



FACHHOCHSCHULE  
KOBLENZ  
University of Applied Sciences

# Wissenschaftliche Schriften



## Finanzmarktkrise

Prof. Dr. Georg Schlichting  
Julia Pohl, M. Sc.  
Thomas Zahn, M. Sc.

Fachbereich  
**Betriebswirtschaft**  
Nr. 5 - 2010

Wissenschaftliche Schriften des Fachbereichs Betriebswirtschaft  
Koblenz University of Applied Sciences

Die internationale Finanzmarktkrise – Was sind die Ursachen und wirtschaftlichen  
Folgen der Krise, und was bringen die Rettungsmaßnahmen?

von

Prof. Dr. Georg Schlichting  
Julia Pohl, M. Sc.  
Thomas Zahn, M. Sc.

Vollbeleg: Schlichting, Georg; Pohl, Julia; Zahn, Thomas: Die internationale Finanzmarktkrise – Was sind die Ursachen und wirtschaftlichen Folgen der Krise, und was bringen die Rettungsmaßnahmen?, in: Wissenschaftliche Schriften des Fachbereichs Betriebswirtschaft, Koblenz University of Applied Sciences, Nr. 5 - 2010.

Koblenz, November 2010

ISSN 1868-3711

Alle Rechte vorbehalten.

© Professor Dr. Georg Schlichting, Fachhochschule Koblenz. Das Werk einschließlich seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechts ist ohne Zustimmung der Autoren unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

## WISSENSCHAFTLICHE SCHRIFTEN

Mit der Herausgabe der "Wissenschaftlichen Schriften" werden aktuelle Ergebnisse der Forschungstätigkeiten des Fachbereichs Betriebswirtschaft dokumentiert und sowohl in gedruckter als auch in elektronischer Form veröffentlicht.

Wissenschaftler, Praktiker und Studierende erhalten Einblick in die wirtschaftswissenschaftliche Forschungsarbeit des Fachbereichs, die sich mit betriebswirtschaftlichen, volkswirtschaftlichen und wirtschaftsjuristischen Fragestellungen befasst. Eine anwendungsorientierte Forschung stellt dabei sicher, dass die Aufarbeitung vorhandenen Wissens und die Suche nach neuen Erkenntnissen von Gestaltungshinweisen für die Unternehmenspraxis begleitet werden.

Die Wissenschaftlichen Schriften des Fachbereichs Betriebswirtschaft an der Koblenz University of Applied Sciences erscheinen mehrmals jährlich. Weitere Informationen unter [www.fh-koblenz.de/betriebswirtschaft](http://www.fh-koblenz.de/betriebswirtschaft)

### Schriftenleitung

Prof. Dr. Christoph Beck  
Dipl. Betriebswirtin Nadine Hürth  
Prof. Dr. Andreas Mengen  
Dipl. Betriebswirtin Marina Mürtz  
Prof. Dr. Holger Philipps  
Prof. Dr. Georg Schlichting

## **FINANZMARKTKRISE**

Die internationale Finanzmarktkrise hat sich zu einer Weltwirtschaftskrise ungeahnten Ausmaßes entwickelt. Was im Jahr 2007 in den USA als Subprimekrise begann, weitete sich innerhalb kürzester Zeit zu einer globalen Krise aus, bei der es sich um die bedeutendste Krise seit der letzten Weltwirtschaftskrise von 1929/30 handelt. Während im Vergleich dazu die letzten Krisen eher auf Länder und Regionen beschränkt blieben, hat sich die aktuelle Krise weltweit ausgebreitet mit gravierenden Folgen für die internationalen Finanzmärkte und für die Realwirtschaft. Obwohl das Wirtschaftswachstum mittlerweile wieder ansteigt, sind die Folgen dieser Krise noch nicht ausgestanden. Bis sich die Volkswirtschaften von dem Schock der Mega-Rezession 2009 erholt haben und an vergangene Boomzeiten anknüpfen, wird es noch lange dauern.

Somit stellt sich die Frage, wie es dazu kommen konnte und ob die eingeleiteten Rettungsmaßnahmen geeignet sind, die Finanzmarktkrise zu bewältigen bzw. ihr Ausmaß abzufedern.

## ABBILDUNGS- UND TABELLENVERZEICHNIS

Abbildung 1: Arten von Finanzkrisen .....	2
Abbildung 2: Starkes Wachstum der globalen eng definierten Geldmenge .....	4
Abbildung 3: Entwicklung der US-Leit- und Hypothekenzinsen.....	5
Abbildung 4: Entwicklung der US-Neubaubeginne.....	6
Abbildung 5: Preisentwicklung US-Immobilien (Case-Shiller-Index) .....	6
Abbildung 6: Entwicklung der US-Hypothekenverschuldung .....	7
Abbildung 7: US-Subprime Neugeschäft .....	8
Abbildung 8: Instrumente des Kreditrisikotransfers .....	9
Abbildung 9: Grundstruktur einer klassischen Kreditverbriefung .....	10
Abbildung 10: Verbriefungsprozess von Hypothekenkrediten.....	12
Abbildung 11: Fed Straffung ließ US-Hypothekenzinsen steigen .....	13
Abbildung 12: Entwicklung des US-Schuldendienstes.....	13
Abbildung 13: Rasanter Anstieg der US-Zahlungsprobleme .....	14
Abbildung 14: Entwicklung der US-Neubaubeginne.....	15
Abbildung 15: Investitionsquote im US-Wohnungsbau .....	15
Abbildung 16: Entwicklung der Risikoaufschläge .....	17
Abbildung 17: Abschreibungen.....	18
Abbildung 18: Entwicklung der Aktienmärkte.....	19
Abbildung 19: Entwicklung der impliziten Aktienkursvolatilität .....	20
Abbildung 20: Einbruch des weltweiten Wirtschaftswachstums.....	21
Abbildung 21: Entwicklung des deutschen Bruttoinlandsprodukts in Prozent .....	22
Abbildung 22: Konjunktorentwicklung in Deutschland.....	23
Abbildung 23: Arbeitslose in Deutschland.....	25
Abbildung 24: Kurzarbeit in Deutschland .....	26
Abbildung 25: Wirkungsweise expansiver Geldpolitik.....	27

Abbildung 26: Investitionsfalle.....	28
Abbildung 27: Liquiditätsfalle.....	29
Abbildung 28: Leitzinsentwicklung.....	30
Abbildung 29: Wirkungsweise der Fiskalpolitik.....	33
Abbildung 30: Kurzfristig zeigen die Konjunkturprogramme in Deutschland Wirkung .....	39
Abbildung 31: Deutsche Staatsverschuldung in Mrd. Euro.....	40
Abbildung 32: Veränderungen des BIP gegenüber dem Vorjahr in Prozent.....	41
Abbildung 33: Steigender Trend bei der Arbeitslosigkeit trotz Konjunktur- programme.....	42

# INHALTSVERZEICHNIS

WISSENSCHAFTLICHE SCHRIFTEN .....	I
FINANZMARKTKRISE .....	II
ABBILDUNGS- UND TABELLENVERZEICHNIS.....	III
1 PROBLEMSTELLUNG UND VORGEHENSWEISE.....	1
2 WELCHE ARTEN VON FINANZKRISEN GIBT ES? .....	1
3 URSACHEN, AUSBREITUNGSEFFEKTE UND VERANTWORTLICHKEITEN DER FINANZMARKTKRISE .....	3
3.1 Starkes Geldmengenwachstum und niedrige Zinsen nach dem Platzen der New Economy Blase .....	3
3.2 Entstehung der US-Immobilienblase .....	5
3.3 Kreditverbriefung als Krisenbeschleuniger .....	8
3.4 Entwicklung von Zinsen, Schuldendienst und des US-Immobilienmarktes .....	12
3.5 Verantwortlichkeiten: Staats- und Marktversagen .....	16
4 WIRTSCHAFTLICHE FOLGEN DER FINANZMARKTKRISE .....	16
4.1 Folgen für die Finanzwirtschaft .....	16
4.2 Folgen für die Realwirtschaft .....	21
5 DARSTELLUNG UND WIRKUNG DER RETTUNGSMASSNAHMEN .....	26
5.1 Geldpolitische Maßnahmen .....	26
5.1.1 Wirkungsweise der Geldpolitik in der Theorie .....	26
5.1.2 Rettungsmaßnahmen der Zentralbanken .....	29
5.1.3 Beurteilung der geldpolitischen Maßnahmen.....	31
5.2 Fiskalpolitische Maßnahmen .....	33
5.2.1 Wirkungsweise der Fiskalpolitik in der Theorie.....	33
5.2.2 Rettungsmaßnahmen für Banken .....	34
5.2.3 Konjunkturprogramme .....	35
5.2.4 Beurteilung der fiskalpolitischen Maßnahmen .....	36



6	ZUSAMMENFASSUNG .....	43
	LITERATUR- UND QUELLENVERZEICHNIS .....	44
	AUTORENPORTRAIT .....	48
	SCHRIFTENVERZEICHNIS.....	50

## **1 PROBLEMSTELLUNG UND VORGEHENSWEISE**

„Die Welt hat nur langsam begriffen, dass wir dieses Jahr im Schatten eines der größten wirtschaftlichen Zusammenbrüche der neueren Geschichte stehen. Aber während sich der Mann auf der Straße jetzt dessen bewusst ist, was geschah, ist er, in Unkenntnis über das Warum und Woher, jetzt ebenso voll von vermutlich übertriebenen Ängsten, während ihm ein Maß an vernünftiger Furcht fehlte, als sich die ersten Störungen zeigten.“ Dies schrieb Keynes in „Der große Wirtschaftssturz von 1930“ (Keynes, 1930/56, S. 193). Zwar eröffnete Keynes auch die Perspektive, dass wir fähig sind, uns wieder einen höheren Lebensstandard zu sichern (vgl. Keynes, 1930/56, S. 193 f.), realistischerweise fügte er aber hinzu: „Aber heute haben wir uns in einem riesigen Wirrwarr verstrickt, haben gefehlt in der Herrschaft über eine feinfühligere Maschine, deren Arbeitsweise wir nicht verstehen. Das Ergebnis ist, dass unsere Wohlfahrtsmöglichkeiten ins Leere laufen, vielleicht für lange Zeit“ (Keynes, 1930/56, S. 194). Keynes bezieht seine Aussagen auf die Weltwirtschaftskrise von 1929/30. Angesichts der unverhofften Aktualität dieser Aussagen kann es nicht verwundern, dass sie heute auch auf die internationale Finanzmarktkrise übertragen werden.

Sucht man nach den Wurzeln der Krise, so findet man sie auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt für zweitklassige Hypothekenkredite. Nach einem jahrelangen Boom am US-Immobilienmarkt nahm die bisher schlimmste Krise mit dem Platzen der Immobilienblase dort ihren Lauf. Nach und nach wurde deutlich, dass nahezu alle Länder in den Sog dieser Krise gezogen wurden. Auch Deutschland blieb nicht verschont. Um der Finanzmarktkrise entgegenzuwirken, wird auf Keynesianische Konzepte zur Überwindung von Wirtschaftskrisen zurückgegriffen. Alleine die G-20-Staaten haben für die Jahre 2008 bis 2010 Konjunkturpakete in Höhe von bisher 1,13 Billionen Euro beschlossen. Dies sind etwa 2,6 % des Bruttoinlandproduktes (BIP) weltweit (vgl. Sinn, 2009, S. 232). Wenngleich das „Horrorjahr“ 2009 mit weltweit massiven wirtschaftlichen Einbrüchen vorbei ist, sind die Folgen der Krise noch nicht überstanden. Viele Volkswirtschaften haben zwar das Tal durchschritten, der wirtschaftliche Aufstieg wird aber steinig und lang.

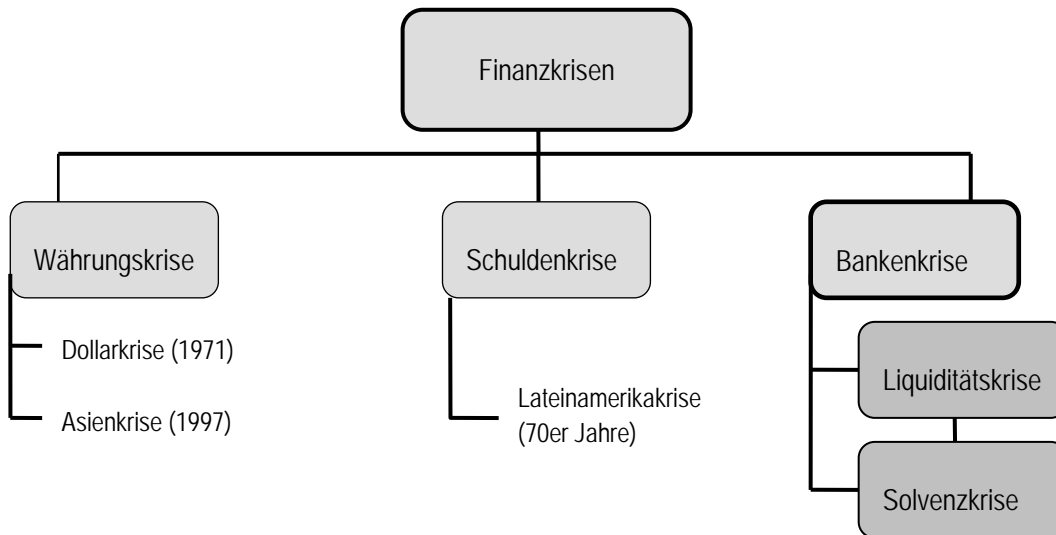
Ziel dieses Beitrags ist es, die Wirkungsmechanismen der Finanzmarktkrise zu verstehen, vor allem aber die Maßnahmen zur Eindämmung der Krise ökonomisch zu beurteilen. Dazu werden zunächst die Ursachen und Folgen der Finanzmarktkrise analysiert. Anschließend werden die geld- und fiskalpolitischen Rettungspakete untersucht. Es wird sich zeigen, dass keynesianische Rezepte kein Allheilmittel gegen Wirtschaftskrisen sind und als neoliberal beschimpfte Grundprinzipien nicht voreilig über Bord geworfen werden sollten.

## **2 WELCHE ARTEN VON FINANZKRISEN GIBT ES?**

Krisen sind nicht ungewöhnlich, sie sind ein wiederkehrendes Phänomen. Das Außergewöhnliche an der Finanzmarktkrise ist die internationale Dimension, die sie erreicht hat. „Unter einer Finanzkrise versteht man eine schnelle erhebliche Verschlechterung finanzieller Indikatoren (z. B. eine starke Erhöhung der kurzfristigen Zinssätze, Sinken von Aktien- und Obligationenpreisen).“ (Aschinger, 2001, S. 11) Der Begriff Finanzkrise wird in der wissenschaftlichen Literatur als Oberbegriff für verschiedene Arten von Krisen verwendet. Darunter werden bspw.

Währungs-, Schulden- und Bankenkrise subsumiert. Diese Krisen stehen oft in einem engen Zusammenhang und können auch nacheinander oder parallel vorkommen (vgl. Effenberger, 2003, S. 5 u. 8). Die folgende Abbildung stellt die Arten von Finanzkrisen grafisch dar.

**Abbildung 1: Arten von Finanzkrisen**



Eine **Währungskrise** wird als Situation einer spekulativen Attacke aufgefasst, die zu einer Abwertung des Wechselkurses führen kann. Im engeren Sinn wird von einer Währungskrise gesprochen, wenn die spekulative Attacke tatsächlich zu einer nominalen Abwertung der Währung führt (vgl. Effenberger, 2003, S. 6). Eine Währungskrise kann auch durch eine ungewollte Aufgabe eines festen Wechselkurses gekennzeichnet sein (vgl. Aschinger, 2001, S. 11).

**Schuldenkrisen** kennzeichnet hingegen eine vorübergehende oder dauerhafte Situation, in der ein Staat seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen kann. Als Beispiel lässt sich hier die lateinamerikanische Schuldenkrise der siebziger Jahre anführen (vgl. Effenberger, 2003, S. 7; Schlichting, 1997, S. 30 ff.).

Von einer **Bankenkrise** wird gesprochen, wenn mehrere Banken sich in Zahlungsschwierigkeiten befinden und die Bankkunden in großer Anzahl ihre Einlagen zurückverlangen. Bankenkrise sind die Folge eines plötzlichen Vertrauensschwunds in einem wesentlichen Teil des Banken- oder Finanzsystems. Er kann zu erheblichen Kapitalverlusten für Banken und deren Kunden führen. Im schlimmsten Fall geht dies mit einer Lähmung des nahezu gesamten Finanzsektors einher (vgl. Effenberger, 2003, S. 7 f.; Bofinger et al., 2008, S. 144 f.).

Die Literatur unterscheidet bei einer Bankenkrise zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrise. Während bei der Liquiditätskrise eine Bank nur vorübergehend nicht mehr in der Lage ist, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, liegt bei der Solvenzkrise eine Insolvenz der Bank vor. In der Regel ist eine Liquiditätskrise einer Solvenzkrise vorgeschaltet, wobei auf eine Liquiditätskrise nicht immer eine Solvenzkrise folgen muss. Durch die Verflechtungsintensität der Banken untereinander können Liquiditäts- und Solvenzkrise einzelner Banken Auswirkungen auf das gesamte Bankensystem eines Landes haben (vgl. Schrooten, 2008, S. 78; Effenberger, 2003, S. 7 f.). Häufig wird dann auch von einer systemischen

Bankenkrise gesprochen, deren Auslöser bspw. der Zusammenbruch eines überwiegend kreditfinanzierten Immobilienbooms sein kann (vgl. Bofinger et al., 2008, S. 144).

Bei einem Vergleich der aktuellen Krise mit denen der jüngeren Vergangenheit wird bei der Betrachtung der geographischen Dimension deutlich, dass es sich bei dieser Krise um eine Krise mit globalen Auswirkungen handelt, während die anderen eher regional begrenzt waren. Ferner wird erkennbar, dass der Ursprung der aktuellen Krise erstmals in der jüngsten Vergangenheit in den Industrieländern mit hoch entwickelten Finanzmärkten liegt (vgl. Fendel / Frenkel, 2009, S. 83 f.).

### **3 URSACHEN, AUSBREITUNGSEFFEKTE UND VERANTWORTLICHKEITEN DER FINANZMARKTKRISE**

#### **3.1 Starkes Geldmengenwachstum und niedrige Zinsen nach dem Platzen der New Economy Blase**

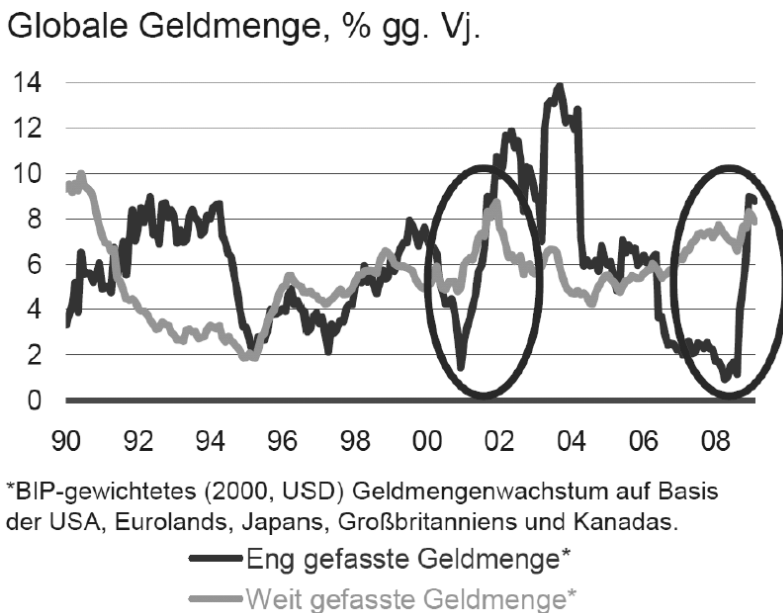
Bei der New Economy, wie sie insbesondere in den USA in den 1990er Jahren zu beobachten war, handelt es sich um einen fast zehnjährigen Wirtschaftsaufschwung. Die durchschnittlichen Wachstumsraten erreichten in den USA rund 4%, die Arbeitslosigkeit fiel historisch niedrig aus und dies alles ohne nennenswerte Inflation und ohne signifikant steigende Zinsen. Somit konnten die Vermögenspreise, allen voran die Aktienkurse, aufgrund steigender Gewinnerwartungen nahezu ungehindert steigen. Ausschlaggebend für diese Entwicklungen waren die enormen Produktivitätsfortschritte, die in den USA in diesem Zeitraum durch die Ausbreitung der modernen Kommunikations- und Informationstechnologien realisiert wurden (vgl. Löchel, 2003, S. 90).

Die New Economy beeinflusste auch die Aktienmärkte, indem die Aktien der Technologieunternehmen an den neuen Märkten wie dem Nasdaq in den USA und dem Neuen Markt in Frankfurt am Main gehandelt wurden. Diese Marktsegmente zeichneten sich durch enorme Kursteigerungen aus. Beispielsweise stieg der Neue Markt durchschnittlich um mehr als 150% zwischen Oktober 1999 und März 2000 (Löchel, 2003, S. 92). Investmentfonds verstärkten die Spekulationsblase, indem sie ihren Kunden immer höhere Gewinne in Aussicht stellten. Nach dem 1. Quartal 2000 zeichnete sich ab, dass die hoch bewerteten Unternehmen die Gewinnerwartungen in absehbarer Zeit nicht erfüllen konnten. Als die ersten Anzeichen eines Kursverfalls erkennbar wurden, zogen erfahrene Börsianer ihr Kapital aus dem Markt ab. Durch die anhaltenden Kursrückgänge gerieten die unerfahrenen Kleinanleger in Panik und verkauften „um jeden Preis“, um die Verluste in Grenzen zu halten. Der Kursverfall verwandelte sich in einen Kurssturz mit erheblichen Vermögensverlusten.

