voraussicht nach auf 1 Prozent senken - so die Erwartung der Märkte. Das sind für ihre Verhältnisse extrem niedrige Zinsen, aber keine Nullzinsen wie anderswo. Ich rechne auch damit, dass sie ihre Leihgeschäfte für Liquidität morgen auf Zeiträume von bis zu 12 Monaten auszudehnen wird, um noch stärker Einfluss zu nehmen auf die langfristigen Zinsen. Die Geldmarktzinsen im 3-Monats-Bereich sind bereits auf historische Tiefststände gefallen.

Die Zwischenbilanz der Notenbanken als Retter in der Finanzkrise zeugt von Macht und Ohnmacht. Sie konnten das Schlimmste verhindern, den Herzstillstand des Finanzsystems, aber das Übergreifen der Finanzkrise auf Handel, Investitionen und Beschäftigung konnten sie nicht abwenden.

Im Herbst 2008 wurde deutlich, dass die Notenbanken zwar Feuerwehr spielen können, dass aber jemand kommen muss, um den Schutt wegzuräumen und um das Haus neu aufzubauen. Die Staaten waren gefordert etwas zu tun, was die Bevölkerung ganz und gar nicht mochte. Sie mussten Banken retten. Und Konjunkturprogramme auflegen.

Selbst nach dem Desaster, das der Zusammenbruch von Lehman Brothers an der Wall Street auslöste, war es im Oktober 2008 keineswegs einfach, ein Programm zur Rettung der Banken durch den amerikanischen Kongress zu bekommen. Schon damals war die Wut der Bevölkerung groß auf die gierigen Banker, die nun auch noch vom Staat rausgepaukt werden sollten. Erst im zweiten Anlauf und nach einigen Zugeständnissen gelang es Hank Paulson, dem damaligen Finanzminister, das „Troubled Asset Relief Programm“, durch beide Häuser des Kongress zu bringen. 700 Milliarden Dollar stehen seither zur Verfügung, um Amerikas Banken mit frischem Kapital zu versorgen und um sie von ihren faulen Wertpapieren zu befreien. 380 Milliarden Dollar verbrauchte die Bush-Administration, um der nachfolgenden Regierung so etwas wie ein Bankensystem zu hinterlassen, nicht wirklich funktionsfähig aber auch nicht vollends zusammengebrochen.

Drei Institute waren die Hauptempfänger der Hilfgelder: Die Citigroup erhielt 50 Milliarden Dollar; die Bank of America wurde zur Rettung der Investmentbank Merrill Lynch gezwungen

und dafür mit 45 Milliarden Dollar belohnt; die Versicherung AIG benötigte zunächst 40 Milliarden Dollar, dann wurden ihr weitere 30 Milliarden in Aussicht gestellt. Auch Banken die nicht wollten, wurden gedrängt oder überredet, Hilfgelder anzunehmen. Die beiden Großbanken JPMorgan Chase und Wells Fargo mussten jeweils 25 Milliarden Dollar Staatsbeteiligung annehmen, die beiden einzigen überlebenden Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley jeweils 10 Milliarden Dollar. Der Staat hält seine Beteiligungen in Form von Vorzugsaktien, mit Anspruch auf eine feste Verzinsung.

Bereits Ende März 2009 haben erste kleine Banken von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, das vom Finanzministerium angenommene Eigenkapital wieder zu tilgen. Sie fühlten sich durch Mitte Februar vom US-Kongress nachgeschobene Regelungen eingeengt, die es Banken unter dem Rettungsschirm unter anderem untersagen, freie Stellen mit Nicht-Amerikanern zu besetzen. Diese Regelungen schränken auch die Vergütung ein. Auch Goldman Sachs strebt zurück in die Freiheit. Goldman Sachs möchte sich von allen Einschränkungen befreien, bei der Auswahl der Mitarbeiter nicht länger auf den Pass achten müssen und bei deren Bezahlung nicht auf die öffentliche Meinung. Bezahlung ist bei Goldman Sachs ein besonders pikantes Thema. Im Geschäftsjahr 2007/2008 hatten bei Goldman 953 Mitarbeiter mehr als eine Millionen Dollar verdient. Im ersten Quartal 2009 hat Goldman für Gehaltszahlungen an seine Mitarbeiter pro Kopf 168.900 Dollar zurückgestellt. Bei gleichbleibender Ertragslage würde sich ein durchschnittliches Jahresgehalt von 675.000 Dollar ergeben. Aber noch ist Finanzminister Geithner nicht bereit, die 10 Milliarden Staatsgeld zurückzunehmen und Goldman wieder freie Hand zu lassen.

