

**Prof. Dr. Axel A. Weber**  
Präsident  
der Deutschen Bundesbank

**Finanzpolitische Herausforderungen der  
Wirtschafts- und Finanzkrise**

Ludwig-Erhard-Lecture  
in Berlin  
am Donnerstag, 14. Oktober 2010

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 12

## Inhalt

1	Einleitung .....	2
2	Finanzpolitik während der Krise: Vom Rettungsanker zum Risikofaktor .....	3
3	Maßnahmen der langfristigen Stabilitäts- und Vertrauensbildung.....	8
4	Fazit .....	11

## 1 Einleitung

Lieber Herr Tietmeyer,  
sehr verehrte Damen und Herren,

ich freue mich, heute im Rahmen der Ludwig-Erhard-Lecture zu Ihnen sprechen zu dürfen. Der Name Ludwig Erhard ist untrennbar mit Deutschlands Wirtschaftswunder verbunden, die von ihm maßgeblich gestaltete Wirtschaftsordnung brachte Deutschland auf einen fast schon legendären Erfolgskurs. Das Handeln Erhards war durchdrungen von einem Grundvertrauen in die Marktkräfte und dem Bewusstsein, dass diese zu ihrer Entfaltung und zur Mehrung des Wohlstands soviel Freiraum wie möglich und soviel Regelung wie nötig brauchen. Im Zuge der Finanzkrise stellt sich die Frage, wie mit diesem Spannungsverhältnis umzugehen ist, mit neuer Vehemenz. Im Bereich der Finanzmarktregulierung stehen wir gerade mitten in dem Prozess, das Verhältnis von freier marktwirtschaftlicher Entfaltung auf der einen sowie regulatorischen und aufsichtlichen Grenzen und Leitlinien auf der anderen Seite neu und zwar in Richtung einer etwas stärkeren Rolle des Staates auszutarieren.

Ich will mich jedoch im Folgenden nicht auf Regulierungsfragen, sondern auf eine andere Facette staatlichen Handelns während und nach der Krise konzentrieren: die Rolle der Finanzpolitik. Spätestens in der zweiten Phase der Krise, das heißt seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Herbst 2008, wurden mit gutem Grund umfangreiche finanzpolitische Maßnahmen ergriffen, um zusammen mit der Geldpolitik das Finanzsystem und die Realwirtschaft zu stabilisieren. Im weiteren Verlauf der Krise wurde allerdings offenbar, dass die dadurch übernommenen expliziten und impliziten Verbindlichkeiten ein Ausmaß erreichen können, welches die Bonität des Staates selbst in Frage stellen kann. Die Finanzpolitik und ihre Ausrichtung wurden damit vom stabilisierenden Faktor zum Risiko für die weitere Erholung. Mit anderen Worten, die Finanz- und Wirtschaftskrise hat nicht nur gezeigt, wie entscheidend finanzpolitische Handlungsfähigkeit für die Bekämpfung schwerer wirtschaftlicher Verwerfungen ist. Sie mahnt ebenso, dass diese Handlungsfähigkeit nicht einfach vorausgesetzt werden kann, sondern in guten Zeiten erarbeitet und gesichert werden muss. Lassen Sie mich diese Zusammenhänge näher ausführen.

## **2 Finanzpolitik während der Krise: Vom Rettungsanker zum Risikofaktor**

Spätestens der Zusammenbruch von Lehman Brothers markiert den Zeitpunkt der Ausweitung von der Finanzkrise zur Wirtschaftskrise. Ab der zweiten Jahreshälfte 2008 gerieten immer mehr Finanzinstitute und Unternehmen in Schwierigkeiten oder existenzbedrohende Schieflagen. Wichtige Märkte froren ein, und insgesamt war das Vertrauen der Marktteilnehmer untereinander grundlegend erschüttert. Dadurch drohten sich selbst verstärkende Rückkopplungen mit der Realwirtschaft, welche in vielfacher Weise auf die Leistungen des Finanzsystems angewiesen war. Die drohende Abwärtsspirale

konnte aber durch das entschlossene Eingreifen von Geldpolitik und Finanzpolitik verhindert werden. Die finanzpolitischen Maßnahmen hatten dabei vereinfacht gesprochen zwei Stoßrichtungen.

Erstens wurde der rezessionsbedingte Nachfrageeinbruch abgefedert, und zwar sowohl durch die automatischen Stabilisatoren als auch durch diskretionäre Maßnahmen in Form umfangreicher Konjunkturpakete, die sowohl Abgabensenkungen als auch höhere Staatsausgaben beinhalteten. Beides, automatische Stabilisatoren und diskretionäre Maßnahmen, führten zu einem erheblichen Anstieg des staatlichen Defizits.