In der Folge kühlte das Wirtschaftswachstum deutlich ab. In den USA und in der Eurozone sackten die Wachstumsraten von mehr als 4,5% im Jahre 2000 auf nahe 1% im Jahre 2002 ab. Während in Deutschland im Jahr 2000 noch ein Wachstum von 3,1% realisiert wurde, ergab sich 2002 nur noch eine Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,1%. In Japan reduzierte sich das Wachstum in diesem Zeitraum auf über minus 1,5%. Nach dem Platzen der New Economy Blase verstärkten sich die negativen wirtschaftlichen Folgen noch durch den Terroranschlag auf das World Trade Center am 11.09.2001.

Als Reaktion auf die sich abschwächende Konjunktur wurden insbesondere in den USA die Märkte mit Liquidität geflutet und die Zinsen dramatisch reduziert. Aber auch schon zuvor hat die amerikanische Notenbank immer wieder die Geldmenge ausgeweitet, wenn ein Abschwung drohte. Spätestens jedoch nach dem Platzen der New Economy Blase wurde klar, dass die überhitzte und überschuldete US-Wirtschaft eine „Reinigungskrise“ hätte durchmachen müssen, um nötige Strukturanpassungen durchzuführen (vgl. Wohlgemuth / Zweynert, 2009, S. 410). Genau dies wurde aber durch die expansive Politik des billigen Geldes verhindert. Die nachstehenden Abbildungen verdeutlichen diesen Sachverhalt eindrucksvoll.

**Abbildung 2: Starkes Wachstum der globalen eng definierten Geldmenge**

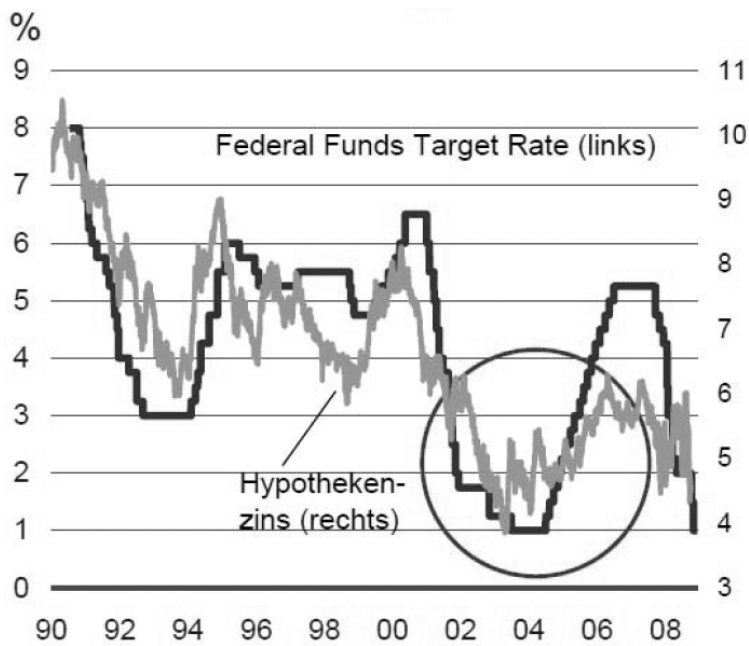


Quelle: IHS Global Insight, BoE, IWF, DB Research

Deutlich ist das starke Wachstum der global eng definierten Geldmenge seit 2001 zu erkennen, welches mit 14% in den Jahren 2003/04 ein Maximum erreicht. Diese Liquiditätsschwemme, mit der nicht nur die USA auf das Platzen der New Economy Blase und die ökonomische Schockstarre infolge des Terroranschlags reagierten, sondern auch andere Volkswirtschaften, ist der monetäre Auslöser der aktuellen Finanzmarktkrise.

Nach dem Platzen der New Economy Blase hat die amerikanische Zentralbank zudem den Leitzins von 6,5% Anfang 2001 auf 1% Mitte 2003 dramatisch gesenkt und ein Jahr auf diesem Niveau belassen. Heute müssen wir davon ausgehen, dass dies wohl erst den Boden für die Überhitzungen am Immobilienmarkt geschaffen hat. Denn der Hypothekenzins orientiert sich am Leitzins und machte die Bewegung nach unten mit.

Abbildung 3: Entwicklung der US-Leit- und Hypothekenzinsen

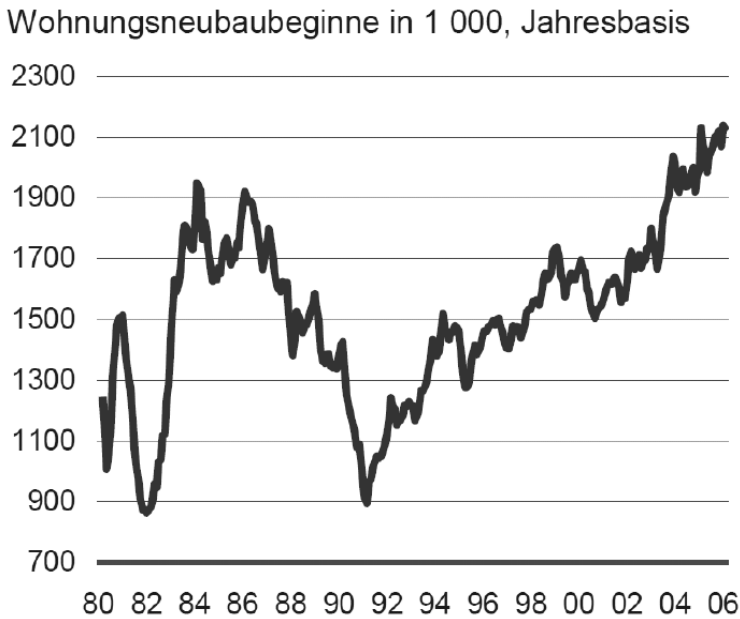


Quelle: Fed, Freddie Mac, DB Research

### 3.2 Entstehung der US-Immobilienblase

Die zu niedrigen Zinsen reichhaltig zur Verfügung gestellte Liquidität versickert in einer Volkswirtschaft nicht einfach. Geld sucht Anlage. Da die Aktienmärkte zuvor gelitten hatten, ist es kein Zufall, dass die zusätzliche Liquidität überwiegend in den US-Immobilienmarkt floss. Die folgende Abbildung veranschaulicht die steigende Nachfrage nach Immobilien, die 2006 mit über 2,1 Millionen Neubaubeginnen ein beachtliches Rekordniveau erreichte.

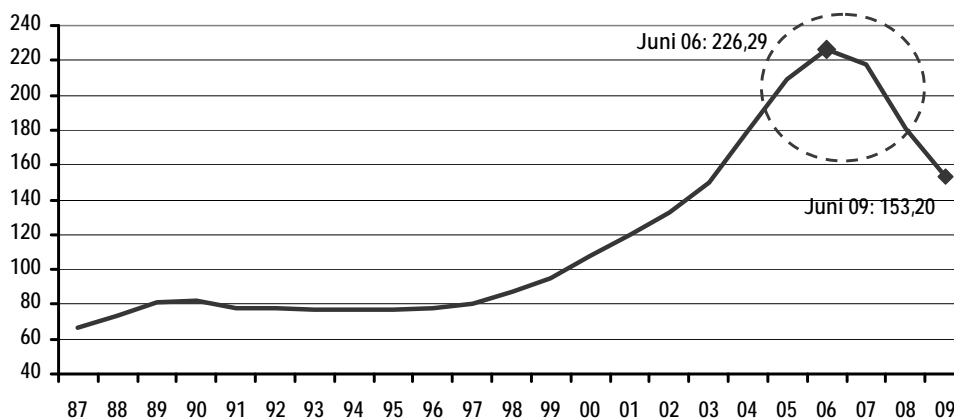
**Abbildung 4: Entwicklung der US-Neubaubeginne**



Quelle: US Census, DB Research

Die rasant steigende Nachfrage nach Immobilien trieb die Hauspreise nach oben. Die nächste Abbildung zeigt die Preisentwicklung auf dem US-Immobilienmarkt. Während in den 1990er Jahren die Immobilienpreise nahezu unverändert blieben, wurde ab Ende der 1990er Jahre ein kontinuierlicher Preisanstieg erkennbar, der sich etwa ab 2001 zunehmend beschleunigte und im Juni 2006 seinen Höhepunkt erreichte. In diesem Zeitraum stieg der Case-Shiller-Index von 120 auf rund 226 Punkte.

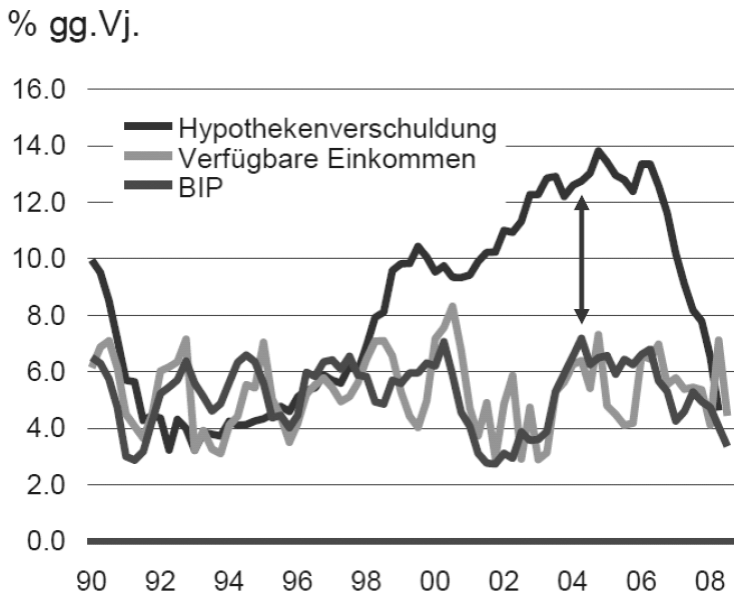
**Abbildung 5: Preisentwicklung US-Immobilien (Case-Shiller-Index)**



Quelle: S&P, Case Shiller, Sinn, 2009, S. 49

Die überwiegend in den Immobilienmarkt drängende Liquidität in Verbindung mit niedrigen Zinsen und die steigenden Immobilienpreise trieben schließlich die Verschuldung nach oben. In der Abbildung 6 ist ersichtlich, dass die Hypothekenschuldung stark ausgeweitet wurde. Dies führte dazu, dass der Anteil der Hypothekenschuldung an der Gesamtverschuldung der privaten Haushalte mit rund 67% (im Jahr 2006) ein Rekordniveau erreichte.

Abbildung 6: Entwicklung der US-Hypothekenverschuldung



Quelle: Fed, DB Research

Bemerkenswert ist aber nicht nur die starke Ausweitung der Hypothekenverschuldung, sondern auch, dass die Hypothekenverschuldung und das BIP bzw. das verfügbare Einkommen spätestens ab 2001 deutlich auseinanderlaufen. Bei steigenden Immobilienpreisen relativiert sich eine entsprechende Verschuldung, obwohl das BIP und das verfügbare Einkommen deutlich hinter dieser Entwicklung zurück geblieben sind. Das geht aber nur solange die Immobilienpreise steigen und somit auch der Wert der Immobilie als Kreditsicherheit zunimmt.

In diesem Zusammenhang ist der Hinweis wichtig, dass sich das Konsum- und Sparverhalten der USA deutlich von dem anderer Volkswirtschaften unterscheidet. Der Großteil der amerikanischen Bevölkerung führt ein Leben über seine Verhältnisse. Fallende Renditen und somit auch sinkende Kreditzinsen im Betrachtungszeitraum machten das Sparen bei der amerikanischen Bevölkerung unattraktiver. Die Zahl der Bürger, die über ihre Verhältnisse lebten, stieg stetig (vgl. Rethfeld, 2009).

Während in Deutschland auf stagnierende Reallöhne mit Konsumverzicht reagiert wurde, weiteten die US-Bürger ihre Konsumausgaben trotz einer sehr schwachen Entwicklung der Realeinkommen – insbesondere im Niedriglohnsektor – weiter aus. Hierzu wurden die Möglichkeiten der Kreditfinanzierung vereinfacht und somit die Verschuldung leicht gemacht (vgl. IMK-Report, 2009, S. 4). Zusätzlich beflügelten ein kontinuierliches Ansteigen der Immobilienpreise und wieder anziehende Aktienkurse den Konsum. Durch den stetigen Preisanstieg ergab sich für die Amerikaner ein positiver Vermögenseffekt, d. h. sie fühlten sich zunehmend reicher und für die Zukunft finanziell abgesichert (vgl. Enderlein, 2008, S. 3). Eine sinkende Hemmschwelle verstärkte die Verschuldungskultur.

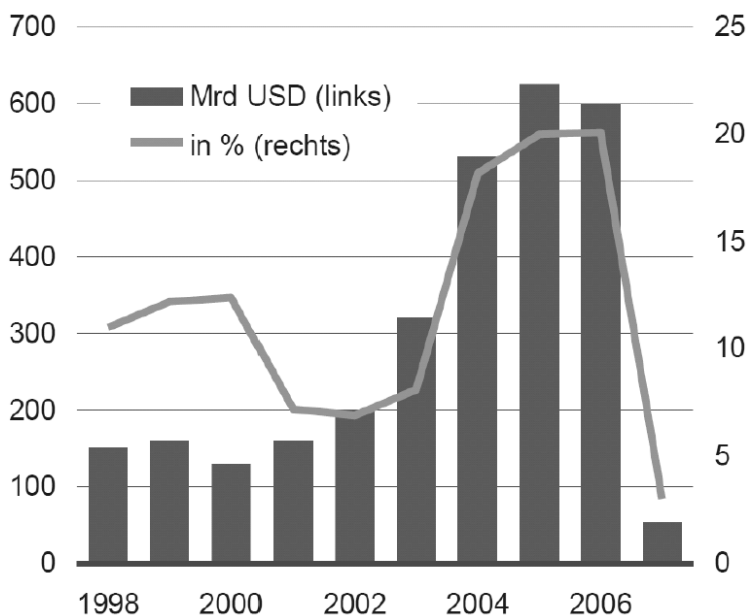
Die Ausweitung der Hypothekenkredite insbesondere im Segment der Niedrigeinkommensbezieher war durchaus gewollt. Seit Mitte der 1990er Jahre wurde in den USA die Erhöhung des Wohneigentums unter sozial Schwächeren zum politischen Ziel erklärt. Die Vergabe von Subprime Hypotheken wurde als



Finanzinnovation zur Erreichung dieses Ziels angesehen und entsprechend entwickelt.

In den USA gliedert sich der Hypothekenmarkt je nach Ausfallrisiko der Hypothek in die Bonitätsklassen Prime, Alt – A und Subprime. Schuldner mit der niedrigsten Bonität werden als 'Subprime' bezeichnet. Die Kreditvergabestandards wurden abgesenkt und den Verhältnissen der bonitätsschwachen Kunden angepasst. So mussten die Schuldner nun kein Eigenkapital mehr aufbringen, sondern es erfolgte eine Finanzierung zu 100% des Hauswertes. Ebenso unterlagen die Hypotheken nicht mehr der 30-jährigen Zinsbindung, sondern nur noch lediglich einer zwei- bis dreijährigen, die zu günstigen Konditionen angeboten wurde (vgl. Fendel /Frenkel, 2009, S. 79). Man spekulierte darauf, dass sich der Anstieg der Immobilienpreise immer weiter fortsetzen und man mit der Hypothekenfinanzierung „in die Sicherheit hineinwachsen“ würde. Wie die nachstehende Abbildung zeigt, boomte das Neugeschäft im risikobehafteten Subprime Segment.

**Abbildung 7: US-Subprime Neugeschäft**



Quelle: OECD, DB Research

Seit 2000 sind die Renditen in den USA und auch in Deutschland kräftig gesunken. Die Suche nach höheren Renditen führte zur starken Ausweitung der Geschäfte im Subprime Segment. Die Zuwachsraten beim Neugeschäft erreichten hier zeitweise fast 20%. Kreditverbriefung und Fehler bei der Bewertung durch Rating-Agenturen beschleunigten die internationale Verbreitung bis es zum Absturz des Marktes kam.

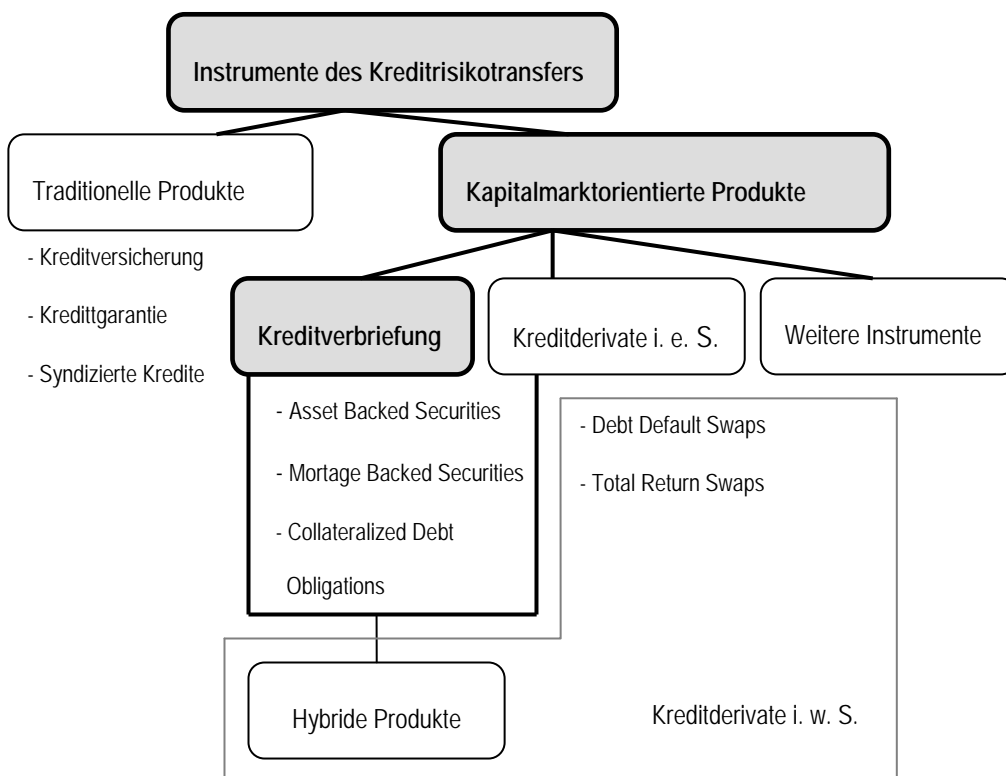
### **3.3 Kreditverbriefung als Krisenbeschleuniger**

Der Zusammenbruch des US-Immobilienmarktes ist zwar eine Ursache der Krise, allerdings nicht der Auslöser dafür, dass sich die Krise weltweit ausbreiten konnte. Erst die Technik der Verbriefung von Krediten ermöglichte dies. „Allgemein handelt es sich bei der Verbriefung (im Englischen: Securitization) um die Schaffung von

handelbaren Wertpapieren aus Forderungen oder Eigentumsrechten heraus." (Fendel / Frenkel, 2009, S. 80). Mittels Verbriefung werden ursprünglich illiquide, d. h. nicht handelbare Vermögenswerte, in handelbare Wertpapiere umgewandelt (vgl. Ricken, 2008, S. 21).

Die Verbriefung zählt zu den Instrumenten des Kreditrisikotransfers. Diese ermöglichen einen vollständigen oder teilweisen Transfer der Kreditrisiken auf Dritte. Die folgende Abbildung zeigt einen Überblick über die Instrumente des Kreditrisikotransfers.

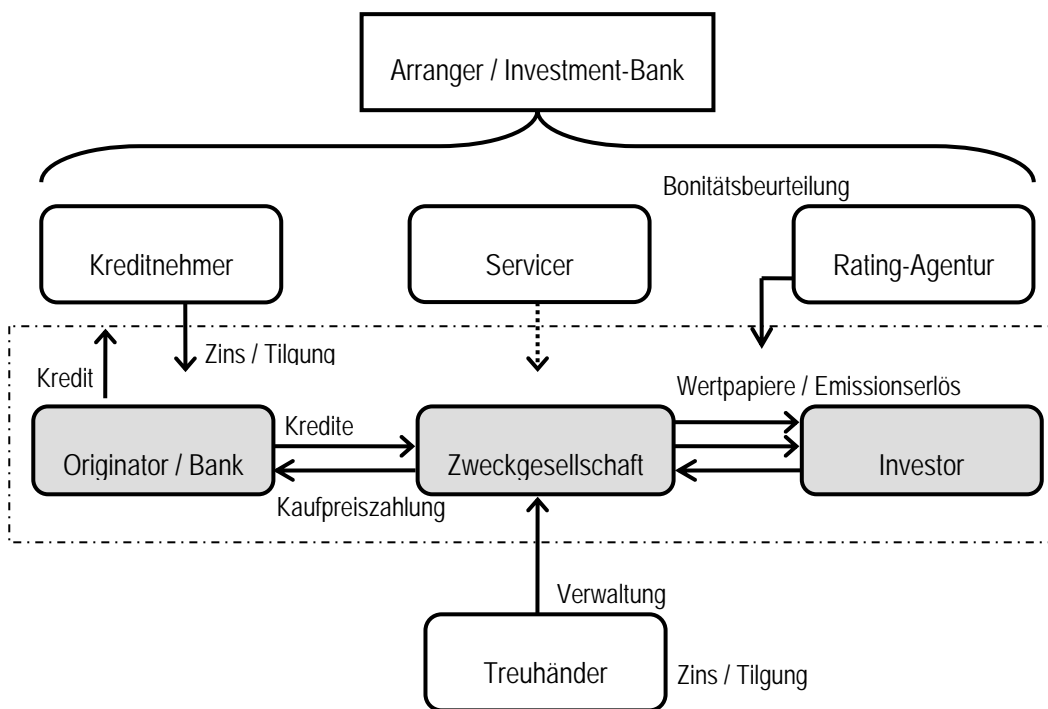
**Abbildung 8: Instrumente des Kreditrisikotransfers**



Quelle: in Anlehnung an: Rudolph et al., 2007, S.14

Die Instrumente des Kreditrisikotransfers werden unterschieden in traditionelle und kapitalmarktorientierte Produkte. Die Verbriefung gehört dabei zu den kapitalmarktorientierten Produkten. Diese werden unterteilt in Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS) und Collateralized Debt Obligations (CDO). Der Verbriefungsprozess generiert aus Krediten handelbare Wertpapiere, sog. ABS. Es werden dabei keine einzelnen Kredite verkauft, sondern mehrere Kredite zu einem Forderungspool zusammengefasst. Bei dem Verbriefungsprozess handelt es sich um ein Beziehungsdreieck zwischen Bank, Zweckgesellschaft und Investor, in den eine Vielzahl weiterer Akteure involviert ist (vgl. Simon, 2007, S. 6 ff. u. 11). Die folgende Abbildung stellt die Grundstruktur der Verbriefung in vereinfachter Weise grafisch dar.