Ganz anders die Situation der Citigroup. Nur die gelockerten und in Teilen absurden amerikanischen Bilanzierungsrichtlinien haben es der Citigroup erlaubt, für das erste Quartal 2009 einen Gewinn auszuweisen. Unter anderem hat die Citigroup ihr Ergebnis schön gerechnet, indem sie eigene Schuldtitel zu aktuellen Marktpreisen bilanzierte. So konnte sie ihre Verbindlichkeiten in der Bilanz reduzieren. Ein Vorgehen, das nur dann legitim gewesen wäre, wenn die Bank ihre im Kurs gefallenen Schuldtitel tatsächlich hätte vom Markt zurückkaufen können. Kann sie aber nicht. So hat sie eine weitere Zeitbombe in ihr Zahlenwerk eingebaut. Im übrigen reichte der zusammengemogelte Gewinn noch nicht einmal aus, die Vorzugsaktien des Finanzministers zu bedienen. Diese Form der Rettungsfinanzierung erweist als zu teuer für die Citigroup.

Mit Spannung erwartet wird die Veröffentlichung der Stress Tests für die Banken – die Überprüfung ihrer Stabilität in einer simulierten Verschärfung der Krise. Die Veröffentlichung ist verschoben auf diesen Donnerstag nach Börsenschluss an der Wall Street. Ihr Ergebnis dürfte sein, dass sowohl die Citigroup als auch die Bank of America und einige weitere Institute mehr haftendes Eigenkapital benötigen. Eine Frist von sechs Monaten soll ihnen eingeräumt werden, das Kapital mit Hilfe privater Investoren aufzubringen. Der Staat möchte nach Möglichkeit seine Beteiligungen nicht aufstocken und seine Vorzugsaktien nicht in Stammaktien umwandeln.

Im Ergebnis droht sich das Bankensystem zu spalten. Auf der einen Seite staatsunabhängige Gewinner, auf der anderen Seite Loser mit Staatsbeteiligung. Die Konstellation in Deutschland ist kaum anders. Die Rolle des Gewinners spielt die Deutsche Bank, stolz, stets ein wenig hochnäsiger. Die Rolle des Hilfeempfängers spielt die um den Ballast der Dresdner Bank angereicherte Commerzbank. Josef Ackermann, der Chef der Deutschen Bank, ist gescholten worden, als er sich brüstete, seine Bank habe keinen staatlichen Rettungsschirm nötig. Andere hat er damit indirekt stigmatisiert. Andererseits kann die Bundesregierung froh sein, dass ihr nicht auch noch die Deutsche Bank vor die Füße gefallen ist. An der Commerzbank wird der deutsche Staat, wenn die Hauptversammlung Mitte Mai zustimmt, mit 18,2 Milliarden Euro beteiligt sein. 1,8 Milliarden in Aktien, der Bund wird damit 25 Prozent des Grundkapitals halten. 16,4 Milliarden in Form einer stillen Einlage, die vereinbarte Verzinsung liegt bei rund 9 Prozent. Knapp 1,5 Milliarden muss die Commerzbank Jahr für Jahr verdienen, um allein diese stille Einlage zu bedienen, durch steuerliche Effekte wird diese Belastung etwas gemildert. Wie die Bank in den Armen eines derart gierigen Retters die stille Einlage in absehbarer Zeit zurückzahlen kann, bleibt für mich ein Rätsel.

Düster ist das Kapitel Hypo Real Estate. Nur Garantien des Bundes konnten andere Banken dazu bewegen, die HRE wieder mit Liquidität auszustatten. Auf rund 90 Milliarden Euro belaufen sich die Garantien. Um die Risiken kontrolliert abwickeln zu können, will der Bund die Bank so schnell wie möglich in seinen Besitz bringen. Das wird voraussichtlich auf der Hauptversammlung am 2. Juni mittels einer Kapitalerhöhung und einem anschließenden Squeeze Out der verbliebenen freien Aktionäre gelingen.