Zweitens stützte die Finanzpolitik in beträchtlichem Umfang unmittelbar das Finanzsystem, indem etwa Bankschuldverschreibungen staatlich garantiert, problembehaftete Aktiva aus den Bankbilanzen in Bad Banks ausgelagert und in eine Schieflage geratene Institute rekapitalisiert oder in Einzelfällen sogar ganz verstaatlicht wurden. Diese Maßnahmen schlugen sich nicht oder zumindest nicht in gleichem Maße in den staatlichen Defiziten nieder, da sie teilweise Eventualverbindlichkeiten darstellen oder da ihnen ein Vermögenszuwachs wie das Eigentum an bestimmten Anleihen oder einem Finanzinstitut gegenübersteht. Folglich erhöhte sich vielfach zunächst nur der Schuldenstand, dem eine Bruttobetrachtung der staatlichen Verbindlichkeiten zugrunde liegt. Sollten sich die eingegangenen Risiken jedoch in Zukunft realisieren, etwa weil Garantien in Anspruch genommen werden oder übernommene Vermögensgegenstände abgeschrieben werden müssen, so wird aus der Brutto- auch eine Nettoverbindlichkeit.

Als Folge all dieser Maßnahmen verschlechterte sich die Haushaltslage deutlich. Während beispielsweise Deutschland in den Jahren 2007 und 2008 in der Summe praktisch ausgeglichene öffentliche Haushalte aufwies, stieg das Defizit des Gesamtstaats im Jahr

2009 auf 3 % des BIP; im laufenden Jahr dürfte es noch weiter zunehmen, aber deutlich unter der 4 %-Marke bleiben. Die Schuldenquote erhöhte sich von rund 65 % in Relation zum BIP im Jahr 2007 auf bislang etwa 74 %. Andere entwickelte Volkswirtschaften wiesen, ausgehend von einer ungünstigeren Startposition, sogar zweistellige Defizitquoten aus und verzeichneten einen wesentlich rasanteren Anstieg der Schuldenquote.

Dreh- und Angelpunkt dieser finanzpolitischen Stabilisierungsmaßnahmen war, dass der deutsche Staat auch und gerade während der Krise das Vertrauen der Anleger genoss und daher Kredite im benötigten Ausmaß aufnehmen konnte. Die Bonität des Staates als Emittent von Anleihen wurde vor allem deshalb höher eingeschätzt als jene von Unternehmen, weil allein der Staat die Möglichkeit hat, Zwangsabgaben zu erheben und sich so die Mittel zur Erhaltung seiner finanziellen Handlungsfähigkeit und zur Bedienung seiner Verbindlichkeiten zu beschaffen: Das Zahlungsverprechen einer Staatsanleihe ist daher letztlich durch die Wirtschaftsleistung jetziger und künftiger Generationen gedeckt, die sich einer Beteiligung an der Finanzierung auf dem Wege höherer Steuern oder niedrigerer Staatsausgaben nur schwer entziehen können – auf jeden Fall schwerer als die Kunden eines Kredit suchenden Unternehmens, das, wenn es zur Bedienung von Zins- und Tilgungsleistungen seine Preise erhöht oder seine Leistungen einschränkt, mit einer Abwanderung der Nachfrage zu Konkurrenten rechnen muss.

In diesem Sinne ist das Zitat von Ludwig Erhard: *„Jede Ausgabe des Staates beruht auf einem Verzicht des Volkes“* zu verstehen, dass sich, wie man mir sagte, in der Dekoration für die heutige Veranstaltung findet. Dieser Zusammenhang spricht natürlich nicht gegen Staatsausgaben an sich, mahnt aber zum finanzpolitischen Maßhalten und zu sorgfältigem Abwägen der Notwendigkeit von Ausgaben mit den bei ihrer Finanzierung anfallenden Lasten. Wie fällt diese Abwägung für die deutsche Finanzpolitik während der Finanzkrise