Abbildung 9: Grundstruktur einer klassischen Kreditverbriefung



Quelle: in Anlehnung an Ricken, 2008, S. 22

Die Bank (Originator) tritt als Verkäufer auf, der sein Kreditportfolio verkaufen möchte. Dieses Portfolio wird an die eigens für den Verbriefungsprozess gegründete Zweckgesellschaft – im Englischen Special Purpose Vehicle (SPV) - übertragen. Eine Zweckgesellschaft verfügt weder über Mitarbeiter noch über Betriebsmittel. Verwaltet wird sie von einem 'Servicer'. Um jedoch eine unveränderte Beziehung zum Kreditnehmer zu gewährleisten, wird diese Aufgabe i. d. R. vom Originator selbst übernommen (vgl. Ricken, 2008, S. 22 f.).

Für die Überlassung des Kreditportfolios zahlt die SPV der Bank einen vereinbarten Kaufpreis. Die Kredite werden als ABS-Papiere am Kapitalmarkt emittiert und der Kaufpreis über den Emissionserlös finanziert. Die Zahlungsansprüche aus den Wertpapieren (Securities) sind durch die übertragenen Vermögenswerte (Assets) gedeckt (Backed) (vgl. Rudolph et al., 2007, S. 40 f.). Beim Verbriefungsprozess nimmt der Originator i. d. R. die Hilfe eines Arrangers, meist eine Investmentbank, in Anspruch. Er übernimmt eine Beratungs- und Vermittlungsfunktion sowie die Strukturierung der Transaktion (vgl. Ricken, 2008, S. 21).

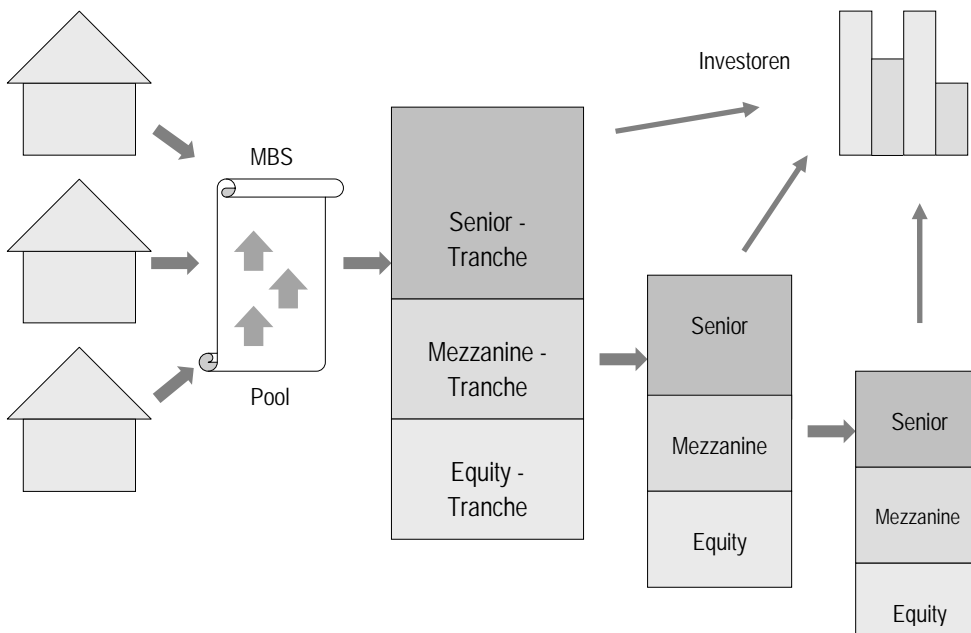
Des Weiteren sind in den Verbriefungsprozess Rating-Agenturen und Treuhänder involviert. Die Rating-Agenturen sind für die Risikobewertung der Wertpapiere zuständig. Sie übernehmen regelmäßig die Beurteilung der Bonität der Wertpapiere. Dies erfolgt vor und während des Transaktionsprozesses. Die Treuhänder sind hauptsächlich für die Einhaltung der Investorenrechte zuständig. Ihr Aufgaben- und Verantwortungsgebiet variiert von Fall zu Fall und wird im Treuhandvertrag geregelt. Bei den Käufern (Investoren) der ABS handelt es sich i. d. R. um Banken, (Rück-) Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften. Dieser Käuferkreis hat sich in letzter Zeit insbesondere um Unternehmen, Hedgefonds und Privatanleger erweitert (vgl. Ricken, 2008, S. 23 f.; Simon, 2007, S. 12).

Für die Finanzmarktkrise sind insbesondere Mortgage Backed Securities (MBS) und Collateralized Debt Obligations (CDO) relevant. Bei MBS-Wertpapieren handelt es sich um grundpfandrechtlich gesicherte Wertpapiere, d. h. ihnen liegen Hypothekenforderungen zugrunde (vgl. Simon, 2007, S. 8). Sind die Wertpapiere forderungsrechtlich gesichert, werden diese unter Collateralized Debt Obligations (CDO) zusammengefasst (vgl. EZB, 2008, S. 93).

Bereits bei der Kreditvergabe der Subprime-Kredite war den Banken bewusst, dass eine Rückzahlung nicht gesichert ist. Die unsicheren Kredite gaben sie daher mit Hilfe der Verbriefung an andere Banken oder Finanzinvestoren am Kapitalmarkt weiter, so dass sie bei Ausbleiben der Zins- und Tilgungsleistungen davon nicht mehr betroffen waren. Bei diesen neu geschaffenen Wertpapieren handelte es sich um MBS (vgl. Sinn, 2009, S. 131 f.). Die beiden Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac dominierten den Verbriefungsmarkt von Hypotheken. Sie trugen zwar eine private Rechtsform, arbeiteten aber als gemeinwirtschaftliche Unternehmen. Zu ihrer Aufgabe gehörte es, Kreditansprüche von Hypothekenbanken - bis zu einer bestimmten Risikogrenze - zu erwerben. Zur Konsolidierung der verbleibenden Risiken wurde ein Teil der Ansprüche verbrieft und als MBS-Papiere am Kapitalmarkt verkauft. Ein Teil der Ansprüche blieb jedoch in ihrem Besitz, so dass auch sie in den Sog der Krise gerieten (vgl. Sinn, 2009, S. 134).

Der Anreiz, MBA-Papiere zu erwerben, bestand u. a. in hohen Renditen, die möglich waren. Doch aufgrund der Intransparenz der Papiere blieben diese nicht lange bei ihren Erwerbern - meist international tätige Geschäfts- und Investmentbanken -, sondern wurden abermals verbrieft. Hierbei entstanden die s. g. CDO-Papiere, die nicht wie die MBS-Papiere homogen waren, sondern aus verschiedensten ABS-Papieren bestanden (vgl. Sinn, 2009, S. 136 ff.). Die Strukturierung ermöglichte eine Einstufung der Wertpapiere in verschiedene Risikoklassen s. g. Tranchen. Die Risikoklassen gliedern sich in Senior-Tranche: bestes Rating, geringstes Verlustrisiko; Mezzanine-Tranche: mittleres Verlustrisiko; Equity-Tranche: trägt das größte Verlustrisiko. Dabei war es auch möglich, aus einem Teil der schlechteren MBS-Papiere, Papiere der besten Kategorie zu generieren. D. h. aus einem Subprime-Kreditpaket konnte über den Prozess der Mehrfachverbrieftung ein umfangreiches Portfolio mit AAA-Rating entstehen. Um auch die unterste Tranche für Investoren interessant zu machen, wurde bei dieser Tranche die höchste Rendite in Aussicht gestellt (vgl. Bofinger et al., 2007, S. 112 f.). Die folgende Abbildung stellt die Verbriefung von Hypothekenkrediten grafisch dar.

**Abbildung 10: Verbriefungsprozess von Hypothekenkrediten**



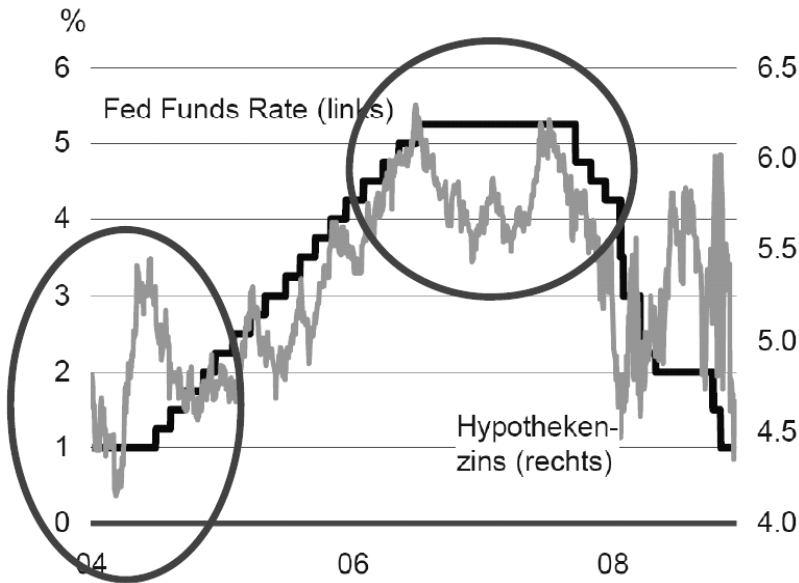
Quelle: in Anlehnung an Sinn, 2009, S. 139

Eine zentrale Rolle spielten die involvierten Rating-Agenturen, wie bspw. Moody's Investor Services und Standards & Poors. Diese übernahmen die Bewertung der Wertpapiere. Dabei bewerteten sie jedoch nur Einzelfälle und beachteten nicht das Systemrisiko. „Unter Systemrisiko versteht man den Umstand, dass sich der Zusammenbruch einzelner Wirtschaftseinheiten auf die gesamte Volkswirtschaft ausbreiten und zu einer gesamtwirtschaftlichen Krise führen kann.“ (Aschinger, 2001, S. 9). Dieses Risiko kann sich bspw. durch steigende Zinsen oder durch das Platzen der Immobilienblase entstehen. Aus diesem Grund kam es zu gravierenden Fehlbewertungen, die erst im Laufe der Krise nach unten angepasst wurden. Folge: Durch die Wertveränderungen dieser Papiere kam es zu hohen Abschreibungen bei den Investoren, wodurch u. a. zahlreiche Banken in Notlage gerieten (vgl. Neubäumer, 2008, S. 734).

### 3.4 Entwicklung von Zinsen, Schuldendienst und des US-Immobilienmarktes

Wie bereits gezeigt wurde, führte die drastische Senkung des US-Leitzinses von 6,5% auf 1% auch zu niedrigen Hypothekenzinsen, die von den Banken an ihre Kunden weitergegeben wurden. Dies förderte zusätzlich die Nachfrage nach Wohnimmobilien (vgl. Fendel / Frenkel, 2009, S. 79). Das Konzept der Subprime-Hypotheken konnte jedoch nur bei einem niedrigen Zinsniveau erfolgreich funktionieren. Als es ab dem Sommer 2004 zu einem stetigen Anstieg des Zinsniveaus kam und der US-Leitzins im Juni 2006 auf 5,25% kletterte (vgl. Abb. 11), konnten viele Eigenheimbesitzer aufgrund des variablen Zinssatzes ihrer Kredite diese nicht mehr zurückzahlen (vgl. Fendel / Frenkel, 2009, S. 79). Dies lag u. a. daran, dass einige Kredite von Beginn an so ausgestellt wurden, dass der Kredit nur unter einer Verwertung der Immobilie und nicht aus dem Einkommen bedient werden konnte. Lockangebote - mit einer anfänglich sehr geringen Belastung - sollten den Kundenkreis um eigentlich nicht kreditwürdige Kunden erweitern (vgl. Burghof / Prothmann, 2008, S. 703).

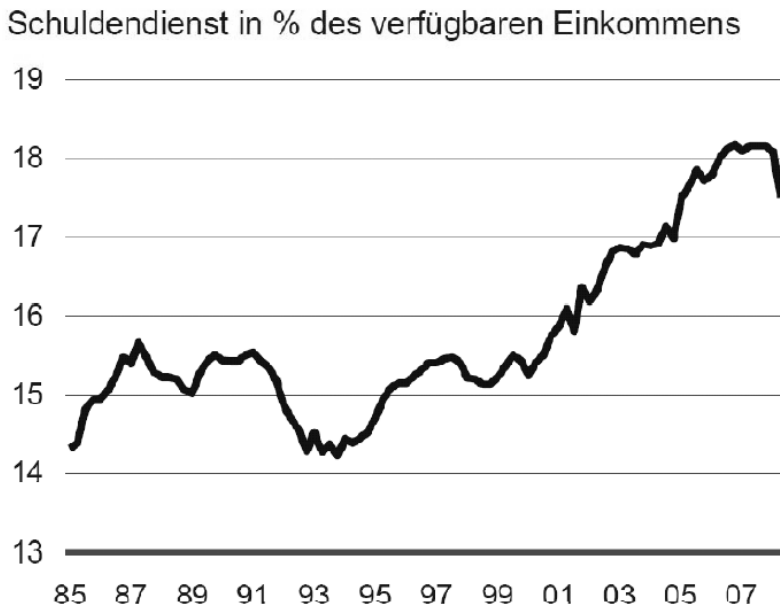
Abbildung 11: Fed Straffung ließ US-Hypothekenzinsen steigen



Quelle: Fed, Freddie Mac, DB Research

Mit dem Anstieg des Zinsniveaus erhöhte sich in der Folge auch der Schuldendienst von Hauseigentümern um gut 3%. Diese Entwicklung ist in der Abbildung 12 dargestellt.

Abbildung 12: Entwicklung des US-Schuldendienstes



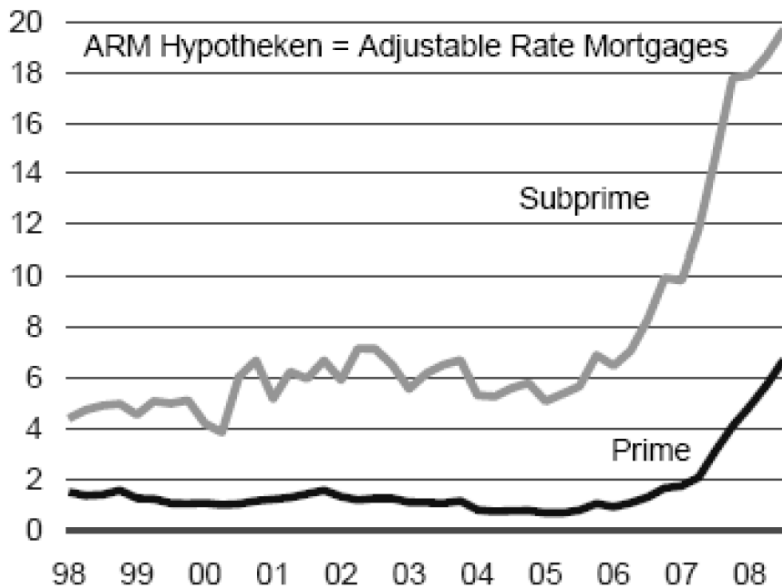
Quelle: Fed, DB Research

Der Anstieg der Zinsen und damit des Schuldendienstes brachte insbesondere finanzschwache Haushalte in Schwierigkeiten. Zwischenzeitliche Leitzinssenkungen haben das Problem zwar etwas entschärft, aber für viele Haushalte kam das zu spät. Die enormen Risiken im Subprime-Segment wurden schlagartig evident. Einkommensschwache Schuldner konnten den gestiegenen Verpflichtungen nicht

mehr nachkommen und mussten ihr Haus verkaufen. Amerikanische Banken meldeten Zahlungsausfälle in Rekordhöhe.

**Abbildung 13: Rasanter Anstieg der US-Zahlungsprobleme**

Hypotheken mit Rückzahlungsverzug von 60 Tagen und länger sowie in Zwangsvollstreckung, %



Quelle: MBA, DB Research

In vielen Fällen war das Haus plötzlich weniger wert als die Hypothek. Der Abwärtstrend wurde verstärkt, da in den USA der Hypothekenschuldner nur mit seiner Immobilie, nicht aber mit seinem restlichen Privatvermögen haftet. Das führte dazu, dass der Anreiz groß war, nicht zu zahlen und stattdessen das Haus an die Bank zurückzugeben (walk away).

Diese Entwicklung endete letztlich im Zusammenbruch des US-Immobilienmarktes. Die Blase platzte.

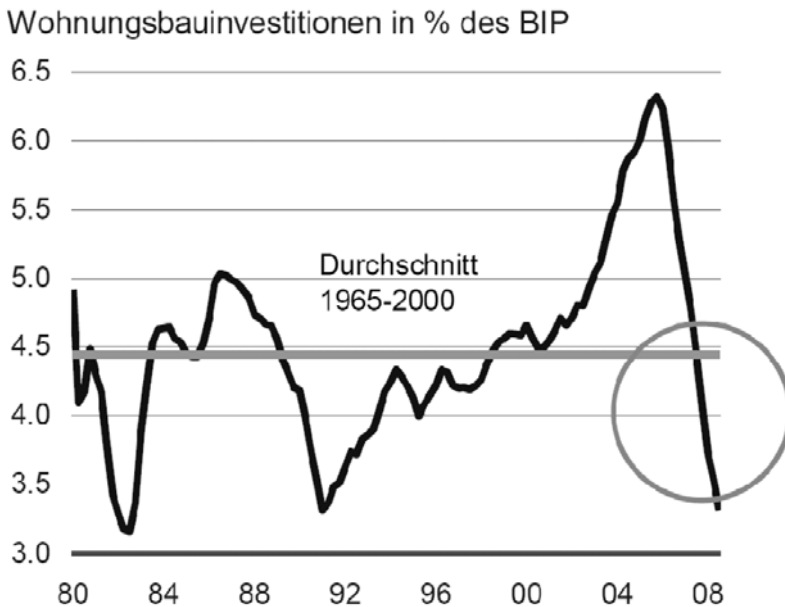
**Abbildung 14: Entwicklung der US-Neubaubeginne**



Quelle: US Census, DB Research

Die Neubaubeginne in den USA, die 2006 noch ein Rekordniveau von über 2,1 Mio. erreichten, stürzten innerhalb kurzer Zeit auf weniger als 0,9 Mio. Neubaubeginne ab. Damit fielen die Neubaubeginne auf ein Niveau früherer Baurezessionen (vgl. Abb. 14). Ebenso fiel die Investitionsquote im Wohnungsbau merklich unter den langfristigen Trend (vgl. Abb. 15).

**Abbildung 15: Investitionsquote im US-Wohnungsbau**



Quelle: BEA, DB Research



### **3.5 Verantwortlichkeiten: Staats- und Marktversagen**

Schuldige sind schnell gefunden: Neoliberalismus und gierige Banker. Für viele Politiker, die zum Teil als Aufsichtsräte der Staatsbank KfW auch nichts von den Milliardenrisiken der Tochter IKB mitbekamen, ist die Schuldfrage damit geklärt.

Im Ergebnis lässt sich jedoch festhalten, dass eine übertrieben expansive keynesianische Wirtschaftspolitik den Weg in die Krise von 2008 bereitet hat. Der Anteil bzw. die Verantwortung des Staates an der Krise darf nicht übersehen werden (vgl. Wohlgemuth / Zweynert, 2009, S. 409 f.). Eine expansive Politik des billigen Geldes, sozialpolitischer Dirigismus und laxer Regulierung der Kapitalmärkte bildeten eine verhängnisvolle Mischung, durch die das neoliberale Prinzip „Haftung“ außer Kraft gesetzt wurde (vgl. Wohlgemuth / Zweynert, 2009, S. 411), denn „Wer den Nutzen hat, muss auch den Schaden tragen... Investitionen werden umso sorgfältiger gemacht, je mehr der Verantwortliche dafür haftet. Die Haftung wirkt insofern also prophylaktisch gegen die Verschleuderung von Kapital und zwingt dazu, die Märkte sorgfältig abzutasten.“ (Eucken, 1952, S. 279 f.). Bis hierher liegt eindeutig Staatsversagen vor.

Dennoch darf ebenso wenig das Versagen vieler Marktteilnehmer insbesondere auf den Finanzmärkten übersehen werden. Unbestritten sind die Jagd nach Renditen, das Versagen von Risikosystemen und vor allem die Möglichkeiten und der Gebrauch von Instrumenten, Risiken zu verschleiern und zu verschieben. Insofern ist die Krise eine Mischung aus Staat- und Marktversagen.