Das Schreckenskapitel des deutschen Bankwesens aber schreiben die Landesbanken, nicht alle aber die meisten. Weil sie im Inland nicht genügend Erträge erwirtschaften konnten, stiegen sie mit dem Segen ihrer Aufsichtsorgane ein in das sogenannte „Kreditersatzgeschäft“. Zu diesem Zweck gründeten sie in Irland oder anderen Steuerparadiesen Schattenbanken - außerhalb der heimischen Bilanz. Diese getarnten Investmentvehikel erwarben strukturierte Anleihen, in denen sich mit Vorliebe amerikanische Hypothekenkredite verbargen. Finanziert wurde das mittels kurzfristiger Bankschuldverschreibungen, die auf Grund ihrer kurzen Laufzeiten regelmäßig erneuert werden mussten. Über einige Jahre warf dieses Geschäft gute Erträge ab, die Finanzminister der begünstigten Bundesländer haben die Ausschüttungen gerne vereinnahmt. Dass diese Geschäfte Risiken beinhalteten, hat nicht interessiert in den Aufsichtsgremien. Das Volumen des aufgetürmten Kreditersatzgeschäfts überstieg bei weitem die Risikotragfähigkeit der Institute. Besonders krass war das Missverhältnis bei der Sachsen LB, bei der HSH Nordbank, bei der Bayern LB und bei der West LB. Aber auch die LBBW hat sich übernommen. Die Bundesländer mussten Milliarden nachschießen, um ihre Staatsbanken mit frischem Eigenkapital zu polstern. Die Sparkassen seilten sich ab, im Norden wie in Bayern, sie weigerten sich bei der Kapitalerhöhung mitzuziehen. Inzwischen wird diskutiert, ob die Gründung einer Bad Bank die Neuordnung der Landesbanken beschleunigen kann. Finanzminister Steinbrück versucht, diesen Hebel anzusetzen.

Die Idee für eine Bad Bank war schon 2007 aufgekommen. Der Grundgedanke: Würde man die Banken von dem giftigen Finanzmüll befreien, den sie in ihren Bilanzen und in Schattenbanken verbargen, müsste das Vertrauen im Bankensystem und ins Bankensystem zurückkehren. Aber sollte der Staat den Müll entsorgen? Politisch war das überhaupt nicht zu vermitteln. Staaten könnten toxische Wertpapiere allenfalls dann erwerben, wenn die Finanzminister den Steuerzahlern nachweisen können, dass der Erwerb weit unter den bilanzierten Restwerten erfolgt, dass Verluste mit höchster Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen sind. Das aber würde die Banken nicht entlasten. Sie müssten die Papiere beim Verkauf dramatisch abschreiben, manche wären sofort pleite. Die Sache scheiterte am Preis. So blieben die toxischen Papiere in den Bankbilanzen, nicht nur in Deutschland.

Neue Pläne gibt es in den USA – sehr amerikanisch. Die „toxic assets“ sollen von privaten Investoren ersteigert werden - mit Hilfe des Staates. Spezielle Investmentfonds sollen dafür entstehen, mit privatem Geld und staatlichem Geld, mit geteilten Verlustrisiken und geteilter Gewinnchance. Investment-Roulette auf amerikanisch. Eine Vielzahl von Investmentfonds steht für das Programm Schlange, aber die Umsetzung ist noch in der Schwebe. Sie kann noch immer an der Preisfindung für die toxischen Assets scheitern.

Was hat die Bankenrettung bislang bewirkt? Sie war ja kein Selbstzweck. Die entscheidende Frage ist, ob eine Kreditklemme eingetreten ist, oder ob sie vermieden werden konnte? Je nach Sichtweise, je nach Interessenlage gibt es darauf sehr unterschiedliche Antworten. Tatsächlich ist der Kreditstrom in Deutschland zu keinem Zeitpunkt versiegt, aber die Schleusenwärter haben neue Instruktionen erhalten. Es ist auch kein Wunder, dass Banken zögerlich wurden. Wer will schon Unternehmen Geld vorstrecken in eine Rezession hinein? Wer will schon Gebäude beleihen, in einem fallenden Immobilienmarkt? Die Öffentlichkeit verlangt Widersprüchliches von den Banken. Sie sollen ihr leichtsinniges Risikogebaren korrigieren und doch Unternehmen mit Kredit durch die Krise helfen.

Die April-Umfrage der Bundesbank zeichnet ein ernüchterndes Bild. Die Standards für Unternehmenskredite über alle Unternehmenstypen und Fristen wurden verschärft, die Margen kräftig ausgeweitet. Auch bei Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten beobachtet die Bundesbank eine Verschärfung der Kreditprüfungen und eine Ausweitung der Zinsspanne. Dieses Verhalten der Banken ist typisch für eine Rezession. Sie wollen verhindern, dass ihre Kreditausfälle in die Höhe schießen. Deshalb verweigern sie Kredite überall da, wo ihnen der Kreditnehmer nicht ausreichend Sicherheiten bieten kann. Gleichzeitig versuchen sie über höhere Margen ihre Einnahmen aus dem Kreditgeschäft zu steigern und so einen Puffer für Kreditausfälle zu bilden.