aus? Auch wenn sich die Bundesbank in der Vergangenheit wiederholt kritisch zu konjunkturellen Stützungsmaßnahmen geäußert hat, waren in der Krise angesichts der Gefährdung des Wirtschafts- und Finanzsystems entschiedene finanzpolitische Reaktionen angemessen und geboten. Dies schließt Kritik an der konkreten Ausgestaltung nicht aus, etwa weil ein Teil der Maßnahmen wie Anpassungen am Einkommensteuertarif das Defizit nicht nur vorübergehend, sondern dauerhaft erhöhen und weil andere Maßnahmen wenig zielgenau oder erst dann wirkten, als die konjunkturelle Erholung bereits wieder Fuß gefasst hatte. Die Konjunkturpakete sind denn auch gerade kein Beleg für die Tauglichkeit einer aktiven antizyklischen Fiskalpolitik in Normalzeiten: Denn wenn es schon in einer derart schweren und anhaltenden Krise wie der jetzigen nur unvollkommen gelang, diskretionäre Maßnahmen zeitnah, zielgenau und zeitlich befristet auszugestalten, dürfte dies im normalen Konjunkturzyklus vollends scheitern. Im Ergebnis kam es in der Vergangenheit oft zu einer prozyklischen Ausrichtung der Fiskalpolitik und regelmäßig zu einem Anstieg der Staatsverschuldung.

Die Krise hat indes nicht nur die Grenzen staatlicher Konjunkturpolitik gezeigt. Spätestens mit der Euro-Staatsschuldenkrise im Frühjahr dieses Jahres wurde deutlich, dass auch das Vertrauen der Anleger in die finanzielle Belastbarkeit des Staates Grenzen hat, und zwar selbst in hochentwickelten Industrieländern. Ausgangspunkt dieser Entwicklung war, dass – ausgelöst durch die Korrektur der verfälschten Angaben zum griechischen Haushaltsdefizit – zum Jahresende 2009 in einigen Ländern des Euroraums die bereits übernommenen oder noch drohenden finanziellen Risiken in den Fokus der Anleger und Ratingagenturen rückten. Die Ausfallrisiken von bisher als sicher geltenden Staatsschuldtiteln dieser Länder wurden neu und differenzierter bewertet, und so fächerten sich die Renditen der EWU-Mitgliedsländer zu Lasten vor allem einiger Länder an der Peripherie des Euro-Raumes stark auf. Zwar wurde im April 2010 für Griechenland ein mit harten Auflagen versehenes

Hilfspaket unter Beteiligung des IWF geschnürt, doch konnte damit die Besorgnis der Anleger nicht beseitigt werden. Die Vertrauenskrise kulminierte vielmehr am zweiten Maiwochenende 2010. Die von dieser Zuspitzung ausgehenden Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems im Euroraum und für die Erholung der Weltkonjunktur lösten erhebliche Stabilisierungsmaßnahmen seitens der Politik aus. Insbesondere spannte die Finanzpolitik, wiederum unter Beteiligung des IWF, einen umfangreichen Rettungsschirm mit einem Volumen von bis zu 750 Mrd € auf, der indes bislang noch nicht in Anspruch genommen wurde. Im Ergebnis wurde die akute Zuspitzung – unter maßgeblicher Beteiligung der deutschen Finanzpolitik – abgewendet. Infolge der Neubewertung staatlicher Budgetrisiken blieb es jedoch bei der neuen und differenzierteren Bewertung der Renditen an den Anleihemärkten der Peripherieländer.

Mit dieser dritten Phase der Krise wurde die Finanzpolitik vom Stabilitätsanker zum Risikofaktor für die Erholung der Konjunktur und an den Finanzmärkten. Dass es soweit kommen konnte, ist vor allem auf zwei Ursachen zurückzuführen. In einigen Fällen gab es erhebliche, im Fall Griechenlands eklatante, finanzpolitische Fehlentwicklungen in der Vergangenheit, so dass sich die öffentlichen Haushalte bereits vor Ausbruch der Krise in einer gravierenden Schieflage befanden. Diese manifestierte sich sowohl in hohen strukturellen Defiziten als auch in Schuldenständen deutlich oberhalb des Schwellenwertes von 60 % in Relation zum BIP. Andere Länder, zu nennen ist hier beispielsweise Irland, befanden sich vor Ausbruch der Krise zwar in einer günstigeren finanzpolitischen Lage, waren dann aber zur Stabilisierung ihrer Finanzsysteme gezwungen, in enormem Umfang private Verbindlichkeiten aus dem Finanzsektor zu übernehmen. Dies führte zu einem raschen Anstieg des Schuldenstandes und teilweise auch der Defizite; letztlich waren durch eine nicht nachhaltige binnenwirtschaftliche Entwicklung und einen Kreditboom vor der Krise, insbesondere auf den Immobilienmärkten, beträchtliche Risiken für die

Staatshaushalte entstanden, die im Verlauf der Krise realisiert wurden. Da sich in beiden Fällen zudem die makroökonomischen Rahmenbedingungen erheblich verschlechtert hatten, wuchsen die Zweifel, ob die betreffenden Staaten ihren erheblich gestiegenen Zins- und Tilgungsverpflichtungen auch in Zukunft nachkommen würden, zumal es dazu erheblicher und schmerzhafter Anpassungen im Budget und bei der Wirtschaftspolitik insgesamt bedarf.