## **4 WIRTSCHAFTLICHE FOLGEN DER FINANZMARKTKRISE**

### **4.1 Folgen für die Finanzwirtschaft**

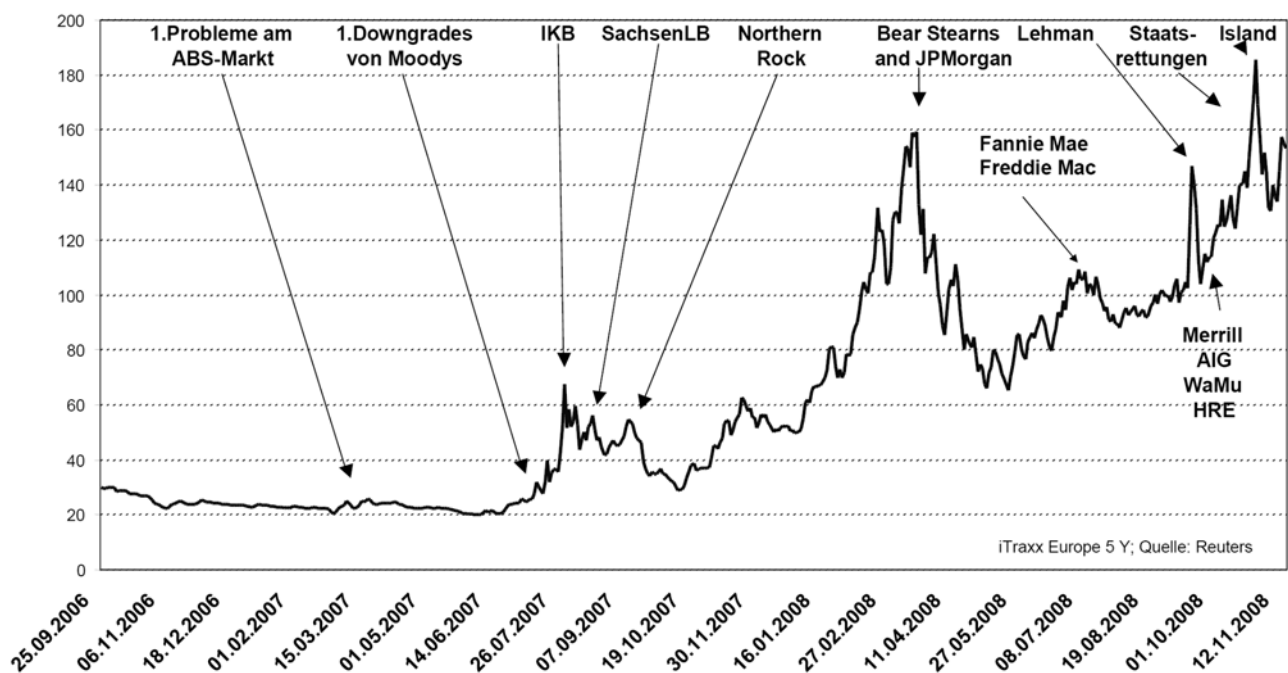
Als im Sommer 2007 die Hiobsbotschaften vom US-Immobilienmarkt zunahmen, kamen verbreitet Zweifel über die Werthaltigkeit strukturierter Produkte auf. Der Absatz der Refinanzierungspapiere der Zweckgesellschaften geriet ins Stocken, die bisherigen Käufer hielten sich aus Angst vor Verlusten zurück. Die eingetretene Negativentwicklung führte zu einer kollektiven Neubewertung der verbrieften Titel. Die erste Ausverkaufswelle setzte im Juli 2007 ein. Der Markt für die Anleihen der Zweckgesellschaften war in sich zusammengebrochen. Die Finanzprodukte waren so komplex, dass selbst viele Experten sie kaum verstanden und somit auch nicht korrekt bewerten konnten. Daneben gab es kaum Informationen darüber, wer die besonders kritischen Tranchen hält, da der Verbriefungsmarkt nahezu unreguliert ist. Durch die minderwertigen Immobilienkredite in den USA und deren Refinanzierung über Anleihen, die weltweit verkauft wurden, ist aus der Krise des US-Immobilienmarktes eine internationale Finanzkrise geworden (vgl. Hemmrich, 2008, S. 518).

Der Banken- und Finanzsektor wurde somit als erstes von der Krise getroffen mit gravierenden Folgen für den Interbankenmarkt. Auf dem Interbankenmarkt findet der Handel zwischen den Banken mit Geld, Devisen oder Wertpapieren statt (vgl. Wierichs / Smets, 2003, S. 125). Über diesen Markt geben sich die Banken untereinander Kredite. Dabei erfolgt eine Umverteilung der Liquidität von Banken mit einem Liquiditätsüberschuss zu Banken mit einem vorübergehenden

Liquiditätsdefizit. Das kann z. B. ausgelöst werden, wenn die Nachfrage nach Krediten oder der Bedarf an Auszahlungen an die Bankkunden drastisch steigt. Zur Behebung des Liquiditätsdefizits kann die betroffene Bank am Interbankenmarkt einen Kredit aufnehmen, um wieder Liquidität zu erreichen (vgl. Eisenring, 2008).

Im September 2008 brach der Interbankenmarkt zusammen, als bekannt wurde, dass die US-Investmentbank Lehman Brothers keine staatliche Unterstützung bekommt. Die Banken stellten aus Angst vor einer ausbleibenden Kreditrückzahlung die Kreditvergabe untereinander nahezu ein. Mit dem Untergang von Lehman Brothers gingen erhebliche Zinsaufschläge einher. Der Zinsaufschlag kann als ein Indikator gesehen werden, der die Angst der Gläubiger vor einer ausbleibenden Kreditrückzahlung widerspiegelt. Die Zinsmargen, die beim Verleih von Geld entstehen, wurden durch den rasanten Zinsaufschlag vernichtet und die Kreditvergabe verlor zusätzlich an Attraktivität. Die wenigen Banken, die noch Kredite vergaben, verlangten dafür hohe Zinsen (vgl. Sinn, 2009, S. 70 ff.). Die nachstehende Abbildung verdeutlicht die Entwicklung der Risikoaufschläge.

**Abbildung 16: Entwicklung der Risikoaufschläge**



Quelle: Reuters

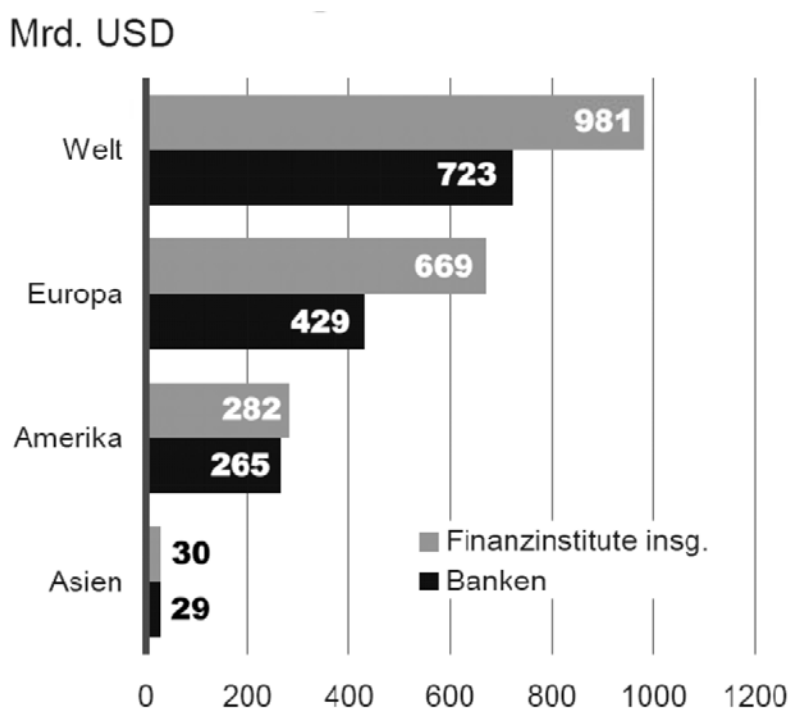
Spürbar wurde der Vertrauensverlust zusätzlich durch eine Verkürzung der Laufzeiten, später an der Reduzierung des Umfangs der einzelnen Kredite. Letztlich reduzierte sich dann das Gesamtvolumen der gewährten Kredite so stark, dass der Interbankenmarkt zum Erliegen kam (vgl. Fendel / Frenkel, 2009, S. 81). Ein solches Szenario kann zu einer Kettenreaktion führen, wenn die Banken ihre Refinanzierung nicht mehr gewährleisten können und folglich insolvent werden.

Um das Interbankensystem funktionsfähig zu halten, hat die EZB bis Juni 2009 bereits 442 Milliarden Euro zusätzliche Liquidität dem Interbankenmarkt zur Verfügung gestellt. Damit sind ca. ein Jahr lang 1100 Banken mit Krediten zu einem Zinssatz von 1% versorgt (vgl. Manager-Magazin, 2009).

Die Refinanzierung der Banken am Interbankenmarkt erholt sich langsam wieder. Denn Libor und Ted-Spreads (= Differenz zwischen den Kosten der Banken- und Staatsfinanzierung) sind wieder gefallen. Diese erreichten den tiefsten Wert seit August 2007. Im Mai 2009 lag der Libor für dreimonatige Dollarausleihungen bei 0,83%, der Ted-Spread ging auf 67 Basispunkte zurück. Libor und Ted-Spread können als Indikatoren gesehen werden, die das Vertrauensverhältnis auf dem Interbankenmarkt widerspiegeln. Der Rückgang dieser Werte zeigt, dass das Vertrauen auf dem Interbankenmarkt langsam wieder steigt (vgl. Bayer / Mai, 2009).

Abgesehen von der Vertrauenskrise der Banken untereinander führte die Zahlungsunfähigkeit vieler Hypothekenschuldner bzw. das Platzen der Immobilienblase zu riesigen Wertberichtigungen bei den Finanzinstituten.

Abbildung 17: Abschreibungen



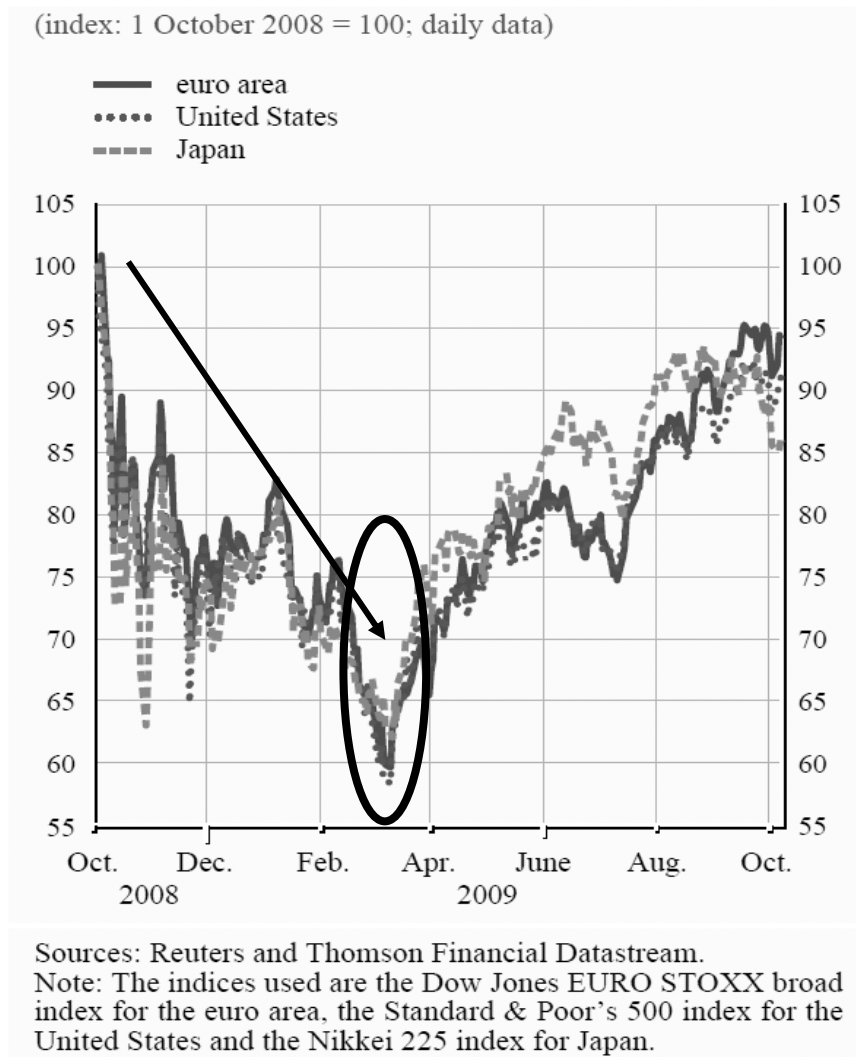
Quelle: Bloomberg, DB Research

Weltweit addierten sich die Abschreibungen der Finanzinstitute auf nahezu eine Billion US-Dollar, wobei der Löwenanteil auf die Banken entfiel. Dadurch ist auch das Ertragsproblem der Banken verschärft worden. Da die Kreditvergabekapazität einer Bank durch ihr haftendes Eigenkapital begrenzt ist, führten die Bewertungsverluste zu einer Einschränkung der Geschäftstätigkeit, die sich erneut auf die Ertragslage auswirkt (vgl. Sachverständigenrat der Wirtschaft, 2009). Durch den Einbruch auf dem Markt für Verbriefungen gehen den Finanzintermediären Gebühren in Milliardenhöhe verloren. Der Zusammenbruch von Teilen des Investmentbankings bedeutet für Banken eine sehr hohe Belastung. Diese Sparte war bislang eine der ertragreichsten Geschäftsbereiche.

In der Folge stürzen die Börsen weltweit ab. Im Euro-Raum, in den USA und in Japan gaben die marktbreiten Aktienindizes allein von Oktober 2008 bis März 2009 um bis zu mehr als 40% nach (vgl. Abb. 18). Die Befürchtungen hinsichtlich der Solidität der

Banken und die eingetrübten weltwirtschaftlichen Aussichten verstärkten die Risikoaversion der Anleger (vgl. EZB, 2009a, S. 40).

**Abbildung 18: Entwicklung der Aktienmärkte**

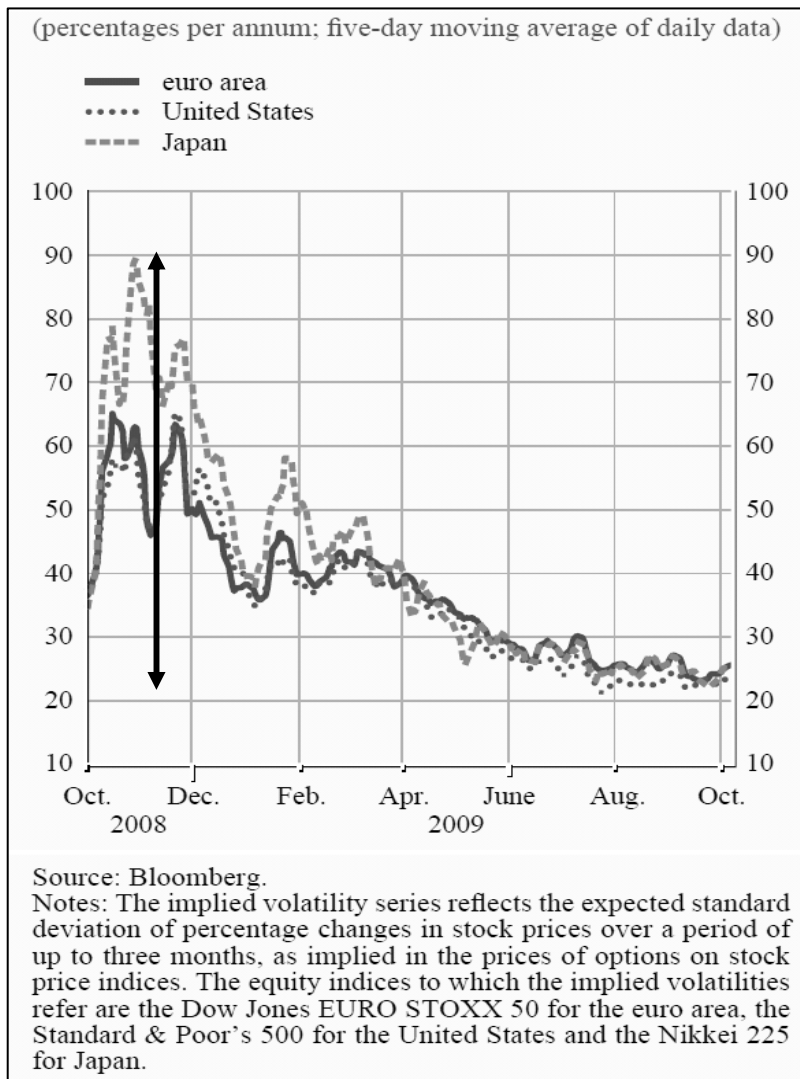


Quelle: EZB, Monatsbericht Oktober 2009b, S. 34

Insbesondere die Aktien von Finanzunternehmen erlitten die stärksten Einbußen. Dennoch waren nahezu alle Sektoren von Verlusten betroffen. Dies deutet auf einen allgemeinen Anstieg der Risikoaversion der Anleger und eine zunehmende Besorgnis in Bezug auf die konjunkturelle Entwicklung hin (vgl. EZB, 2009a, S. 41).

Die Sorgen um die Solidität des Bankensektors und die weltwirtschaftlichen Aussichten erhöhten die Unsicherheit an den Aktienmärkten, die an der aus Aktienoptionen abgeleiteten impliziten Volatilität gemessen wird. Wie die Abbildung 19 zeigt, erreichte die Aktienkursvolatilität im Frühherbst 2008 einen Spitzenwert, was darauf hindeutet, dass die Anleger eine massive Risikoaversion an den Tag legten und höhere Aktienrisikoprämien verlangten (vgl. EZB, 2009a, S.41).

Abbildung 19: Entwicklung der impliziten Aktienkursvolatilität



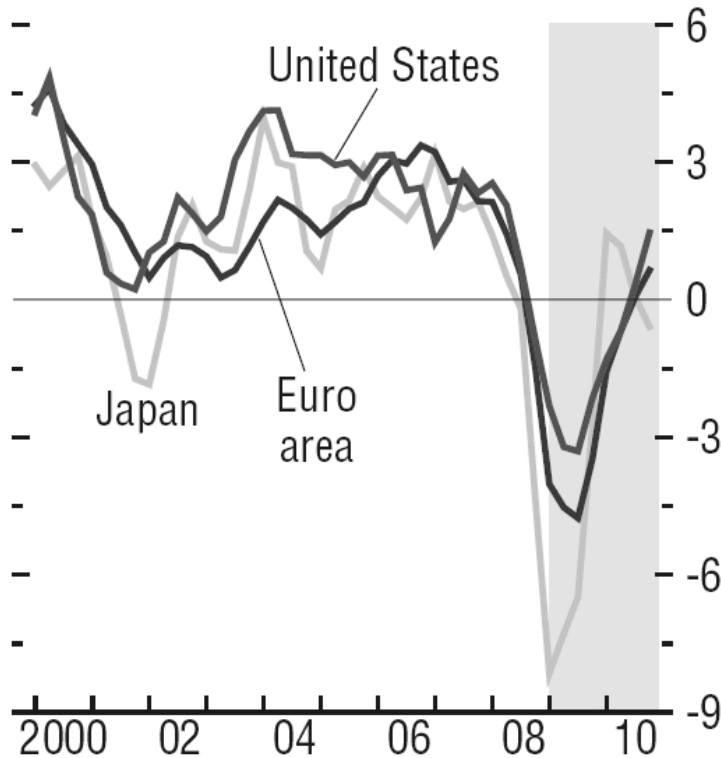
Quelle: EZB, Monatsbericht Oktober 2009b, S. 35

Obwohl die Unsicherheit im Laufe der Zeit wieder gesunken ist und den Werten vor der Verschärfung der Finanzkrise im September 2008 entsprach, liegt sie derzeit immer noch höher als vor Beginn der Spannungen an der Kreditmärkten Mitte 2007 (vgl. EZB, 2009b, S. 34).

## 4.2 Folgen für die Realwirtschaft

Zuerst traf die Krise zwar die Finanzmärkte, doch in der Folge bricht das Wirtschaftswachstum weltweit massiv ein. Die Abbildung 20 zeigt dies eindrucksvoll.