Erschwerend kommt hinzu, dass die deutsche Wirtschaft weniger unter eigenen Kreditproblemen zu Hause leidet, sondern viel mehr unter den Kreditproblemen ihrer Kunden in aller Welt. Der Verband Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) berichtet, dass der dramatische Einbruch der Auslandsaufträge vor allem durch ausfallende Finanzierungsmöglichkeiten bedingt

sei. Der Internationale Währungsfonds kommt in seinem jüngsten „World Economic Outlook“ zu dem Ergebnis, dass wichtige globale Übertragungsmechanismen gestört seien. Weil Banken aus den Industrieländern ihre Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften eingeschränkt oder eingestellt hätten, seien diese nicht mehr in der Lage, gewünschte Güter aus den Industrieländern zu bezahlen.

Das Fazit: Kredit ist verknappt, aber Kredit ist nicht versiegt. Das Kernproblem deutscher Unternehmen ist aber die Rezession selbst, ein Einbruch der Absatzmärkte, wie ihn selbst die dienstältesten Unternehmensinhaber und Vorstände Zeit ihres Berufslebens noch nicht erlebt haben. Deshalb sind Konjunkturprogramme notwendig, ergänzend zur Bankenrettung als zweite Säule der staatlichen Rettungsprogramme.

Am markantesten macht sich in Deutschland die Abwrackprämie bemerkbar, sie löst Schlussverkaufsstimmung aus. Die Neuzulassungen stiegen im März um 40 Prozent, in Großbritannien, wo es keinen staatlichen Autobonus gab, fielen sie um 30 Prozent. Die verrückte Idee der Deutschen macht inzwischen Schule. Die Nachrichtenagentur Reuters meldet gestern: „US-Präsident Obama hat sich mit führenden Demokraten auf eine Abwrackprämie verständigt. Mit „Cash for Clunkers“ sollen die US-Bürger ermutigt werden, neue, umweltverträgliche Autos als Ersatz für alte Wagen mit einem vergleichsweise hohen Verbrauch zu kaufen.“ „Clunkers“ übersetzt mein Wörterbuch mit „Schrottkarre“, „Schrottmühle“, „Rostlaube“ oder „Klapperkiste“.

Aber in Deutschland bleibt die Abwrackprämie weit und breit die einzige Maßnahme, um der Rezession schnell entgegenzusteuern. Was da jetzt im April beim Kindergeld extra ausgezahlt wurde sind Peanuts. Die staatlichen Ausgabenprogramme für Schulen, für Infrastruktur werden erst 2010 wirksam. Den von der Rezession am stärksten gebeutelten Exportindustrien nützen sie nicht im Geringsten. Sie sind einseitig auf die Bauindustrie ausgerichtet. Ein künstlicher Strukturwandel der Wirtschaft wird angezettelt, der Staat lenkt die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage in andere als die gewohnten Bahnen. Sinnvoller und schneller wirksam wären Steuersenkungen gewesen. Aber zu ausgeprägt war die Angst des Finanzministers, dass das Geld auf den Sparkonten landet, statt ausgegeben zu werden. Außerdem bedeuten Steuersenkungen Kontrollverlust, Ausgabenprogramme dagegen beglücken die Bürokratie. Die Steuersenkungen im Konjunkturprogramm kompensieren sie noch nicht einmal die Auswirkungen der kalten Progression, die Teile der vorangegangenen Lohnerhöhungen weggefressen hat.

Glücklicherweise gibt es durch das deutsche Sozialsystem sogenannte automatische Stabilisatoren, sie wirken antizyklisch ohne dass dafür Gesetze geändert werden müssen. Tatsächlich stützt der Staatssektor die deutsche Konjunktur durch die automatischen Stabilisatoren in viel stärkerem Maße als durch seine schnell zusammengezimmerten Programme. Wenn ein Staat in der Rezession auf die Erhöhung von Steuern und die Kürzung

von Sozialleistungen verzichtet, dadurch die Ausweitung seines Staatsdefizits in Kauf nimmt, ist das sein wichtigster Beitrag zur Überwindung der Rezession.