Die zentrale Herausforderung für die Finanzpolitik ist daher, das im Zuge der Krise beschädigte Vertrauen in die öffentlichen Haushalte wiederherzustellen und damit für die weitere Zukunft handlungsfähig zu bleiben.

### **3 Maßnahmen der langfristigen Stabilitäts- und Vertrauensbildung**

Neben einer glaubwürdigen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte bedarf es auch einer Härtung und Ergänzung des Regelwerks in der Europäischen Währungsunion, um diese künftig auf ein wirklich belastbares finanzpolitisches Fundament zu stellen. Mit Blick auf die Konsolidierungserfordernisse scheint es so, dass die europäischen Regierungen sich ihrer Verantwortung zunehmend bewusst werden. Griechenland und andere unter Beobachtung stehende Staaten haben bereits erste Schritte unternommen – jetzt kommt es darauf an, den Impuls beizubehalten.

Gegen eine rasche und entschlossene Konsolidierung wird häufig eingewandt, dass sie die Realwirtschaft dämpfe und die Erholung stark belaste. Dies ist jedoch kein Argument gegen eine solches Vorgehen. Zu oft wurde in der Vergangenheit die finanzpolitische Umkehr zu spät eingeleitet. Wenn wie aktuell die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen von den Märkten in



Frage gestellt wird, ist eine Sanierung der Staatsfinanzen durchaus geboten, zumal ihre dämpfenden Effekte angesichts der Besorgnis der Marktteilnehmer und Investoren merklich geringer ausfallen als in Normalzeiten. Langfristig verhindert eine rasche Konsolidierung darüber hinaus die negativen Effekte übermäßiger Staatsverschuldung auf das Wirtschaftswachstum. Anders ausgedrückt: In der gegenwärtigen von Unsicherheit geprägten Situation kann eine glaubwürdige Konsolidierung als Anker dienen, während eine weiterhin expansive Ausrichtung der Finanzpolitik gerade für Länder mit massiven Haushaltsproblemen eine Politikoption ist, die nicht zielführend ist und letztlich nicht mehr zur Verfügung steht.

Um dem eingeschlagenen Konsolidierungskurs Nachdruck zu verleihen und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen dauerhaft zu verankern, ist es notwendig, das fiskalische Regelwerk der EWU zu stärken. Eine Arbeitsgruppe unter der Leitung von Herman van Rompuy, dem Präsidenten des Europäischen Rates, erarbeitet einen Ansatz, der insbesondere eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, eine bessere Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte sowie Maßnahmen zum Krisenmanagement umfasst.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) wurde entwickelt, um die in der Währungsunion gefährdete Haushaltsdisziplin zu stärken. Die wohl bekanntesten Bestimmungen sind, dass das Budgetdefizit unterhalb einer Grenze von 3 % und der Schuldenstand unterhalb von 60 % des BIP zu halten sind. Die Vorgaben des SWP sind durchaus sinnvoll, allerdings muss ihre Einhaltung verbessert werden. Das größte Problem besteht darin, dass im Rahmen eines politischen Prozesses entschieden wird, ob eine Verletzung der Vorgaben sanktioniert wird. Die Erfahrung hat gezeigt, dass dieses Vorgehen dem SWP ein unerwünschtes Maß an Flexibilität verleiht. Vorzuziehen ist daher ein System automatischer

Sanktionen. Darüber hinaus genügt es nicht, nur auf das Budgetdefizit zu achten; vielmehr muss auch der Schuldenstand stärker in die Betrachtung einbezogen werden.

Die genannten Anpassungen würden die Haushaltsdisziplin sicherlich verbessern. Sie reichen jedoch nicht aus, um makroökonomische Stabilität in jedem Fall zu sichern, da Ungleichgewichte nicht notwendigerweise im öffentlichen Sektor entstehen oder sich sofort in den öffentlichen Haushalte niederschlagen müssen. Daher sollten makroökonomische Entwicklungen umfassender überwacht werden, mit dem Ziel der Frühwarnung bei starken Fehlentwicklungen. Ziel kann und darf jedoch nicht die Etablierung einer makroökonomischen Feinsteuerung auf EU-Ebene sein. Im Gegenteil: Ein Vorgehen gegen einzelne Mitgliedsländer und vor allem natürlich Sanktionen dürfen nur dann in Erwägung gezogen werden, wenn Ungleichgewichte vorliegen, die eindeutige und erhebliche schädliche Auswirkungen auf andere Mitgliedstaaten haben. Leistungsbilanzüberschüsse infolge wettbewerbsfähiger Unternehmen und einer moderaten Lohnentwicklung infolge einer Flexibilisierung des Arbeitsmarktes zählen sicherlich nicht dazu.