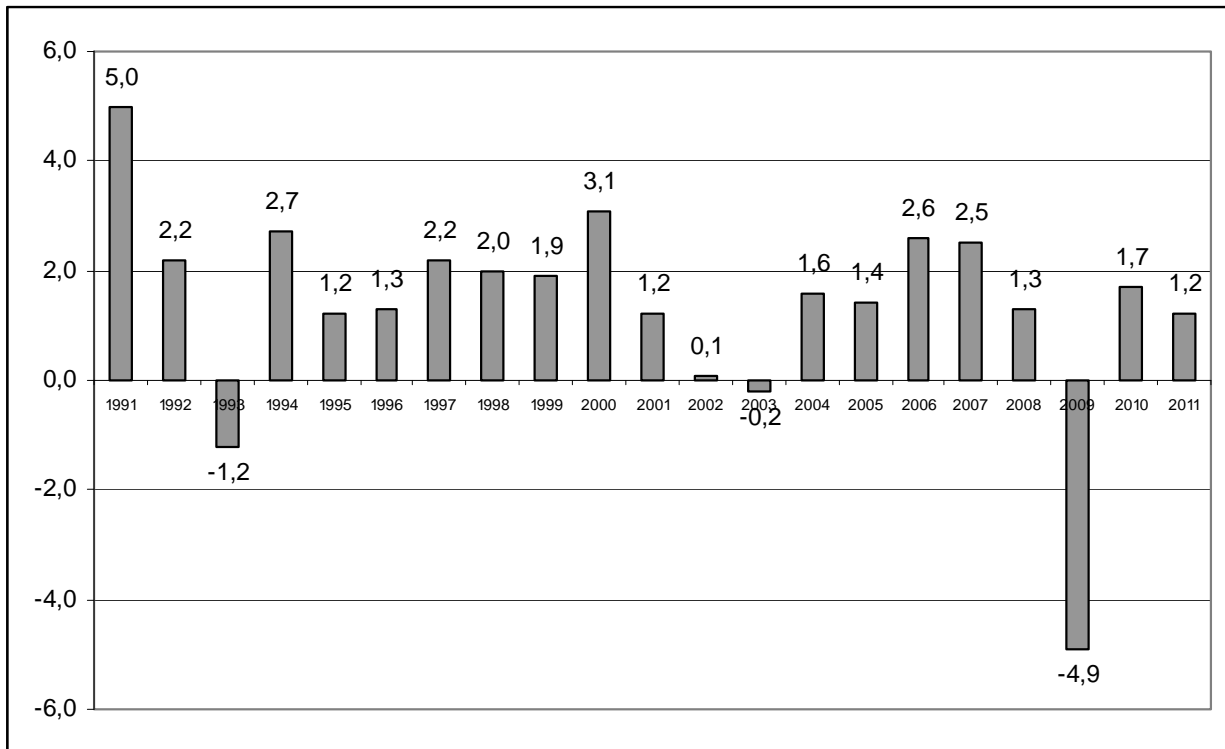
Abbildung 20: Einbruch des weltweiten Wirtschaftswachstums



Quelle: IMF, World Economic Outlook, April 2009, S. 15

Anders als bei der Weltwirtschaftskrise von 1929 sind heute neben den USA und Europa erstmalig auch viele aufstrebende Volkswirtschaften wie Russland, Dubai, die Staaten Mittel- und Osteuropas und Asiens betroffen. Exportorientierte Nationen wurden besonders stark vom rückläufigen Welthandel erfasst (vgl. Nastansky / Strohe, 2010, S 23). Von allen großen europäischen Volkswirtschaften verzeichnete Deutschland mit knapp 5% den schärfsten Wachstumseinbruch (vgl. Abb. 21).

Abbildung 21: Entwicklung des deutschen Bruttoinlandsprodukts in Prozent



Quelle: IMF, Statistisches Bundesamt, ifo-Institut

Maßgeblich für diese dramatische Wirtschaftsentwicklung ist der weltweit nahezu synchrone Nachfrageeinbruch nach Investitions- und langlebigen Konsumgütern in Folge der internationalen Finanzkrise. Die deutsche Wirtschaft ist hiervon überdurchschnittlich betroffen, da sie in hohem Maße exportorientiert ist und auf besonders konjunkturrempfindliche Industrieerzeugnisse spezialisiert ist. Die Konjunkturprognose für 2010 und 2011 verheißt für die deutsche Wirtschaft keine große Dynamik. Die Wachstumsraten von 1,7 bzw. 1,2% für dieses und nächstes Jahr dürfen nicht darüber hinwegtäuschen, dass wir von einer stark geschrumpften Basis des BIP ausgehen. Einzelheiten verdeutlicht die nächste Abbildung.

Abbildung 22: Konjunktorentwicklung in Deutschland

**Eckdaten der Prognose  
für die Bundesrepublik Deutschland**

	2007	2008	2009 (1)	2010 (1)	2011 (1)
Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr <sup>a)</sup>					
Private Konsumausgaben	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,7
Konsumausgaben des Staates	1,7	2,1	2,5	1,3	1,1
Bruttoanlageinvestitionen	5,0	3,1	-8,4	0,9	0,5
Ausrüstungen	11,0	3,3	-20,0	1,0	1,5
Bauten	0,0	2,6	-0,4	0,5	-0,7
Sonstige Anlagen	6,5	5,3	6,3	4,0	4,2
Inländische Verwendung	1,0	1,7	-1,6	0,9	0,8
Exporte	7,5	2,9	-14,3	8,4	4,5
Importe	4,8	4,3	-8,3	6,9	3,9
Bruttoinlandsprodukt (BIP)	2,5	1,3	-4,9	1,7	1,2
Erwerbstätige <sup>b)</sup> (1000 Personen)	39724	40279	40267	39982	39983
Arbeitslose (1000 Personen)	3776	3268	3426	3607	3617
Arbeitslosenquote <sup>c)</sup> (in %)	8,7	7,5	7,9	8,3	8,3
Verbraucherpreise <sup>d)</sup> (Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr)	2,3	2,6	0,3	0,6	0,8
Finanzierungssaldo des Staates <sup>e)</sup>					
- in Mrd. EUR	4,7	1,0	-73,3	-124,7	-138,0
- in % des Bruttoinlandsprodukts	0,2	0,0	-3,0	-5,1	-5,5
nachrichtlich:					
Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum (Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr)	2,7	0,6	-3,9	1,0	0,9
Verbraucherpreisindex im Euroraum <sup>f)</sup> (Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr)	2,1	3,3	0,2	0,9	1,2

1) Prognose des ifo Instituts. - a) Preisbereinigte Angaben. - b) Inlandskonzept. - c) Arbeitslose in % der inländischen Erwerbspersonen (Wohnortkonzept). - d) Verbraucherpreisindex (2000=100). - e) In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (ESVG 95). - f) Harmonisierter Verbraucherpreisindex (2005=100).

Quelle: Eurostat, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, Prognose des ifo Instituts.

Quelle: ifo-Institut

Speziell der deutsche Export wurde in Mitleidenschaft gezogen. Der Export stellt den wichtigsten Stützpfeiler für die deutsche Wirtschaft dar. In den letzten Jahren des Wirtschaftsaufschwungs wies er eine überdurchschnittlich positive Zuwachsrate aus. Auch im ersten Quartal 2008 legten die Ausfuhrsgeschäfte noch kräftig zu. Im weiteren Verlauf der Finanzkrise trübte sich die Lage jedoch zunehmend ein. Abbildung 22 zeigt die Entwicklung des Wirtschaftswachstums in Deutschland und verdeutlicht den starken Rückgang des Außenhandels. So ging der Export im Jahr 2009 gegenüber dem Vorjahr um 14,3% zurück.

Insgesamt betrachtet, entwickelten sich die Exporte in den Jahren 2008 und 2009 besonders in jene Länder verhalten, die von der Immobilienkrise belastet bzw. von der globalen konjunkturellen Abschwächung in Mitleidenschaft gezogen wurden. Dies betraf vor allem Frankreich, Irland, Italien, Spanien und das Vereinigte Königreich innerhalb der EU, sowie die USA und Japan auf internationaler Ebene. Aufgrund der negativen Auswirkungen der Finanzkrise in Verbindung mit einer zyklischen



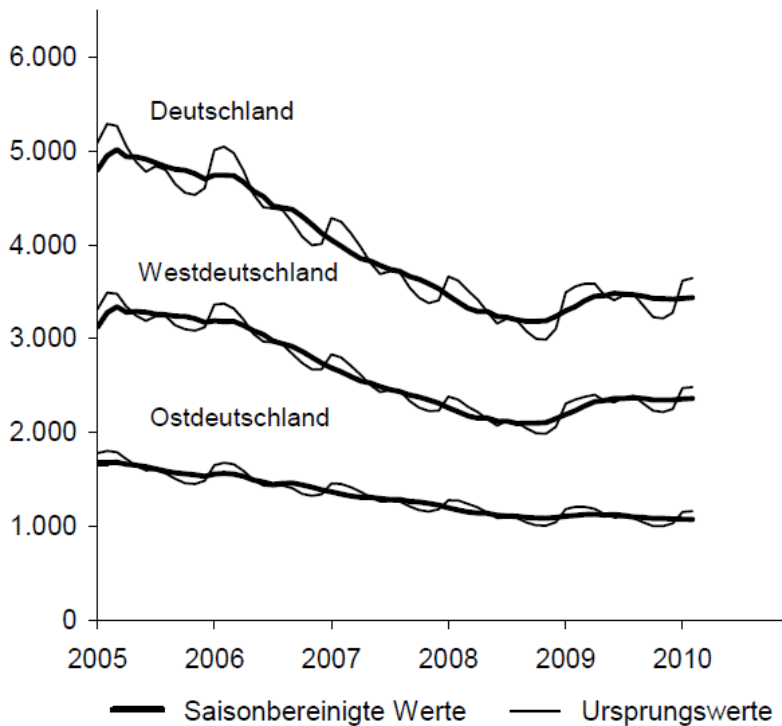
Abschwächung der Wirtschaft brachen die Konsumausgaben in diesen Ländern ein, wodurch sich folglich auch die Nachfrage nach deutschen Exportprodukten rückläufig entwickelte (vgl. dihk, 2008). Die abnehmende Auslandsnachfrage wirkte sich negativ auf viele Wirtschaftszweige Deutschlands aus, besonders auf das produzierende Gewerbe, das einen Schwerpunkt im gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfungsprozess darstellt.

Da die Industrie stark exportorientiert ist, wirkt sich eine in diesem Zweig abnehmende Auslandsnachfrage nicht nur negativ auf die Exportgeschäfte, sondern zugleich verheerend auf die deutsche Konjunktur aus. Aufgrund der nunmehr ungünstigen aus- und inländischen Bedingungen sanken die Auftragseingänge der Unternehmen. Der daraus resultierende Minderabsatz führte zu Umsatz- und Gewinneinbrüchen. Konsequenterweise verringerten die Betriebe ihr Produktionsvolumen, wodurch die Kapazitätsauslastungen sanken. Bereits geplante Investitionsausgaben wurden zurückgestellt. Dies betraf vor allem die Bereiche Bauwirtschaft, Handel und Industrie, hier speziell den Kraftfahrzeugbau und die Luftfahrtbranche. Die investitionsabhängige Kreditnachfrage nahm bereits im Jahr 2008 merklich ab. Insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen verzeichneten ein Minus von 20% (vgl. Abb. 22). Zusätzlich sank infolge der Finanzkrise auch die Kreditbereitschaft der Banken, wodurch die Investitionspläne von Betrieben nochmals eingeschränkt wurden (vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht November 2008, S. 22-67).

Obwohl der Anstieg der Arbeitslosigkeit bisher moderat verlaufen ist, wird ein Anstieg auf etwa 3,6 Millionen Arbeitslose prognostiziert. Dennoch hat sich der deutsche Arbeitsmarkt bisher als robust erwiesen (vgl. Abb. 23).

## Abbildung 23: Arbeitslose in Deutschland

Arbeitslose  
in Tausend  
Deutschland  
2005 bis 2009

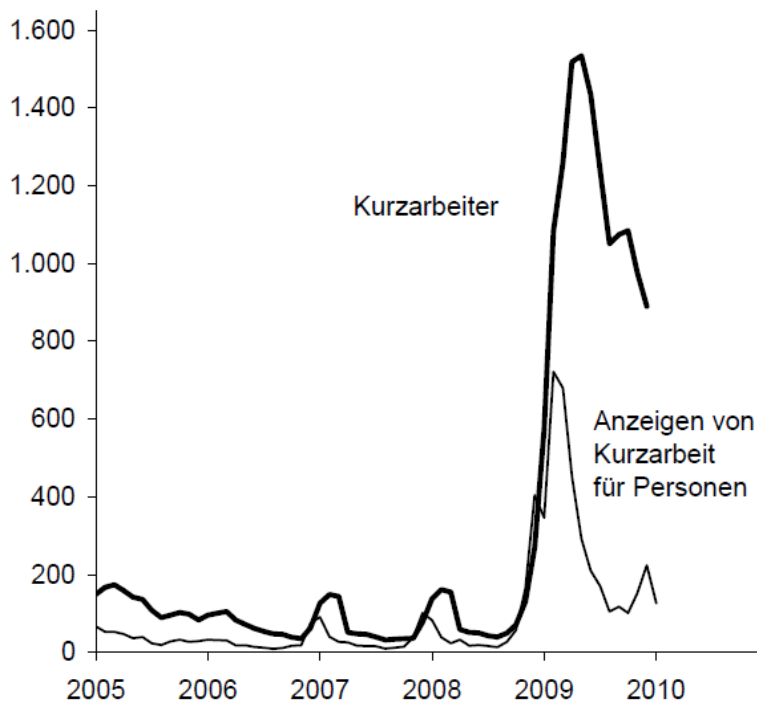


Quelle: Bundesagentur für Arbeit, Monatsbericht Februar 2010a

Der verzögerte Anstieg der Arbeitslosigkeit liegt zum einen daran, dass dies ein nachlaufender Indikator ist und zum anderen die Kurzarbeiterprogramme bisher einem Anstieg der Arbeitslosigkeit entgegengewirkt haben. Die folgende Abbildung macht den sprunghaften Anstieg der Kurzarbeiter 2009 deutlich. Die Arbeitslosigkeit wird 2010 und 2011 aber zu Lasten des Konsums gehen, was dämpfend auf die Konjunktur wirken wird.

## Abbildung 24: Kurzarbeit in Deutschland

Kurzarbeit  
in Tausend  
Deutschland  
2005 bis 2009



Quelle: Bundesagentur für Arbeit, Monatsbericht Februar 2010a

## 5 DARSTELLUNG UND WIRKUNG DER RETTUNGSMABNAHMEN

Weltweit haben die Zentralbanken und Regierungen durch Maßnahmenpakete versucht, der Krise Herr zu werden. In den folgenden Kapiteln werden die geld- und fiskalpolitischen Rettungsmaßnahmen der Zentralbanken und der Bundesregierung vorgestellt und einer ökonomischen Bewertung zugeführt.

### 5.1 Geldpolitische Maßnahmen

Die Zentralbanken haben aufgrund der Schwere dieser Krise zum Teil noch nie angewendete geldpolitische Maßnahmen ergriffen, um den Finanzmarkt zu stabilisieren. Zunächst wird die grundsätzliche Wirkungsweise der Geldpolitik in der Theorie erläutert. Danach werden die bisher ergriffenen Maßnahmen vorgestellt und bewertet.

#### 5.1.1 Wirkungsweise der Geldpolitik in der Theorie

Unter dem Begriff Geldpolitik wird die Steuerung der Geldversorgung durch die Zentralbank verstanden. Es wird dabei zwischen expansiver und kontraktiver

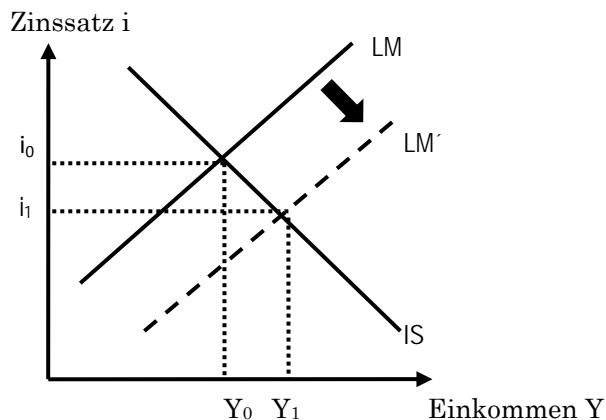
Geldpolitik unterschieden. Eine expansive Geldpolitik liegt vor, wenn die Zentralbank mittels ihrer geldpolitischen Instrumente eine Ausdehnung der Geldmenge vornimmt. Bei einer kontraktiven Geldpolitik hingegen erfolgt eine Verknappung der Geldmenge (vgl. Cezanne, 2005, S. 334 f.).

Die Auswirkungen der aktuellen Finanzkrise zwingen die EZB eine expansive Geldpolitik durchzuführen. Im Folgenden wird nur auf die Theorie der expansiven Geldpolitik eingegangen, eine kontraktive Geldpolitik hätte eine umgekehrte Wirkungsweise zur Folge.

Eine expansive Geldpolitik wird in der Rezession durchgeführt mit dem Ziel, die Wirtschaft zu beleben. Die Wirkungsweise der expansiven Geldpolitik in der Theorie wird hier am IS-LM-Modell erklärt. Es handelt dabei um ein stark vereinfachtes Modell, dem ein konstantes Preisniveau und eine geschlossene Volkswirtschaft als Annahmen unterstellt werden (vgl. Richert, 2007, S. 66 f.).

Das IS-LM-Modell stellt an der Ordinate den Zinssatz  $i$  und an der Abszisse das gesamtwirtschaftliche Einkommen  $Y$  dar. Die beiden Kurven IS bzw. LM spiegeln den Gütermarkt bzw. den Geldmarkt wider. Im Schnittpunkt  $Y_0 / i_0$  herrscht ein simultanes Gleichgewicht, d. h. Geld- und Gütermarkt sind ausgeglichen.

**Abbildung 25: Wirkungsweise expansiver Geldpolitik**



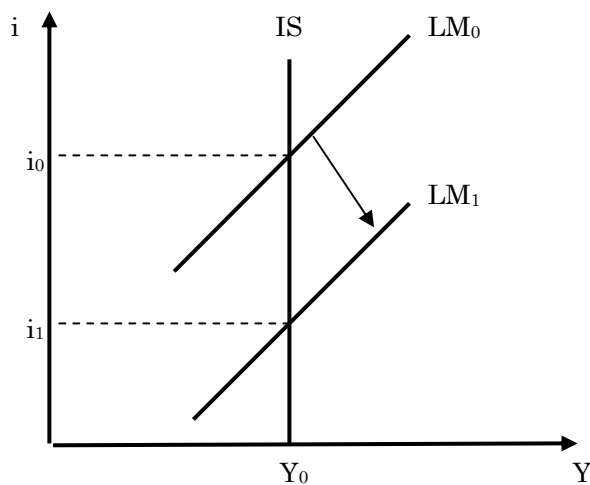
Wird nun eine expansive Geldpolitik durchgeführt, indem die EZB die Geldmenge erhöht, verschiebt sich die LM-Kurve nach rechts mit der Folge, dass am Geldmarkt ein Angebotsüberschuss entsteht. Dieses Ungleichgewicht wird durch eine Zinssenkung ausgeglichen. Es bildet sich ein neues Gleichgewicht im Punkt  $Y_1 / i_1$ . In diesem Modell hat eine Erhöhung der Geldmenge eine Zinssenkung zur Folge, die zu einem Anstieg der Investitionsnachfrage und somit zu einer Zunahme von Produktion und Einkommen führt (vgl. Cezanne, S. 335 f.).

Im Normalfall ist eine expansive Geldpolitik in diesem Modell wirksam, die einkommenserhöhende Wirkung wird jedoch zum Teil kompensiert. Die

Wirkungsintensität ist insbesondere von der Zinselastizität der Geld- und Investitionsnachfrage abhängig (vgl. Richert, 2007, S. 84).

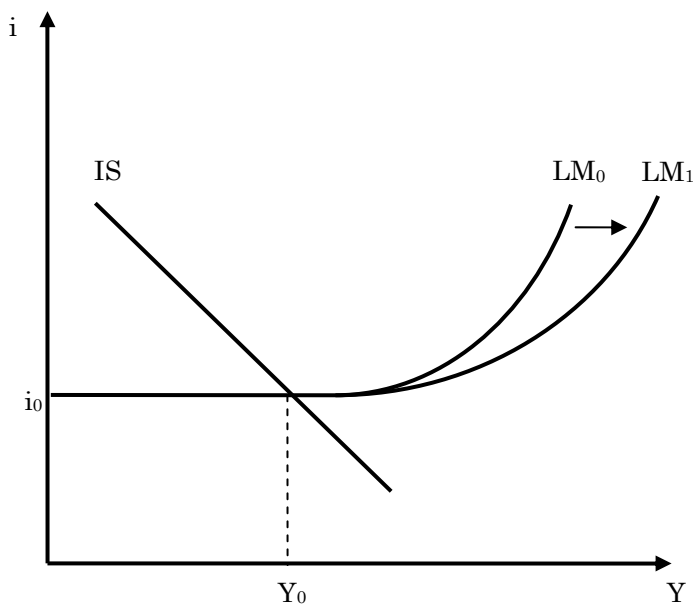
Es gibt jedoch auch Sonderformen, bei denen eine expansive Geldpolitik wirkungslos bleibt. So verläuft bei einer Investitionsfalle die IS-Kurve vertikal. Die LM-Kurve wird durch eine expansive Geldpolitik nach rechts verschoben, was jedoch auch bei einem sinkenden Zins keinen Einfluss auf die Investitionen ausübt. Eine expansive Geldpolitik ist in dieser Situation somit wirkungslos. Die Investitionsnachfrage ist zinsunelastisch.

**Abbildung 26: Investitionsfalle**



Ebenso wirkungslos bleibt die expansive Geldpolitik bei der Liquiditätsfalle. Die LM-Kurve hat dabei einen horizontalen Verlauf. Das zusätzliche Geld wird bei einer Liquiditätsfalle nicht investiert, sondern zurückgehalten. Eine zinsenkende Wirkung bleibt somit aus. Produktion und Einkommen bleiben unverändert (vgl. Cezanne, S. 336). In diesen Fällen kann allerdings die Fiskalpolitik ihre Wirkung am besten entfalten; es käme dann zu einer Verschiebung der IS-Kurve.

Abbildung 27: Liquiditätsfalle



In der aktuellen Krise ist das Szenario der Liquiditätsfalle fast Realität geworden. Der Leitzins der amerikanischen Fed liegt Nahe null und auch die Zinssätze der EZB und der Britischen Zentralbank liegen auf einem kaum weiter sinkbaren Niveau. Es ist davon auszugehen, dass ein weiteres Senken der Leitzinsen ohne großen Effekt bleiben würde. In dieser Situation wäre die Geldpolitik als Instrument zur Konjunkturbelebung an ihre Grenzen gestoßen.