Aber schauen wir auf die Vereinigten Staaten. Von dort ist die Infektion ausgegangen. Um zu konsumieren haben sich die amerikanischen Verbraucher bis zum Jahr 2008 mit 2,6 Billionen Dollar bei Banken und Kreditkartenfirmen verschuldet. Um Häuser zu kaufen haben sie 11 Billionen Dollar an Hypothekenschulden aufgenommen, deren Gegenwert schwindet. Gespart haben die amerikanischen Privathaushalte fast gar nicht mehr, die Sparquote lag 2008 nahe null Prozent. Aber inzwischen reagieren sie. Jüngste Daten zeigen eine Sparquote von fast fünf Prozent. Amerikanische Ökonomen rechnen damit, dass die amerikanische Sparquote vom Schuldenschock getrieben bald wieder Richtung 10 Prozent ansteigen wird, so hoch hatte sie zuletzt Mitte der Achtziger Jahre gelegen. Schön und gut und absolut notwendig für die nachhaltige Gesundung des amerikanischen Wirtschaftsmodells. Was aber bedeutet das für die Wirksamkeit von Konjunkturprogrammen? Steuererleichterungen werden sicherlich in Teilen zur Erhöhung der Sparquote verwandt.

Ich will Paul Krugman zitieren, den Nobelpreisträger: „Wenn das Volk kein Geld ausgeben kann, dann sollte es die Regierung tun. Wenn die Regierung beschließt, einen zweiten Tunnel unter dem Hudson River zu bauen, dann hat man sofort eine Menge Arbeitsplätze geschaffen. Man hat den Beton gekauft und den Stahl; man hat Nachfrage geschaffen. Auf diese Weise wird jeder Dollar, der als nationale Schuldenlast verzeichnet ist, zu einem Dollar an nationaler Wirtschaftsleistung - wahrscheinlich sogar noch mehr. Die meisten Schätzungen gehen davon aus, dass ein Dollar, der von der Regierung ausgegeben wird mindestens 1,50 Dollar des Bruttoinlandsproduktes generiert.“ Krugman vertraut auf den sogenannten „Multiplikatoreffekt“, die Theorie geht auf Keynes zurück. Keynes hatte in seiner „General Theory“ Multiplikatoren zwischen Investitionen, Ersparnis und Konsum untersucht. Er kam zu dem Ergebnis, dass staatliche Investitionsprogramme dann besonders wirksam seien, wenn die Arbeitslosigkeit hoch und die Bevölkerung relativ arm sei. Durch Staatsausgaben generierte Einkommen würden dann überwiegend in den Konsum fließen und so die Beschäftigung erhöhen. Passt das auf die Situation heute in den USA? Durchaus. Mehrere Millionen Menschen haben in den USA seit Ausbruch der Krise ihre Arbeit verloren. Wenn es der US-Regierung gelänge, einen Teil der Arbeitslosen mittels staatlicher Infrastrukturprojekte wieder in Lohn und Brot zu bringen, würde das deren Konsum wiederbeleben. Selbst Ökonomen, die der keynesianischen Schule mit Skepsis begegnen, räumen ein, dass sich die USA in einer „keynesianischen Situation“ befinden, in der ein Konjunkturprogramm - anders als im Japan der Neunziger und im Europa der Siebziger Jahre - nicht wirkungslos verpuffen würde.

Letztlich kommt es darauf an, in welcher wirtschaftshistorischen Lage Regierungen ein Konjunkturprogramm auflegen, was es beinhaltet und wie es von den Bürgern aufgenommen wird. Es kann neue Zuversicht verbreiten, wenn der Eindruck vorherrscht, dass das Wirtschaftsleben mit dem staatlichen Impuls wieder in Gang kommt. Dominiert dagegen die

Angst vor künftig steigenden Steuern, werden die Erwartungen eher verschlechtert als verbessert, der private Konsum leidet, auch die privaten Investitionen.

In den USA ist die Bevölkerung durchaus vom Nutzen staatlicher Investitionen überzeugt, zu lange hat der Staat seine Aufgaben vernachlässigt, vieles liegt im Argen. In Europa, vor allem in Deutschland, ist die Situation anders. Sicherlich könnten eine ganze Reihe deutscher Schulen eine gründliche Renovierung vertragen, aber insgesamt hat Deutschland im Gegensatz zu den USA eine intakte Infrastruktur, so dass sich ausgedehnte staatliche Investitionsprogramme eigentlich erübrigt hätten. Selbst energetische Sanierung, die jetzt überall großgeschrieben wird, ist eine Aufgabe, die man besser kontinuierlich angegangen wäre. Zu viele auf die Schnelle vergebene gleichartige Aufträge führen nur zu Preiserhöhungen, sei es nur bei den für Wärmedämmung benötigten Materialien. Der plötzliche Geldsegen von 13,3 Milliarden Euro, den der Bund über 12.000 Städte und Gemeinden ausschüttet, führt bei vielen Stadtvätern zu Ratlosigkeit, oder zu haltloser Spendierfreude. Aufwändig werden die Stadien erfolgloser Fußballklubs aus der vierten Liga renoviert, in Bayern wird eine Bobbahn generalüberholt, in Brandenburg eine Regattastrecke ausgebaggert. Alles zur Rettung der Weltwirtschaft.

Die Bürger hätten das viele Geld sinnvoller ausgeben können, hätte man ihnen die Steuern gesenkt. Deutschland hat einen Nachholbedarf beim privaten Konsum. Die Chance ihn entscheidend zu beleben wurde verschenkt. Das Konjunkturprogramm der Regierung Merkel mag in seinem Volumen angemessen dosiert sein, seine zersplitterte Struktur überzeugt nicht, sein Timing auch nicht.

Aber bei aller Kritik am deutschen Konjunkturprogramm – es gibt eines und es gibt anderswo Konjunkturprogramme. Haben Regierungen und Notenbanken, mit dem was sie tun, genug getan und haben sie das Richtige getan, um eine große Depression abzuwenden?

Der erste Fehler lag in den Dreißiger Jahren des vergangenen Jahrhunderts im Versuch der Notenbanken, die Goldwährung zu verteidigen. Um Goldabflüsse zu vermeiden, erhöhten sie die Zinsen, im Wettstreit miteinander. Eine Katastrophe angesichts zusammenbrechender Investitions- und Konsumneigung. Diesen Fehler haben die Währungshüter nicht wiederholt. Die reichliche Liquiditätszufuhr mildert die Krise ab und wird die Erholung erleichtern. Die Finanzmärkte, an denen die Krise begonnen hat, beginnen sich zu entkrampfen.

Der zweite Fehler lag damals darin, Banken unkontrolliert in die Pleite rutschen zu lassen, den Unternehmen dadurch die Kreditgeber zu entziehen. Dies wiederholte sich 2008 beim Bankrott von Lehman Brothers, seither aber haben die Staaten den Bestand systemisch wichtiger Banken garantiert und damit begonnen, deren Eigenkapital wiederherzustellen. Der Fehler ist korrigiert.

Der dritte Fehler bestand darin, auf wegbrechende Steuereinnahmen mit Budgetkürzungen zu reagieren, um die Staatshaushalte im Lot zu halten. Das geschieht heute zwar in einigen

finanzschwachen Ländern wie Lettland, Ungarn oder Irland, nicht aber bei den großen Wirtschaftsmächten. Sie lassen automatische Stabilisatoren wirken und ergänzen sie durch Konjunkturprogramme. Auch wenn deren Zielgenauigkeit und Durchschlagskraft zu wünschen übrig lassen, werden von ihnen Impulse ausgehen.

Der vierte Fehler bestand damals darin, dass es an Instrumenten fehlte, Arbeiter und Angestellte in Beschäftigung zu halten und dass Arbeitslose nahezu keine finanzielle Unterstützung erhielten. Als Konsumenten waren sie vollständig ausgefallen. Außerdem hat diese krasse Inhumanität politische Systeme destabilisiert. Dieser Fehler wiederholt sich in Europa oder in Japan nicht. In den USA, auch in China schaut es nicht ganz so gut aus, die Sozialsysteme sind lückenhaft. Aber in der heutigen Welt gibt es keinen mit den Dreißiger Jahren vergleichbaren Mangel an sozialer Sicherheit.

Der fünfte, in seiner Bedeutung nicht zu unterschätzende Fehler, waren die protektionistischen Abschottungszölle, die die Handelsmächte in den Dreißiger Jahren erhoben. Viele Staaten versuchten damals, ihre Arbeitsplätze zu retten, indem sie Schutzzölle erhoben und Handelsbarrieren errichteten. Andere Staaten konterten mit Vergeltungsmaßnahmen. Im Ergebnis hat sich die Depression verschärft und verlängert. In der noch weitaus engmaschiger verwobenen Weltwirtschaft der Gegenwart würde Protektionismus noch verheerendere Folgen haben. Die Beteuerungen im G20-Kommuniqué des Londoner-Gipfels lassen hoffen, dass der Versuchung so einigermaßen widerstanden wird. Kritisch wird es vor allem dann, wenn Länder beginnen, Industrien oder Unternehmen mit Subventionen am Leben zu halten. Diese Versuchung dürfte härter werden, je länger die Krise andauert. Bislang hält es sich in einigermaßen vertretbaren Grenzen.