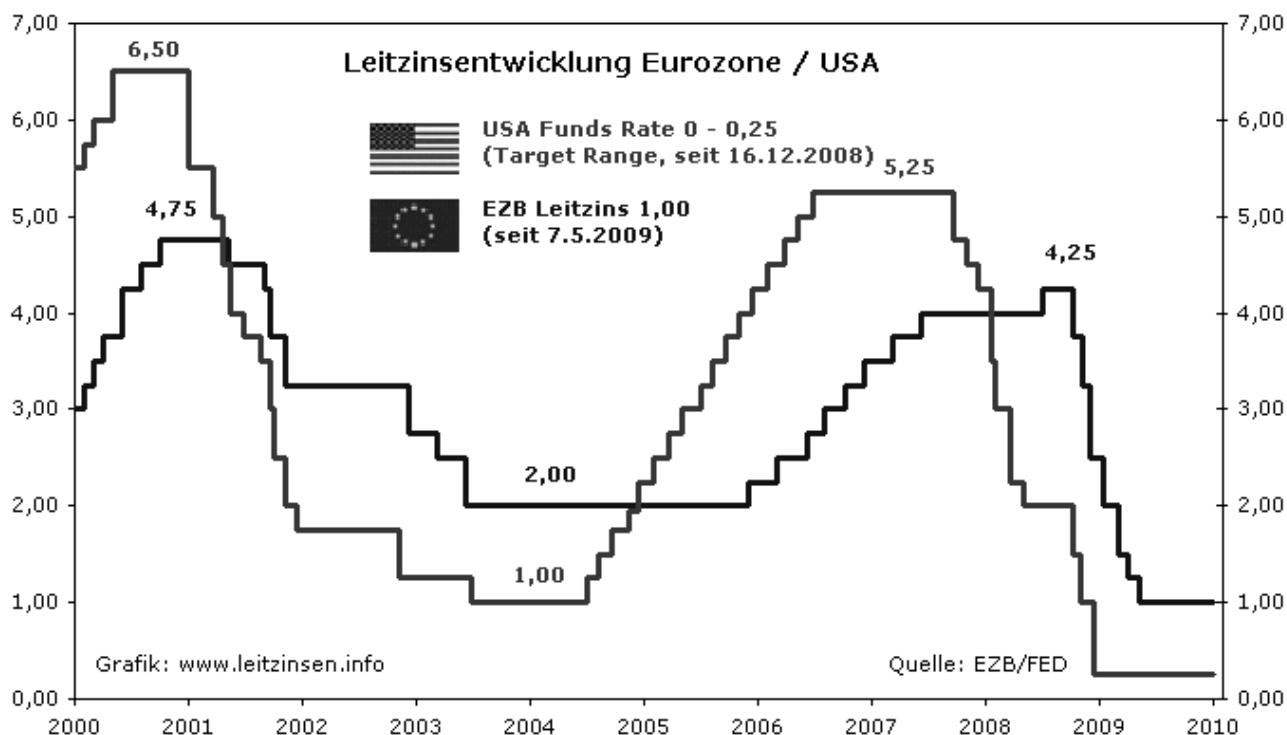
### 5.1.2 Rettungsmaßnahmen der Zentralbanken

Die Zentralbanken haben verschiedene Maßnahmen ergriffen, um das Vertrauen auf dem Interbankenmarkt wiederzugewinnen und die Wirtschaft zu beleben.

#### Leitzinssenkung

Um die gegenwärtige Finanzkrise zu bekämpfen, setzen die Zentralbanken insbesondere auf das Instrument der Leitzinsen. Grundsätzlich gilt, niedrige Leitzinsen verbilligen Kredite und Darlehen, was eine Erhöhung der umlaufenden Geldmenge zur Folge hat. Von Nachteil ist dabei jedoch, dass zu niedrige Zentralbankzinsen die Attraktivität einer Kreditvergabe der Banken untereinander mindert (vgl. Greive, 2009).

Abbildung 28: Leitzinsentwicklung



Quelle: leitzinsen.info, online 26.03.2010

Mit einem aktuellen Wert von 1% erreicht der europäische Leitzins sein bisheriges Rekordtief. Der amerikanische Leitzins ist seit März letzten Jahres von 2,25% auf eine Spanne zwischen null und einem viertel Prozent gesunken. Ähnlich stark reduzierte auch die britische Zentralbank ihren Zins. Dieser sank seit Ende letzten Jahres um 1,5% auf aktuell 0,5%. Andere Zentralbanken haben ebenfalls kräftige Leitzinssenkungen vorgenommen. Die aktuellen Sätze betragen z. B. in der Schweiz 0 - 0,75%, in Japan 0,1% und Großbritannien 0,5%.

Bei einem Vergleich der Leitzinsentwicklung wird deutlich, dass die amerikanische sowie die britische Notenbank ihre Leitzinsen deutlich stärker reduzierten als die EZB. Die Gründe für die stärkere bzw. frühere Leitzinssenkung der amerikanischen Notenbank sowie der Bank von England liegen zum einen darin, dass zum Zeitpunkt der Leitzinssenkung in beiden Ländern bereits eine Rezession vorlag bzw. die Gefahr einer Rezession existierte. In der Euro-Zone bestand diese Gefahr zu der Zeit noch nicht. Darüber hinaus verfolgen die Notenbanken unterschiedliche Primärziele. Während die amerikanische Fed per Gesetz verpflichtet ist, neben Preisstabilität auch einen hohen Beschäftigungsstand zu gewährleisten sowie für moderate Zinsen zu sorgen, ist das vorrangige Ziel der EZB eine Gewährleistung der Preisstabilität. Die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft gilt bei der EZB erst als sekundäres Ziel (vgl. Fischer, 2008).

Die EZB steht bei dieser Krise vor zwei Problemen. So muss einmal die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gestützt werden, um einer steigenden Arbeitslosigkeit und einer sinkenden Nachfrage entgegenzuwirken. Zudem muss die EZB einen einwandfreien Zahlungsverkehr gewährleisten und wieder für steigendes Vertrauen am Interbankenmarkt sorgen (vgl. Vöpel, 2009, S. 487 f.). Die

Leitzinssenkung ist dabei nur ein Instrument zur Lösung dieser Probleme. Wie bereits zuvor erklärt, haben Leitzinssenkungen ihre Grenzen.

### **Ankauf von Covered Bonds**

Die Dimension der aktuellen Krise veranlasste die Zentralbanken dazu, neben der drastischen Leitzinssenkung weitere Maßnahmen zur Liquiditätsbeschaffung zu ergreifen. Erstmals nutzte z. B. die EZB den Ankauf von Covered Bonds zur Liquiditätsbeschaffung (vgl. Greive, 2009). Covered Bonds sind pfandbriefähnliche Anleihen, die mit Hypotheken- oder Staatskrediten besichert sind. Sie gehören zu den Finanzierungsinstrumenten der Banken (vgl. Greive, 2009; FAZ.NET, 2009).

Mit dem Beschluss vom 7. Mai 2009, den Markt für Covered Bonds zu unterstützen, änderte die EZB ihre Strategie und folgte damit anderen Zentralbanken (vgl. Bundesregierung, 2009). Grund für den Strategiewechsel der EZB war die Wirkung der Finanzkrise auf den Covered Bond Markt. Diese hatte zu einer deutlichen Ausweitung der Spannen zwischen den Kauf- und Verkaufskursen geführt, was eine sinkende Attraktivität gedeckter Bankanleihen bei Investoren zur Folge hatte (vgl. FAZ.NET, 2009).

Die EZB beschloss daher, dass sie und die nationalen Zentralbanken des Euroraumes bis zum 30. Juni 2010 gedeckte Schuldverschreibungen für insgesamt 60 Milliarden Euro erwerben können. Erreicht werden soll eine Stabilisierung der Covered Bond Märkte sowie eine Verringerung der Risikoprämien. Darüber hinaus soll diese Maßnahme Anreize für die Kreditvergabe geben und einer Kreditklemme entgegenwirken (vgl. FAZ.Finance, 2009).

Bereits die Ankündigung der EZB zur Unterstützung der Covered Bond Märkte reichte aus, um die Lage etwas zu entspannen. Aktuell haben die Risikoaufschläge in Deutschland wieder ein Niveau wie vor einem Jahr erreicht. Durch die sinkenden Risikoaufschläge steigt auch der Mut der Investoren, wieder in komplexere Papiere zu investieren (vgl. Scheffer / Schrörs, 2009). Bis Februar 2010 wurden für insgesamt 37,4 Milliarden Euro Käufe von Covered Bonds getätigt (vgl. Finanznachrichten, 2010).

### **Verlängerung von Laufzeiten**

Eine weitere Maßnahme der EZB zur Verbesserung der Liquidität bei Banken ist die Verlängerung der Laufzeiten für Refinanzierungsgeschäfte. Diese Refinanzierungsgeschäfte werden bei einer Laufzeit von zwölf Monaten zu fixen Raten in unbegrenzter Höhe ermöglicht. Bisher waren Refinanzierungsgeschäfte mit maximal sechs Monaten möglich. Auch diese Maßnahme soll die Kreditvergabe bei den Geschäftsbanken anregen und eine mittelfristige Refinanzierungssicherheit der Banken gewährleisten (vgl. Wirtschaft.Online, 2009).

### **5.1.3 Beurteilung der geldpolitischen Maßnahmen**

Die systemische Krise innerhalb des Bankensektors hat die Zentralbanken zu umfangreichen Liquiditätshilfen und Leitzinsreduzierungen gezwungen. Das im Grunde alternativlose Krisenmanagement der Zentralbanken konnte zwar ein Kollabieren des Bankensektors mit unübersehbaren Folgen verhindern, lässt aber



zukünftig neue Probleme erwarten. Die vorhandenen Liquiditätsüberschüsse bergen zwar nicht kurzfristig Inflationsgefahren, jedoch wird oft argumentiert, dass davon mittel- bis langfristig ein erheblicher Anstieg der Inflation ausgehen könnte. Es ist dann Aufgabe der Zentralbanken die Milliarden wieder aus dem Markt zu nehmen und die Leitzinsen zu erhöhen. Damit können Inflationsgefahren eingedämmt, die Konjunktur kann aber belastet werden.

Sicherlich bewegt sich die Geldpolitik derzeit auf unbekanntem Terrain, so dass bei Analysen zur Inflation grundsätzlich Unsicherheit besteht. Dennoch wird hier der Ansatz vertreten, dass von einer stark anziehenden Inflation von z. B. 5% oder mehr mittelfristig nicht auszugehen ist. Folgende Sachverhalte sprechen gegen eine übermäßige Inflation (vgl. dazu Gräf / Schneider, 2009, S. 8 ff.):

- Wichtige Zentralbanken wie die Bank von England, die japanische Zentralbank sowie alle Zentralbanken des Eurosystems sind heute unabhängig, d. h. frei von Weisungen Dritter. Sie verfolgen explizite Inflationsziele oder sind durch das Gesetz zur Preisniveaustabilität verpflichtet. Zudem herrscht weitgehender Konsens, dass niedrige Inflationsraten unter wohlfahrts- und verteilungspolitischen Aspekten von Vorteil sind. Auch dürfen die Notenbanken im Rahmen ihrer Unabhängigkeit Schuldverschreibungen der Regierungen zu deren Budgetfinanzierung nicht direkt kaufen. Die am Sekundärmarkt zu beobachtenden Käufe dienen nicht der Defizitfinanzierung, sondern zur temporären Liquiditätsstütze der Wirtschaft.
- Für die reibungslose Refinanzierung der Staatsschulden werden die internationalen Kapitalmärkte immer wichtiger. Ferner ist zu bedenken, dass der überwiegende Teil der Neuemissionen von institutionellen Anlegern erworben werden, die sehr schnell auf höhere Inflationserwartungen reagieren und dies in ihren Nominalzinsforderungen berücksichtigen dürften. Steigende Inflationsraten und damit einhergehende Zinserhöhungen stellen für Regierungen keine attraktive Option dar.
- Die hohe Inflationssensibilität der privaten Haushalte schränkt die Möglichkeiten der Politik ein, die Bevölkerung durch eine „Inflationssteuer“ abzuschöpfen.
- Die Inflationsaversion ist bei alternden Gesellschaften in der Regel hoch, da sie hohe Finanzvermögen halten und nur wenig Möglichkeiten haben, inflationsbedingte Vermögensverluste durch vermehrtes Sparen zu kompensieren. Dieser Teil der Bevölkerung macht einen wachsenden Anteil an der Wahlbevölkerung aus, so dass es für Politiker mit Blick auf die angestrebte Wiederwahl schwieriger wird, höhere Inflationsraten durchzusetzen.
- Das amerikanische Sozialversicherungssystem hält Bestände an US-Treasuries von 2.400 Mrd. USD, was einer Quote von etwa 38% des gesamten ausstehenden US-Treasuries-Volumens entspricht. Da die Auszahlungen der Sozialversicherung inflationsindexiert sind, würde eine höhere Inflation das Sozialversicherungssystem erheblich belasten.

Insgesamt deuten die hier aufgeführten Gründe darauf hin, dass mittelfristig die Inflationsrisiken nicht bedrohlich sind.

## 5.2 Fiskalpolitische Maßnahmen

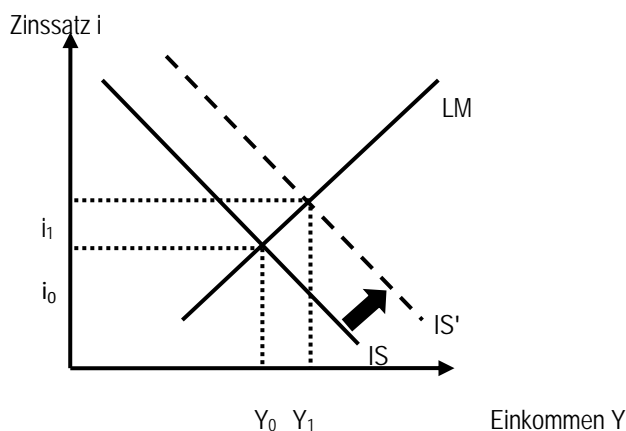
Neben den geldpolitischen Maßnahmen der EZB kann auch der Staat Maßnahmen zur Stabilisierung bzw. zur Anregung der Wirtschaft ergreifen. In diesem Kapitel wird zunächst die Wirkungsweise der Fiskalpolitik in der Theorie erklärt, zudem werden ausgewählte Maßnahmen aus dem von der Bundesregierung geschnürten Rettungspaket vorgestellt und deren Wirkung aufgezeigt sowie ökonomisch bewertet.

### 5.2.1 Wirkungsweise der Fiskalpolitik in der Theorie

Unter Fiskalpolitik werden alle Veränderungen der Ausgaben- und Einnahmepolitik des Staates zusammengefasst. Eine fiskalpolitische Stabilisierungspolitik kann bspw. die Erhöhung von Staatsausgaben und / oder die Senkung von Steuern beinhalten (vgl. Stiglitz, 1999, S. 751). Auch bei der Fiskalpolitik wird zwischen expansiver und kontraktiver Fiskalpolitik unterschieden.

Im Folgenden liegt hier analog zur Geldpolitik der Fokus auf der expansiven Fiskalpolitik. Zum besseren Verständnis wird bei der Erklärung der Fiskalpolitik ebenfalls auf das IS-LM – Modell zurückgegriffen.

Abbildung 29: Wirkungsweise der Fiskalpolitik



Auch hier stellt das IS-LM-Modell an der Ordinate den Zinssatz  $i$  und an der Abszisse das gesamtwirtschaftliche Einkommen  $Y$  dar. Die beiden Kurven  $IS$  bzw.  $LM$  stehen auch hier wieder für den Gütermarkt bzw. den Geldmarkt. Im Schnittpunkt  $Y_0 / i_0$  herrscht ein simultanes Gleichgewicht, bei dem Geld- und Gütermarkt ausgeglichen sind.

Wird nun eine expansive Fiskalpolitik betrieben bspw. durch eine Erhöhung der staatlichen Nachfrage, verschiebt sich die  $IS$ -Kurve nach rechts mit der Folge, dass am Gütermarkt ein Nachfrageüberschuss entsteht. Dieser führt zu einer Zunahme von Produktion und Einkommen sowie zu einer steigenden Geldnachfrage, die eine Zinssteigerung herbeiführt. Produktion und Einkommen werden so lange ausgedehnt, bis wieder ein Gleichgewicht  $Y_1 / i_1$  herrscht. Die Zinssteigerung hat allerdings eine

Dämpfung der zinsabhängigen Investitionsnachfrage zur Folge (vgl. Cezanne, 2005, S. 337).

Fiskalpolitische Maßnahmen können im Falle einer Liquiditäts- oder Investitionsfalle am wirksamsten sein. Denn der horizontale Verlauf der LM-Kurve hat bei einer Liquiditätsfalle keine zinsverändernde Wirkung. In dieser Situation kann der Multiplikator uneingeschränkt wirken. Ähnlich verhält es sich bei der Investitionsfalle. Hier hat die mit der expansiven Fiskalpolitik einhergehende Zinserhöhung keine negativen Auswirkungen auf die Investitionen zur Folge (vgl. Cezanne, 337 f.).

Die Wirkung der fiskalpolitischen Maßnahmen ist jedoch fraglich. Denn insbesondere in einer unsicheren wirtschaftlichen Lage ist die Gefahr groß, dass bspw. das durch eine Steuersenkung gewonnene Einkommen gespart und nicht wie gewollt konsumiert wird. In der Praxis werden daher meist Ausgabenerhöhung des Staates und Steuersenkung miteinander kombiniert. Zudem wird ein Mix aus geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen durchgeführt. Auch in der aktuellen Krise haben sich die Länder nicht nur auf die Wirkung der Geldpolitik verlassen, sondern auch fiskalpolitische Maßnahmen zur Unterstützung ergriffen.

### **5.2.2 Rettungsmaßnahmen für Banken**

Im Zuge der Finanzmarktkrise und der in Notlage geratenen Finanzinstitute hat die Bundesregierung erstmals ein Rettungspaket für Banken geschnürt (vgl. SoFFin, 2009). Die Finanzkrise und die Schieflage der HRE waren der Anstoß für das im Oktober 2008 durch die Bundesregierung beschlossene Rettungspaket für deutsche Banken. Mit dem am 17. Oktober verabschiedeten Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG) wurden Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzmarktes beschlossen. Mit dem FMStG wurde mit Artikel 1 der Sonderfond Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) geschaffen. Im April und Juli dieses Jahres wurde das FMStG um das Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz und das Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung geändert bzw. erweitert.

Dem Fond stehen drei Instrumente mit insgesamt 480 Milliarden Euro zur Verfügung. Auf das Instrument 'Garantien' entfallen dabei 400 Millionen Euro, für die Instrumente 'Rekapitalisierung' und 'Risikoübernahme' zusammen 80 Milliarden Euro. Bei dem Fond handelt es sich um eine freiwillige Hilfeleistung, die auf Antrag gewährt wird. Antragsteller können u. a. Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds sein. Die in Anspruch genommenen Leistungen sind zu vergüten. Darüber hinaus hat der Antragsteller einige Voraussetzungen zu erfüllen, um die Leistungen des Fonds überhaupt in Anspruch nehmen zu können. Bei den Garantien ist eine solide und umsichtige Geschäftspolitik Voraussetzung. Rekapitalisierung und Risikoübertragung machen neben der soliden und umsichtigen Geschäftspolitik eine Begrenzung von Vergütungen sowie das Verbot von nicht angemessenen Zahlungen wie Abfindungen, Boni- und Dividendenzahlungen zur Auflage.

Gegenwärtig sind im Rahmen der Stabilisierungsmaßnahmen 145,7 Mrd. Euro für Garantien und 28 Mrd. Euro für Kapitalmaßnahmen gewährt worden (vgl. SoFFin, 2010). Die Kapazität des Fonds ist noch lange nicht ausgeschöpft, und die Kreditinstitute nehmen diese Hilfen nur zögerlich in Anspruch. Ein Grund hierfür

könnte sein, dass eine Inanspruchnahme des Fonds einem Geständnis gleichkommt, in der Vergangenheit schlecht gewirtschaftet zu haben. Ebenso ist anzunehmen, dass die Auflage des Fonds zu der Beschränkung von Vergütungen unattraktiv auf die Banken wirkt sowie der Staat als Miteigentümer hemmend wirken könnte (vgl. Sinn, S. 224 f.).

Mit dem am 23. Juli 2009 beschlossenen Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung, auch Bad-Bank-Gesetz genannt, wurde ein weiteres Instrument zur Stabilisierung eingeführt. Dieses Gesetz ermöglicht es, strukturierte Wertpapiere an eine Zweckgesellschaft weiterzugeben. Als Gegenleistung gibt der Fond garantierte Anleihen aus (vgl. SoFFin, 2009). Mit der Ausgliederung der toxischen Papiere soll das Vertrauen in die Banken wieder gestärkt und gewährleistet werden, dass die Banken keine Altlasten mehr haben und ihren Fokus so auf das Neugeschäft legen können (vgl. Paul, 2009, S. 74 f.).

### **5.2.3 Konjunkturprogramme**

Weltweit haben die Regierungen Rettungspakete geschnürt, um positive Konjunkturimpulse auszulösen. Auch Deutschland legte die Konjunkturpakete I + II im Umfang von 80 Mrd. Euro über 2 Jahre auf. Folgende Kernkomponenten machen die deutschen Konjunkturpakete aus (vgl. BMWi, 2008/2009):

#### **Steuer-/Abgabensenkung und Entlastung der privaten Haushalte**

Ermöglicht werden eine verbesserte Sonderabschreibung für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sowie eine degressive Abschreibung für bewegliche Wirtschaftsgüter. Private Haushalte werden durch die Senkung der Einkommenssteuer und des Betrags zur gesetzlichen Krankenversicherung, die Einmalzahlung von 100 Euro pro Kind (Kinderbonus) sowie die Anhebung der Hartz-IV-Regelsätze bei Kindern sowie durch die verbesserte Absetzbarkeit von Handwerkerleistungen und eine Kfz-Steuerreduzierung entlastet. Ebenso sieht das Konjunkturpaket eine befristete Senkung der Beiträge zur Arbeitslosenversicherung vor.