Wir können bilanzieren. Die fünf Kardinalfehler wiederholen sich nicht. Das ist im Wesentlichen so, bei allen Einschränkungen. Nicht alles ist zielgenau, aber es dürfte ausreichen, um ein Abgleiten der Welt in eine mehrjährige Depression nach dem Muster der Dreißiger Jahre zu verhindern. Mehr und noch mehr Staatsintervention zu fordern ist kontraproduktiv. So schon schwindet das Vertrauen in die Belastbarkeit der Staaten und wächst die Angst vor den langfristigen Folgen.

In Deutschland lebt zur Zeit ein kollektives Trauma wieder auf – die Angst vor der Inflation. Fast schon hysterische Züge nimmt sie an. In der Telefonaktion eines Hörfunksenders wollten die anrufenden Zuhörer wissen, wie sie sich am besten vor der bevorstehenden Währungsreform schützen könnten. Dabei ist die Preissteigerungsrate dabei sich in eine Preisschrumpfungsrage zu verwandeln, sie wird im Laufe des Jahres negativ werden. Inflationsangst ist im Frühjahr dieses Jahres ein Gefühl, das man sich getrost für später aufheben kann.

Bei schrumpfender Wirtschaftsleistung, bei brachliegenden Kapazitäten in der industriellen Fertigung, bei ausgetrockneter Investitionsbereitschaft, bei zurückhaltender Konsumneigung droht keine Inflation. Die einfache Ableitung der Inflationsgefahr aus der umlaufenden

Geldmenge ist unzulässig. Das Schmiermittel wurde gebraucht, um den stockenden Wirtschaftsmotor vor dem Festfressen zu bewahren. Zäh klebt die Liquidität im von Panik geplagten Bankensystem. Sie wird nicht für eine Ausweitung der Kreditvergabe an Unternehmen und Konsumenten genutzt. In einer solchen Situation können Preise nicht steigen. Unternehmen müssen versuchen, durch Preissenkungen, zumindest durch Preisdisziplin ihre Marktchancen zu wahren. Auch von den Rohstoffmärkten droht vorerst kein Ungemach. Öllager laufen voll, die Förderung übersteigt das Angebot. Die Frachtraten im internationalen Handel sind so niedrig wie lange nicht mehr. Grundnahrungsmittel wie Getreide werden zu Preisen angeboten, die viele Landwirte in Existenznot bringen. Eine inflationäre Situation schaut anders aus. Die Wirtschaftsleistung ist so tief eingebrochen, dass es selbst bei normalen Wachstumsraten Jahre dauern wird, bis die Kapazitäten wieder ausgelastet sind. Die Notenbanken haben alle Zeit der Welt, ihre Geldmenge rechtzeitig wieder unter Kontrolle zu bringen.

Rein technisch ist die Rückführung der Geldmenge kein Problem. Die EZB muss lediglich all das rückgängig machen, was sie zur Krisenbekämpfung getan hat. Sie muss ihren Leitzins stufenweise anheben. Sie muss wieder dazu übergehen, ihn als Mindestbietungssatz zu begreifen und ihre Liquiditätszuteilungen zu versteigern. Sie muss die Laufzeiten ihrer Leihgeschäfte verkürzen. Auch wenn das nicht von heute auf morgen greift, länger als ein Jahr würde sie nicht brauchen, um die von ihr ausgehende Geldschwemme aufzusaugen.

Und doch kann all das heikel werden, in einem, in zwei Jahren, dann sollten wir noch mal über Inflationsgefahr sprechen. Was tun, wenn alle Welt der EZB erklärt, dass sie sprießende Pflänzchen nicht niedertrampeln dürfe, dass ein weiterer tiefer Einbruch drohe, wenn sie zu eilig beginnt, die Zinsschraube anzuziehen?

Bei all dem ist die EZB auch nicht alleine auf der Welt. Wird die Fed bereit sein, der EZB zu folgen, ihr möglicherweise sogar voran zu gehen, falls sich Amerika schneller erholen sollte als Europa? Werden beide auch bereit sein zu reagieren, falls die Rohstoffmärkte, getrieben von den Emerging Markets, zu einer neuen Preisrallye ansetzen, bevor sich die Wirtschaft in Europa und in den USA gefestigt hat?