#### **Beschäftigungssicherung**

Zur Beschäftigungssicherung hat die Bundesregierung zum einen die Ausdehnung und Vereinfachung der Kurzarbeiterregelung beschlossen. Zum anderen sollen die Schaffung von weiteren 1000 Vermittlungsstellen der Agentur für Arbeit sowie der Ausbau der Förderung zur beruflichen Qualifizierung von ungelerten, gering qualifizierten und älteren Arbeitnehmern die Arbeitsvermittlung verbessern.

#### **Infrastrukturinvestitionen und Wirtschaftsförderung**

Um dringliche Verkehrsinvestitionen durchzuführen, wurde ein Innovations- und Investitionsprogramm 'Verkehr' geschaffen. Damit sollen Engpässe bei der Verkehrsinfrastruktur beseitigt werden. Daneben werden Investitionen in Kindergärten, Schulen und Hochschulen, Krankenhäuser und Städtebau

durchgeführt. Des Weiteren sollen mit einem Sonderprogramm für Kommunen insbesondere strukturschwache Regionen unterstützt werden.

### **Kredit- und Bürgschaftsprogramme der KfW**

Weitere Maßnahmen umfassen die Kredit- und Bürgschaftsprogramme der KfW. Hierzu zählen die Aufstockung des CO<sub>2</sub>-Gebäudesanierungsprogramms und andere Maßnahmen zum energieeffizienten Bauen, ein zusätzliches Finanzierungsinstrument in Höhe von 15 Milliarden Euro zur Sicherstellung der Kreditversorgung des Mittelstands, sowie die Aufstockung der KfW-Infrastrukturprogramme für Kommunen. Ebenso ist eine Verstärkung der bisherigen Maßnahmen im Bereich der Innovationsförderung und -umsetzung vorgesehen.

### **Umweltprämie**

Primäres Ziel dieser Maßnahme war die Belebung der angeschlagenen Automobilbranche. Bei der Umweltprämie handelt es sich um einen einmaligen staatlichen Zuschuss in Höhe von 2.500 Euro, der auf Antrag beim Erwerb eines Neu- oder Jahreswagens, der mindestens der Abgasnorm Euro 4 entspricht, gewährt wird. Voraussetzung für den Erhalt der Prämie ist die nachweisliche Verschrottung eines mindestens 9 Jahre alten Autos, das wenigstens ein Jahr auf den Halter (Privatperson) zugelassen ist (vgl. BAFA Richtlinie, 2009). Der Förderungstopf dieser Maßnahme umfasste zunächst 1,5 Millionen Euro, womit 600.000 Fahrzeuge förderungsberechtigt waren. Aufgrund der großen Nachfrage wurde im April das gesamte Volumen der Maßnahme auf insgesamt 5 Millionen Euro erhöht. Damit waren 2 Millionen Fahrzeuge prämieneberechtigt (vgl. Sinn, 2009, S. 243 ff.).

## **5.2.4 Beurteilung der fiskalpolitischen Maßnahmen**

Die fiskalischen Belastungen, die das **Bankenrettungspaket** letztlich mit sich bringt, sind noch nicht absehbar. Erwartet wird eine Neuverschuldung bis zu 100 Milliarden Euro. Davon entfallen 80 Milliarden Euro auf staatliche Rekapitalisierung und den Erwerb von Risikopositionen, die restlichen 20 Milliarden Euro als Risikovorsorge für eine evtl. Einlösung von Garantien. Bei der Berechnung der eigentlichen Kosten der Maßnahmen muss berücksichtigt werden, dass die Leistungen des SoFFiN vergütet werden (vgl. IMK – Report, 2009, S. 16).

Noch macht die Bundesregierung mit dem SoFFin keinen Verlust. Die gezahlten Gebühren für die bisher gewährten Garantien liegen bei 217 Millionen Euro, so dass die Bundesregierung bis dato sogar einen Gewinn verzeichnen kann (vgl. Afhüppe, 2009). Bei den Garantien wird der Staat erst belastet, wenn eine einzelne Bank ihre Schuldverschreibungen nicht mehr bedienen kann. Dann entsteht für den öffentlichen Haushalt eine Belastung (vgl. Zimmermann, 2009, S. 308). Ob jedoch Gewinne erhalten bleiben, ist nicht abzusehen, da noch unbekannt ist, welche Lasten der Bund durch die Garantien zu tragen hat. Bisher musste er für keine eintreten.

Es ist davon auszugehen, dass die positive Entwicklung auf dem Interbankenmarkt auch auf die Wirkung des Bankenrettungspaketes zurückzuführen ist.

Hinsichtlich der ökonomischen Beurteilung der **Konjunkturpakete** muss zwischen den kurz-/mittelfristigen und den langfristigen Wirkungen differenziert werden. Im Folgenden werden zunächst die **kurz- bis mittelfristigen Wirkungen** aufgezeigt.

### **Steuer-/Abgabensenkung und Entlastung der privaten Haushalte**

Wachstumspolitisch sind die hierunter fallenden Maßnahmen sinnvoll, da der private Sektor der Volkswirtschaft gestärkt wird. Sowohl auf Unternehmensseite als auch auf Seiten der privaten Haushalte erhöhen sich die finanziellen Spielräume, die für Investitionen bzw. für zusätzlichen Konsum genutzt werden könnten. Wegen der höheren Konsumquote insbesondere im unteren Einkommensbereich sind positive konjunkturelle Effekte möglich. Der Umfang der Wirkung ist jedoch offen, da der Einkommenszuwachs statt in den Konsum in die Ersparnis gehen kann, und Unternehmen könnten statt zu investieren, ihr Liquiditätsreserven erhöhen.

### **Beschäftigungssicherung**

Mit dem Instrument der Kurzarbeit wird das Ziel verfolgt, bei einem vorübergehenden Arbeitsrückgang Entlassungen zu vermeiden und somit Fachkräfte im Unternehmen zu halten, die bei einem späteren Aufschwung unabdingbar sind. Die Kurzarbeiterregelung ist konjunkturpolitisch eine sinnvolle Streckung der Anpassung bei der Beschäftigung. Die Zahl der Arbeitslosen hat sich bisher moderat entwickelt, während gleichzeitig die Zahl der Kurzarbeiter dramatisch noch oben geschneit ist (vgl. Abb. 23 und 24).

Die von der Bundesregierung eingeführte Verlängerung der Bezugsdauer birgt jedoch auch Gefahren. So wird insbesondere Branchen mit einem hohen strukturellen Anpassungsbedarf suggeriert, dass betriebliche Anpassungen vermieden werden können (vgl. Eichhorst / Marx, 2009, S. 322 u. 325).

Die Verlängerung und insbesondere die Vereinfachung der Antragstellung haben auch Anreizpunkte geschaffen, unbegründet Kurzarbeitergeld zu beziehen. Dabei wird entweder Kurzarbeit beantragt ohne Reduzierung der Arbeit oder aber für nichtberechtigte Beschäftigte wie Kranke oder Mitarbeiter, die sich im Urlaub befinden. Die Bundesagentur für Arbeit schätzt den dadurch verursachten Schaden auf ein bis zwei Millionen Euro (vgl. FTD, 2009).

Die zwischenzeitliche Reduzierung der Kurzarbeit ist auf die weltweit wieder anlaufende Konjunktur zurückzuführen. Derzeit sprechen die Anzeichen dafür, dass durch Kurzarbeit in Deutschland viele Arbeitsplätze erhalten werden konnten.

### **Infrastrukturinvestitionen und Wirtschaftsförderung**

Angesichts des Investitionsstaus sind die Maßnahmen konjunktur- und wachstumspolitisch durchaus sinnvoll. Wegen der langen Planungs- und Durchführungszeiten treten die positiven Effekte erst sehr spät auf. Die positive konjunkturelle Entwicklung für 2010 in Deutschland dürfte nicht zuletzt durch diese Maßnahmen getragen sein.

### **Kredit- und Bürgschaftsprogramme der KfW**

Für Garantien und (Förder-) Kredite für die Industrie stehen über Förderbanken sowie die EIB derzeit genügend Mittel zu Verfügung. Für die Sicherstellung der

Kreditversorgung insbesondere des Mittelstands ist dies ein wichtiger Beitrag. Während der Schutzschirm für Banken zur Abwendung einer systemischen Krise bzw. eines Zusammenbruchs des Finanzsystems unvermeidlich gewesen ist, sind Staatsgarantien für die Industrie abzulehnen. Sie verzerren den Wettbewerb national und international. Die Regierung läuft hier Gefahr zum Spielball von Sonderinteressen zu werden.

### **Umweltprämie**

Auch bei dieser Maßnahme wurde eine unmittelbare Wirkung sichtbar. Primäres Ziel dieser Maßnahme war die Belebung der angeschlagenen Automobilbranche. Von der Umweltprämie haben aber nicht nur die deutschen Automobilhersteller profitiert, sondern auch viele ausländische Marken. Škoda etwa konnte aufgrund der deutschen Abwrackprämie von Kurzarbeit relativ schnell wieder auf Vollbeschäftigung umstellen. Insbesondere profitierten die Hersteller von Kleinwagen von der Prämie (vgl. Sinn, 2009, S. 243 f.).

Unbestreitbar ist, dass die Umweltprämie zu einer kurzfristigen Belebung der Automobilbranche geführt hat, jedoch nur, solange die Prämie gezahlt wurde. Langfristig wurden durch diese Maßnahme keine Arbeitsplätze gesichert. Die Folgen, die dieses radikale Abschöpfen des Marktes für die Zukunft hat, lassen sich noch nicht abschätzen. Durch den Vorzieh-Effekt wurden im Jahr 2009 viele Neuwagenkäufe getätigt, die sich sonst auf die nächsten Jahre verteilt hätten. Dies wird die Branche in jedem Fall spüren. Darüber hinaus ist mit einem allgemein gestiegenen Anspruchsdenken zu rechnen. Durch die Umweltprämie wurde deutlich, welche Rabatte möglich sind. Es ist daher davon auszugehen, dass viele dieser Rabatte auch in Zukunft eingefordert werden. Wahrscheinlich werden viele Konsumenten aufgrund des Autokaufes andere Anschaffungen verschieben oder gar nicht erst tätigen (vgl. Berger, 2009). Ferner hat die Prämie das Preisgefüge am Gebrauchtwagenmarkt verändert. Gebrauchte Fahrzeuge konnten nur noch mit erheblichen Rabatten Käufer finden (vgl. Dudenhöffer, 2009, S. 217).

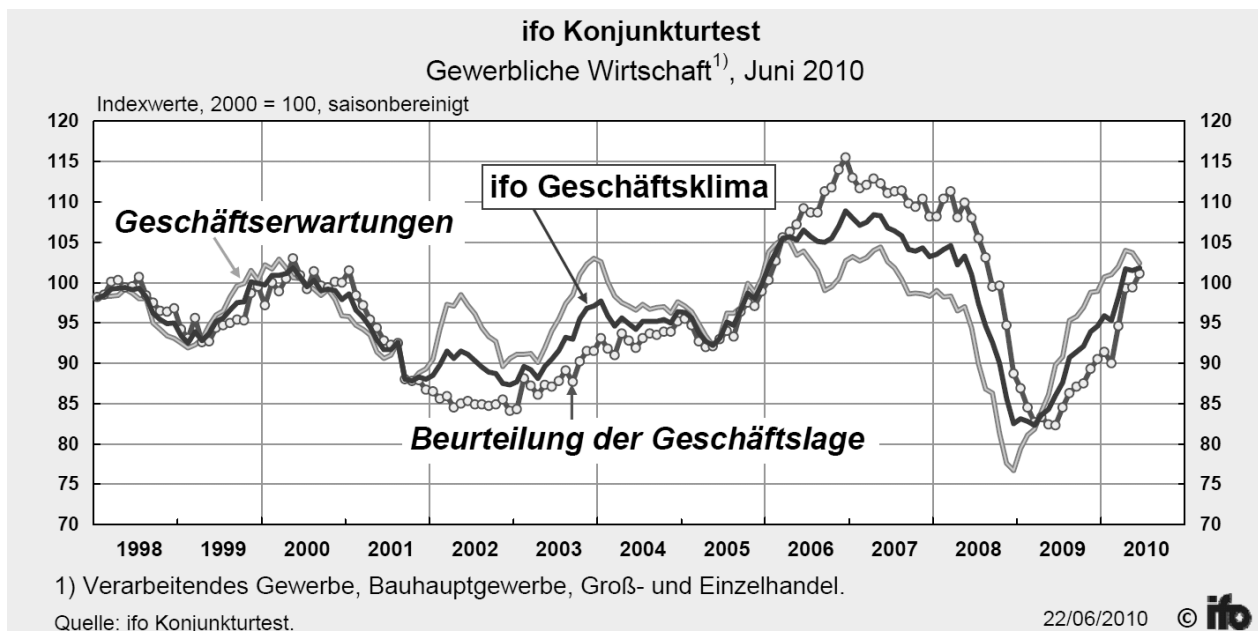
Hinzu kommt, dass mit dem Auslaufen der Prämie auch vielen Autozulieferern negative Konsequenzen drohen. Eine Untersuchung von kommt zu dem Ergebnis, dass 23% der deutschen mittelständischen Autozulieferer Insolvenz droht. Als Gründe werden neben dem Auslaufen der Abwrackprämie und der allgemeinen schlechten Lage Missmanagement, eine hohe Verschuldung sowie Zurückhaltung bei der Kreditvergabe angegeben. Es wird für das Jahr 2010 mit einem Rückgang von einer Million Neuzulassungen in Deutschland gerechnet (vgl. Berger, 2009).

Neben der Belebung der Automobilbranche sollte diese Maßnahme zur Reduzierung der Schadstoffe in der Luft führen. Dies ist jedoch nur dann gegeben, wenn eine Substitution von Autos mit einem hohen CO<sub>2</sub>-Ausstoß gegen schadstoffarme Autos erfolgt. Vergessen werden darf dabei nicht, dass auch die Produktion eines Fahrzeugs mit einem erheblichen Energieverbrauch verbunden ist. Auch der ökologische Nutzen dieser Prämie fällt somit nicht eindeutig positiv aus (vgl. Sinn, 2009, S. 245 ff.). Besser wäre es gewesen, in Innovationen auf dem Automobilsektor zu investieren, etwa im Bereich des Elektroautos.

Kurz- bis mittelfristig haben die Maßnahmen zur Belebung der Konjunktur sicherlich positive Effekte entfaltet. U. a. zeigt sich dies am Konjunkturindikator des ifo-

Instituts. Nach dem scharfen Einbruch in Folge der Finanzmarktkrise hat der Index eine erfreulich positive Entwicklung genommen.

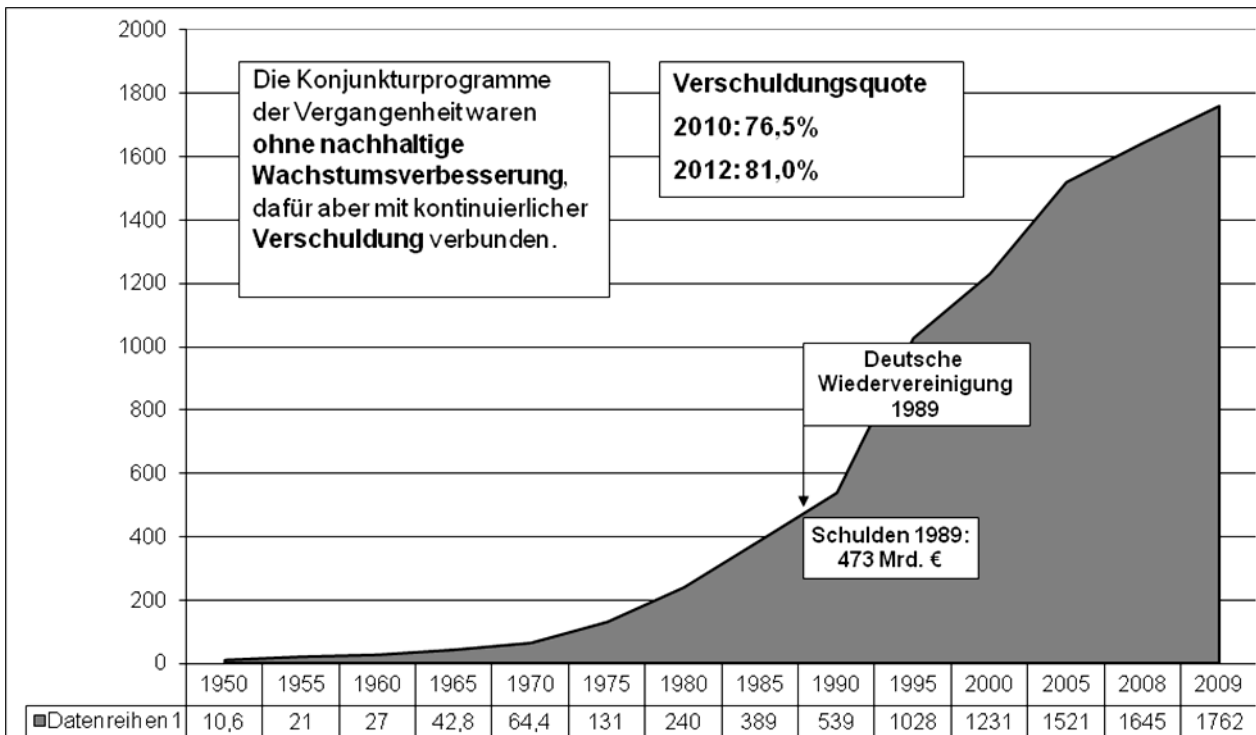
Abbildung 30: Kurzfristig zeigen die Konjunkturprogramme in Deutschland Wirkung



In der **langfristigen Perspektive** fallen Konjunkturprogramme jedoch keineswegs so positiv aus. Vor allem die mit den Konjunkturprogrammen verbundene zusätzliche Verschuldung wiegt schwer. Durch die Währungsreform 1948 und der damit verbundenen Annullierung der hohen Staatsschulden begann die Schuldenentwicklung in der Nachkriegszeit zunächst sehr verhalten. Einen ersten deutlichen Anstieg verursachten die 1970er Jahre, als Konjunkturprogramme und umfangreiche Infrastrukturmaßnahmen den Schuldenstand des Bundes von knapp 25 Mrd. Euro auf über 157 Mrd. Euro mehr als versechsfachten. Ein zweiter deutlicher Anstieg kam mit der Wiedervereinigung. Der Nettotransfer öffentlicher Mittel, die von Westdeutschland nach Ostdeutschland flossen, lag bereits bis 2003 bei etwa 935 Mrd. Euro (vgl. Sinn, 2007, S. 273 f.). Auch die schwache Konjunktur der 1990er Jahre die zu erheblichen Steuerausfällen führte, die außergewöhnlichen finanziellen Belastungen der hohen Arbeitslosigkeit und der sehr teuren Sozialleistungen, die den Bund und die Länder mit jährlichen Mehrausgaben in zweistelliger Milliardenhöhe belasten, haben zur heutigen hohen Staatsverschuldung beigetragen. Die Staatsschulden wachsen seit Jahren wesentlich schneller als die Volkswirtschaft. Die aktuellen Konjunkturpakete der Bundesregierung führen zu weiter steigenden Belastungen (vgl. Schlichting / Heinrichs, 2010, S. 18 f.). Derzeit sind Bund, Länder und Gemeinden mit mehr als 1,7 Billionen Euro verschuldet. Die Konjunkturprogramme der Vergangenheit waren ohne nachhaltige Wachstumsverbesserungen, dafür wurde der finanzielle Handlungsspielraum des Staates enger.



Abbildung 31: Deutsche Staatsverschuldung in Mrd. Euro

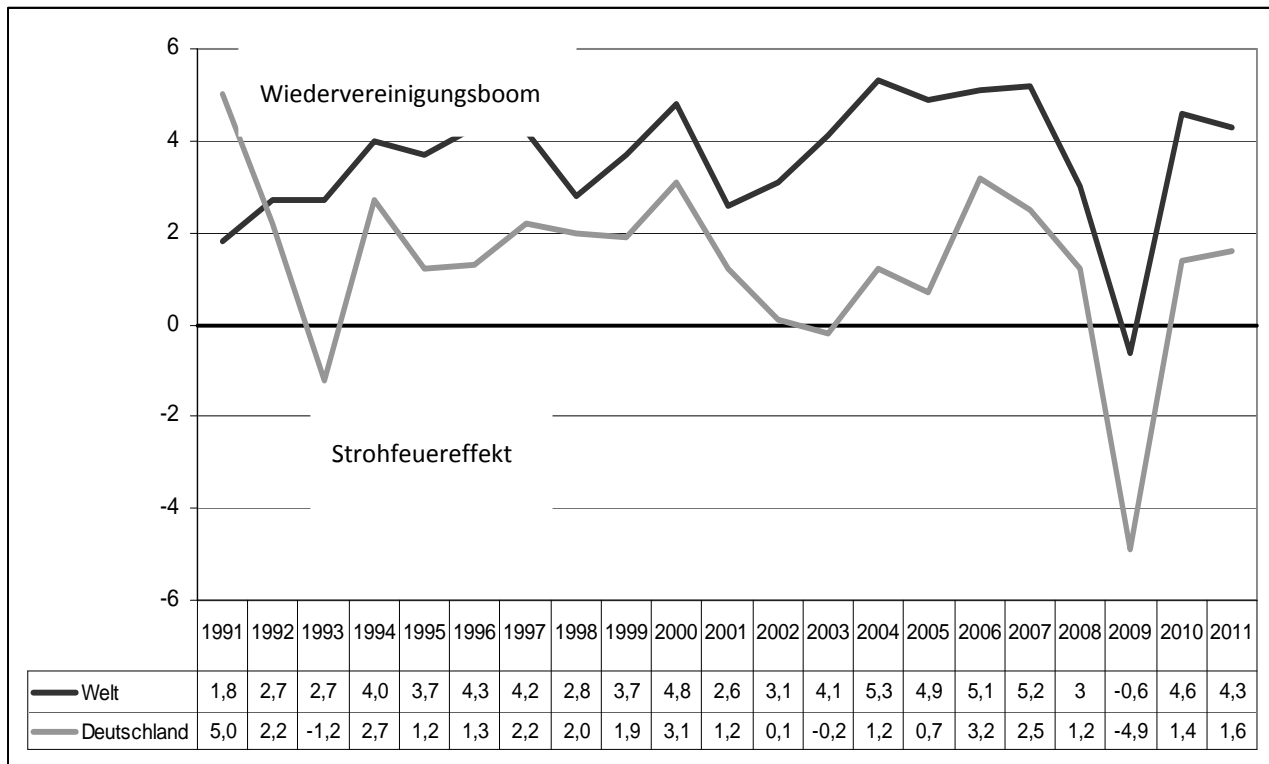


Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2010

Mit schuldenfinanzierten Konjunkturprogrammen kann der Staat die Nachfrage erhöhen, das muss aber nicht so sein. Erkennt der Bürger, dass die Schulden nur über höhere Steuern zu bezahlen sind, wird er angesichts dieser zukünftigen Belastungen Vorsorge treffen, indem er mehr spart. Dann aber ist es mit der Nachfrageerhöhung vorbei. Was bleibt, ist die erdrückende Schuldenlast des Staates. Als Beleg dafür kann die über fast ein Jahrzehnt andauernde Konsumschwäche in Deutschland herangezogen werden, die vor allem ihre Ursache in der hohen Abgabenlast in Folge der nahezu unbegrenzten Ausgabenfreude des Staates nach der Wiedervereinigung hat.