Notenbankchef Bernanke versucht zu beruhigen. Immer wieder geht er in seinen Reden auf die mittelfristige Inflationsgefahr ein, um deutlich zu machen, dass er das Risiko ernst nimmt. „Ich kann versichern, dass sich die für die Geldpolitik Verantwortlichen verpflichtet fühlen, der Wirtschaft die außerordentliche Unterstützung, die sie bereitgestellt haben, rechtzeitig zu entziehen. Wir vertrauen in unsere Fähigkeit das zu tun.“ Aber er ergänzt: „Selbstverständlich wird die Entscheidung, wann und wie schnell wir das umsetzen, eine sorgsame Abwägung erfordern zwischen dem Risiko, der Wirtschaft die Unterstützung zu entziehen bevor sich die Erholung gefestigt hat, und dem Risiko, mittelfristig einen Anstieg der Inflation über das von uns gewünschte Maß hinaus zuzulassen.“ Ein sich andeutender Zielkonflikt.

Zudem genügt es nicht, wenn Notenbanker gute Vorsätze haben, die benötigen auch die Finanzminister. Die Staaten müssen bereit sein, rechtzeitig zu nachhaltiger Finanzpolitik zurückzukehren. Haushaltsdefizite sind legitim als Waffe gegen eine Konjunkturkrise, sie eignen sich nicht, um langfristig Wachstumskräfte freizusetzen. Im Gegenteil, Haushaltsdefizite machen es den Staaten unmöglich ihren elementaren Verpflichtungen nachzukommen. Überschuldete Staaten müssen die eingenommenen Steuergelder für Zinszahlungen verpulvern, ihnen fehlt das Geld für eine vernünftige Bildungspolitik und viele andere wesentliche Staatsaufgaben. Wer einen starken, verantwortungsvollen Staat fordert, wer sich einen gesunden und leistungsfähigen öffentlichen Sektor wünscht, der muss die Staaten vor Verschuldung bewahren. Ein leistungsfähiger Staat heute darf nicht als Anleihe an die Zukunft geschaffen werden. Die Leistungskraft muss nachhaltig sein und dauerhaft, sie muss ohne Haushaltsdefizite auskommen.

Der Weg dorthin ist weit, sehr weit geworden. In Deutschland wird der Schuldenstand bis zum Ende des Jahres 2010 nach einer Schätzung der OECD auf 80 Prozent des BIP anwachsen. Bereits mit dem Haushalt 2011 muss der Bundesfinanzminister den Rückzug einleiten. Es wäre fatal, wenn sich Haushaltspolitiker der Illusion hingäben, die Staatsverschuldung durch ein wenig mehr Inflation abmildern zu können. Ein wenig mehr ist nicht zu haben, daraus kann sehr schnell zu viel mehr werden.

Der Rückzugsplan des Staates wird die entscheidende Diskussion des kommenden Jahres sein. Aber erst mal müssen wir hoffen, dass die Schussfahrt der Weltwirtschaft gestoppt wird, dass wir einen Boden erreichen, von dem aus sich die Wirtschaftsleistung langsam wieder erheben kann.

Es gibt Anzeichen, dass es nicht weiter abwärts geht: Die Entkrampfung der Finanzmärkte, die Erholung der Börsenkurse, die Stabilisierung der Industrieproduktion auf niedrigem Niveau, die Tatsache, dass Unternehmensgewinne nicht stärker einbrechen als von Analysten erwartet, die wachsende Konsumnachfrage in China, der jüngste Anstieg der koreanischen Exporte, der um 15 Prozent gewachsene Autoabsatz in Indien – ohne Verschrottungsprämie, der sich wieder fangende deutsche IFO-Index. Man kann viele Mosaiksteinchen hinzufügen zu einem nicht mehr ganz so dramatischen Bild.

Entscheidend wird sein, ob sich auch die Verkrampfung der Psyche löst. Erwartungen sind entscheidend – für die Konsumneigung, für die Investitionsbereitschaft. Ich wage heute eine nicht ganz so pessimistische Prognose. Trotz Zunahme der Arbeitslosigkeit wird die deutsche Wirtschaft bereits im zweiten Halbjahr wieder zaghaftes Wachstum zeigen und das wird sich 2010 fortsetzen. Aber es wird Jahre dauern, bis wir die Folgen und die Spätfolgen dieser zweiten Weltwirtschaftskrise überwunden haben.