Die deutsche Wiedervereinigung war ein Konjunkturprogramm von gigantischem Ausmaß. Die Transfers hätten die Konjunktur ankurbeln müssen. Lediglich 1990/91 gab es einen vereinigungsbedingten Boom in Westdeutschland. Allerdings war dies nur ein Strohfeuer. Nachhaltige Konjunkturreffekte blieben aus, nachdem der Nachholbedarf in Ostdeutschland befriedigt war. Würde die These von helfenden Konjunkturprogrammen stimmen, hätten wir einen Superboom erleben müssen, was aber nicht der Fall gewesen ist. Die folgende Abbildung macht dies deutlich.

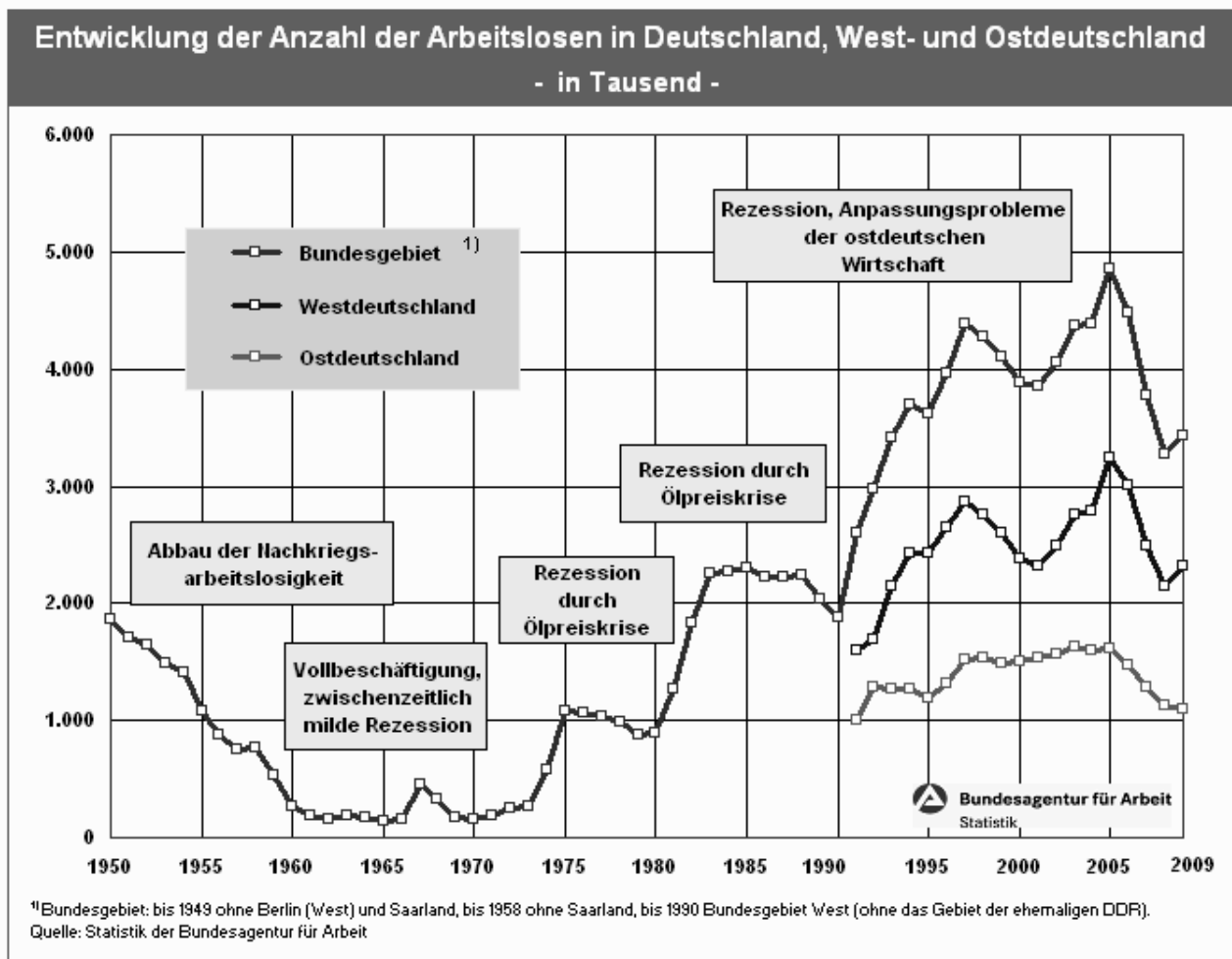
Abbildung 32: Veränderungen des BIP gegenüber dem Vorjahr in Prozent



Quelle: IMF, World Economic Outlook, Aktualisierung July 2010

Auch ein Blick auf die Entwicklung der Arbeitslosigkeit in Deutschland spricht gegen die These, dass man mit Konjunkturprogrammen wirtschaftliche Probleme langfristig beheben könne.

Abbildung 33: Steigender Trend bei der Arbeitslosigkeit trotz Konjunkturprogramme



Quelle: Bundesagentur für Arbeit, Statistische Analysen, Jährliche Zeitreihen, 03/2010b

Seit Jahren ist ein ansteigender Trend bei der Arbeitslosigkeit zu beobachten, trotz verschiedener Konjunkturprogramme. In den 1970er Jahren liefen verschiedene Konjunkturprogramme, die offenbar nichts genutzt haben. Die Arbeitslosenzahlen sind kräftig gestiegen und haben Spitzenwerte von fast 5 Mio. im Jahr 2005 erreicht.

Daraus folgt: Ein Verschuldungsprogramm funktioniert nur, solange die Bürger glauben, dass es funktioniert und somit die zuvor gezeigten Sachverhalte ausblenden. Dann kann die Krise schneller überwunden werden, das BIP zieht an, die Steuerquellen sprudeln als Folge des Wachstums und die Defizite könnten ausgeglichen werden. Die Erfahrungen mit Schuldentilgungen sind bisher aber eher schlecht. Einsparungen des Staates sind politisch kaum durchsetzbar. Politiker, die ihre Wiederwahl anstreben, haben kein Interesse daran, Ausgaben zu kürzen, um das Budget wieder auszugleichen, da sie sonst vom Wähler durch Nichtwahl „bestraft“ werden. In Deutschland ist zwar eine Schuldenbremse beschlossen, ihre Wirkung bleibt aber zunächst abzuwarten. Haben die Bürger also Zweifel an staatlichen Verschuldungsprogrammen, erwarten sie auch keinen schnellen Aufschwung mit von allein sprudelnden Steuerquellen, sondern eher zukünftige Steuerbelastungen. Vorsorgesparsen wird die Nachfrage senken, der Aufschwung kann dann wirklich ausbleiben, die Verschuldungspolitik wäre gescheitert.

## 6 ZUSAMMENFASSUNG

Die aktuelle Finanzmarktkrise ist aufgrund ihrer globalen Dimension als eine besondere anzusehen. Der Ursprung der Krise ist auf dem US-Immobilienmarkt zu finden, das Platzen der Immobilienblase ist dabei der Auslöser gewesen. Zur Entstehung dieser Immobilienblase hat u. a. die jahrelange Verschuldungs-Kultur sowie eine überaus laxe Kreditvergabe an nicht kreditwürdige Personen maßgeblich beigetragen.

Die Technik der Verbriefung ermöglichte die globale Ausbreitung der Krise und brachte weltweit Banken in Probleme. Insbesondere erhöhte ein mehrfacher Verbriefungsprozess die Intransparenz der Papiere. Eine erhebliche Rolle in dieser Krise übernahmen dabei die Rating-Agenturen. Diese hatten die Bonität der Papiere zu hoch eingestuft. Die nachträgliche Abwertung der Papiere führte zu hohen Abschreibungen bei den Investoren und zu einem Vertrauensverlust auf dem Interbankenmarkt. Viele Banken konnten nur noch durch Übernahme oder Verstaatlichung weiterhin am Markt bestehen. Ein weltweiter Konjunkturerinbruch führte zu drastischen Auftragsrückgängen, von denen insbesondere exportabhängige Branchen betroffen waren.

Die Behauptung, die Ursache der Finanzkrise sei Marktversagen, dem man nur mit dirigistischen Staatseingriffen begegnen kann, ist nicht haltbar. Die Finanzkrise ist nicht nur auf Funktionsschwächen des Marktes, sondern auch auf staatliches Versagen (siehe Landesbanken in Deutschland) zurückzuführen. Sie ist eine Mischung aus Markt- und Staatsversagen. Es handelt sich also nicht um einen Systemfehler der Marktwirtschaft, sondern es bedarf einer Korrektur des Ordnungsrahmens.

Die Maßnahmen zur Rettung des Bankensektors waren ohne Alternative. Mit Konjunkturpaketen gelingt eine kurzfristige Belebung der Wirtschaft, nachhaltige Wachstumseffekte sind jedoch zu bezweifeln. In Zukunft wird es entscheidend darauf ankommen, die öffentlichen Finanzen zu konsolidieren.

## LITERATUR- UND QUELLENVERZEICHNIS

- Afhüppe, S. (2009): Bank verdient mit Bankenrettung 300 Millionen, in: Handelsblatt online v. 21.08.2009.
- Aschinger, G. (2001): Währungs- und Finanzkrisen - Entstehung, Analyse und Beurteilung aktueller Krisen, München.
- BAFA Richtlinie (2009): Richtlinie zur Förderung des Absatzes von Personenkraftwagen vom 20. Februar 2009.
- Bayer, T. / Mai, C. (2009): Bankenfinanzierung kommt in Fahrt. in: Financial Times Deutschland, online v. 15.05.2009.
- Berger, A. (2009): Pleitewelle bei Zulieferern in Sicht. in: Financial Times Deutschland, online v. 17.08.2009.
- BMWi (2008/09): Beschäftigungssicherung durch Wachstumsstärkung, Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie (Hrsg.).
- Bofinger, P. / Franz, W. / Rürup, B. / Weder die Mauro, B./ Wiegard, W. (2007): Jahresgutachten 07 / 08: "Das Erreichte nicht verspielen", Wiesbaden.
- Bofinger, P. / Franz, W. / Rürup, B. / Weder die Mauro, B./ Wiegard, W. (2008): Jahresgutachten 08 / 09: "Die Finanzkrise meistern – Wachstum stärken". Wiesbaden.
- Bundesagentur für Arbeit (2010a): Monatsbericht Februar 2010.
- Bundesagentur für Arbeit (2010b): Statistische Analysen, Jährliche Zeitreihen, März 2010.
- Bundesregierung (2009): Finanzkrise: Europäische Zentralbank hilft. in: Magazin für Wirtschaft und Finanzen.
- Burghof, H.-P. / Pothmann, F. (2008): Bankenkrise: Ursachen und Maßnahmen, in: Wirtschaftsdienst, Jg. 88, Heft 11, S. 703 – 707.
- Cezanne, W. (2005): Allgemeine Volkswirtschaftslehre. 6. überarbeitete Auflage, München.
- dihk – Deutscher Industrie- und Handelskammertag, Standortpolitik, 10/2008.
- Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2008.
- Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2010.
- Dudenhöffer, F. (2009): Abwrackprämie: Ein Pyrrhussieg, in: Wirtschaftsdienst, Jg. 89, Heft. 4, S. 217.
- Effenberger, D. (2003): Frühwarnindikatoren für Währungskrisen - Eine theoretische und empirische Analyse unter besonderer Berücksichtigung institutioneller Faktoren am Beispiel Osteuropas, Berlin.
- Eichhorst, W. / Marx, P. (2009): Kurzarbeit – Sinnvoller Konjunkturpuffer oder verlängertes Arbeitslosengeld?, in: Wirtschaftsdienst, Jg. 89, Heft 5, S. 322 – 328.

- Eisenring, C. (2008): Hinter den Kulissen des Geldmarktes, in: NZZ Online, online v. 13.05.2008.
- Enderlein, H. (2008): USA nach der Wahl – welche Folgen sind für Europa zu erwarten? in: ifo - Schnelldienst, Jg. 61, Heft 23, S. 3.
- Eucken, W. (1989): Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen 1989 (erstmalig 1951).
- EZB - Europäische Zentralbank (2008): Monatsbericht Februar 02 / 2008.
- EZB – Europäische Zentralbank (2009a): Monatsbericht, März 2009.
- EZB – Europäische Zentralbank (2009b): Monatsbericht Oktober 2009.
- FAZ.Finance (2009): EZB: Käufe von Covered Bonds steigen auf 7,926 Mrd. EUR, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, online v. 24.08.2009.
- FAZ.NET (2009): Pfandbriefe: Die EZB verdrängt die Private Nachfrage, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, online v. 07.08.2009.
- Fendel, R. / Frenkel, M. (2009): Die Subprime-Krise 2007/08: Ursachen, Auswirkungen und Lehren, in: Wissenschaftliches Studium (WiSt), Jg. 38, Heft 2, S. 78 – 85.
- Finanzmärkte (2010): EZB: Käufe von Covered Bonds steigen auf 37,4 Mrd. Euro, online 22.02.2010.
- Fischer, M. (2008): Weshalb die EZB trotz Finanzkrise auf hohen Leitzinsen beharrt, in: Wirtschaftswoche, online v. 24.04.2008.
- FTD (2009): Millionenbetrug bei Kurzarbeitergeld, in: Financial Times Deutschland (Hrsg.), online v. 12.09.2009.
- Gräf, B. / Schneider, St. (2009): Wie bedrohlich sind die mittelfristigen Inflationsrisiken?, in: Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen 443, 30.04.2010.
- Greive, M. (2009): EZB öffnet die Geldschleusen, in: Die Welt (Hrsg.), online v. 08.05.2009.
- Hemrich, F. (2008): Vom US-Immobilienmarkt zur internationalen Finanzkrise, in: WISU, 04/2008.
- IMF – International Monetary Funds (2009): World Economic Outlook, April 2009.
- IMF – International Monetary Funds (2010): World Economic Outlook, Aktualisierung July 2010.
- IMK-Report (2009) Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (I), Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.), Reihe: IMK Report, Nr. 38, Mai 09.
- Keynes, J. M. (1930/56): Der große Wirtschaftssturz von 1930, in: Politik und Wirtschaft, ausgewählte Abhandlungen von John Maynard Keynes, Tübingen und Zürich 1956 (erstmalig 1930), S. 184 – 194.
- Leitzinsen.info (2009): Leitzinsen: Eurozone und USA.

- Löchel, H. (2003): Praxiswissen in Banking & Finance, Frankfurt a. M., 2. Auflage 2003.
- Manager-Magazin (2009): Zentralbank flutet den Geldmarkt, in: Manager-Magazin (Hrsg.) online v. 24.06.2009.
- Nastansky, A. / Strohe, H. G. (2010): Die internationale Finanz- Bankenkrise und ihre wesentlichen Ursachen, in: WiSt, Heft 1, 01/2010, S. 23-29.
- Neubäumer, R. (2008): Ursachen und Wirkungen der Finanzkrise – eine ökonomische Analyse, in: Wirtschaftsdienst, Jg. 88, Heft 11; S. 732-740.
- Paul, S. (2009): Letzte Ausfahrt Bad Bank. In: Wirtschaftsdienst, Jg. 89, Heft 2, S. 74 – 75.
- Rethfeld, R. (2009): Kein Weg zurück, in: n-tv (Hrsg.), online v. 29.06.2009.
- Richert, R. (2007): Makroökonomik: Schnell erfasst, Berlin.
- Ricken, S. (2008): Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland: Betriebswirtschaftliche Handlungshilfen, Edition der Hans Böckler Stiftung 213, Düsseldorf.
- Rudolph, B. / Hoffmann, B. / Schaber, A. / Schäfer, K. (2007): Kreditrisikotransfer – Moderne Instrumente und Methoden. Springer – Verlag, Berlin Heidelberg.
- Scheffer, M. / Schrörs, M. (2009): Auf Knopfdruck Covered Bonds. in: Financial Times Deutschland (Hrsg.), online v. 28.02.2009.
- Schlichting, G. (1997): Das Verschuldungsproblem der Dritten Welt, 7 Trierer Schriften zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Pfaffenweiler 1997.
- Schlichting, G. / Heinrichs, I. (2010): Kann politische Macht gegen die Gesetze der Globalisierung regieren? – Eine kritische Analyse am Beispiel Deutschlands, Wissenschaftliche Schriften des Fachbereichs Betriebswirtschaft, Koblenz University of Applied Sciences, Nr. 3, Februar 2010.
- Schrooten, M. (2008): Internationale Finanzkrise erhöht Reformdruck im Bankensektor, in: DIW Berlin Wochenbericht, Jg. 75, Nr. 8, S. 77 – 86.
- Simon, G. (2007): Verbriefung in Luxemburg – Leitfaden zur Bilanzierung, Besteuerung und zu Aspekten des Aufsichtsrechts.
- Sinn, H. – W.(2007): Die Basar Ökonomie, Berlin 2007.
- Sinn, H. – W.(2009): Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist. 2. überarbeitete Auflage, Berlin.
- SoFFin (2009): Homepage der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung.
- SoFFin (2010): Homepage der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung.
- Stiglitz, J. E. (1999): Volkswirtschaftslehre. 2. Auflage, München.
- Vöpel, H. (2009): Konjunkturschlaglicht: Geldpolitik im Dilemma, in: Wirtschaftsdienst, Jg. 89, Nr. 7, S. 487 – 488.

Wierichs, G. / Smets, S. (2003): Gabler Kompakt-Lexikon: Bank und Börse, 2. Auflage, Wiesbaden.

Wirtschaft online (2009): EZB senkt Leitzins auf neues Rekordtief.

Wohlgemuth, M. / Zweynert, J. (2009): Wohlverstandener Neoliberalismus statt falsch verstandener Keynesianismus, in: WiSt, Heft 8, 08/2009, S 407-412.

Zimmermann, H. (2009): Finanz- und Wirtschaftskrise – Was kosten die Maßnahmen wirklich?, in: Wirtschaftsdienst, Jg. 89, Nr. 5, S. 306 – 312.



## AUTORENPORTRAIT



Prof. Dr. Georg Schlichting lehrt seit 2004 Volkswirtschaft und Statistik im Fachbereich Betriebswirtschaft der Koblenz University of Applied Sciences. Seine Arbeitsschwerpunkte sind Preisbildung in der Marktwirtschaft, internationale Wirtschafts- und Finanzbeziehungen, Globalisierung, Arbeitsmarkt, Geld- und Kapitalmarkt. Zuvor war er siebzehn Jahre im Bankensektor beschäftigt, zuletzt als Direktor bei der LRP Landesbank Rheinland-Pfalz in Mainz. Seit 1998 nimmt er verschiedene Aufgaben als Dozent für die Frankfurt School of Finance & Management wahr. Zudem ist er seit 2007 als Director für Böcker, Ziemer Management Consultants in Bonn tätig.



Julia Pohl, M. Sc., studierte an der Koblenz University of Applied Sciences Betriebswirtschaftslehre. Der vorliegende Beitrag basiert auf ihren Vorarbeiten.



Thomas Zahn, M. Sc., studierte an der Koblenz University of Applied Sciences Betriebswirtschaftslehre. Der vorliegende Beitrag basiert auf seinen Vorarbeiten.

## SCHRIFTENVERZEICHNIS

- Nr. 1      Verfahren der Kundenwertermittlung  
Darstellung und Bewertung der Kundenwertmessung als Bestandteil  
des Marketing-Controlling,  
Prof. Dr. Andreas Mengen  
Mai 2009
- Nr. 2      Entscheidungsmodell für den wirtschaftlichen RFID-Einsatz  
Prof. Dr. Silke Griemert  
Januar 2010
- Nr. 3      Kann politische Macht gegen die Gesetze der Globalisierung regieren?  
- Eine kritische Analyse am Beispiel Deutschlands  
Prof. Dr. Georg Schlichting; Isabelle Heinrichs, B. Sc.  
Februar 2010
- Nr. 4      Änderungen des Wachstumsbeschleunigungsgesetzes  
Prof. Dr. Arno Steudter  
November 2010
- Nr. 5      Die internationale Finanzmarktkrise – Was sind die Ursachen und wirt-  
schaftlichen Folgen der Krise, und was bringen die Rettungsmaßnahmen?  
Prof. Dr. Georg Schlichting; Julia Pohl, M. Sc.; Thomas Zahn, M. Sc.  
November 2010