Die Stärkung des fiskalischen Regelwerkes und die Überwachung makroökonomischer Entwicklungen schaffen ohne Zweifel mehr Stabilität – zukünftige Krisen völlig verhindern können sie jedoch nicht. Es ist also zusätzlich notwendig, einen effektiven Krisenlösungsmechanismus vorzuhalten. Die Situation ist vergleichbar mit der Finanzmarktregulierung – auch dort werden neben besseren Regeln und einer besseren Aufsicht Abwicklungsmechanismen für gleichwohl eintretende Schieflagen benötigt, die nicht nur ex post bei der Krisenbewältigung helfen, sondern ex ante durch ihre Signalwirkung solche Ereignisse weniger wahrscheinlich machen. Für die EWU bedeutet dies, dass die Maßnahmen zum Krisenmanagement in einer Weise gestaltet werden müssen, die eine möglichst geringe Verzerrung der Anreizstrukturen für die Mitgliedsländer

bewirkt. Daher ist es unabdingbar, das Prinzip des Haftungsausschlusses wieder glaubhaft zu verankern; in letzter Konsequenz gehört dazu auch die Einrichtung eines zukünftigen Regelwerkes zur geordneten Restrukturierung von Staatsschulden. Gelingt dies, so kann und sollte komplementär zu dem reformierten Regelwerk die von den Kapitalmärkten ausgehende Disziplinierung genutzt werden. Wenn private Investoren die Risiken ihrer Anlageentscheidung tragen und in ihr Kalkül einbeziehen, wird eine nicht nachhaltige Finanzpolitik künftig in stärkerem Maße durch Risikoaufschläge sanktioniert.

Umgekehrt darf vor diesem Hintergrund eine vorübergehende finanzielle Unterstützung von Mitgliedstaaten allenfalls eine Option bleiben, die ausschließlich dann angewandt wird, wenn erstens eine eindeutige erhebliche Ansteckungsgefahr für den Rest der Währungsunion besteht und wenn zweitens die Inanspruchnahme an strenge und schmerzhaft Auflagen geknüpft wird. Gleichzeitig sollten die notwendigen Mittel nicht gemeinsam – zum Beispiel über Eurobonds – sondern von einzelnen Mitgliedstaaten beschafft werden, um so unter den Steuerzahlern der Mitgliedstaaten für Transparenz über die Kosten der Unterstützung zu sorgen.

#### **4 Fazit**

Meine Damen und Herren, die Finanzpolitik hat sich in der Krise als ein wichtiger Stabilitätsfaktor erwiesen. Diverse finanzpolitische Maßnahmen für den Finanzsektor und die Realwirtschaft haben in dieser außergewöhnlichen Situation die negativen Auswirkungen der Krise gemildert, doch die Folgelasten für den Staatshaushalt waren enorm. Sie ließen einige Staaten an ihre Belastungsgrenze stoßen und haben das Länderrisiko wieder in den Vordergrund gebracht. Vorrangige Aufgabe in der kurzen Frist ist

die Konsolidierung der Staatshaushalte, eine Aufgabe, der sich aktuell jeder Mitgliedsstaat gegenüber sieht.

Zusätzlich muss die Haushaltskonsolidierung, auch im Hinblick auf die Erhaltung der staatlichen Handlungsfähigkeit, auf lange Sicht, durch eine geeignete Verbesserung des europäischen Regelwerks sichergestellt sein. Die entscheidenden Ansatzpunkte sind eine Stärkung des finanzpolitischen Rahmens auf nationaler und europäischer Ebene, die Schaffung eines Frühwarnmechanismus für gravierende makroökonomische Fehlentwicklungen in den Mitgliedsländern sowie ein wirksamer Krisenlösungsmechanismus. Das Leitmotiv dabei muss sein, die Mitgliedsländer gerade nicht aus ihrer individuellen Verantwortung für tragfähige Staatsfinanzen und die Stabilität der Währungsunion zu entlassen, sondern durch ein besseres Regelwerk und die disziplinierende Wirkung der Kapitalmärkte stärker als bislang in die Pflicht zu nehmen. Es geht mithin um die Wahrung und Wahrnehmung wirtschaftspolitischer Gestaltungsmöglichkeiten unter Beachtung eines Regelwerks, das für die Währungsunion als Ganzes schädliches Verhalten wirksamer unterbindet. Ich denke, dies ist ein Ansatz, dem auch Ludwig Erhard aus voller Überzeugung zugestimmt hätte.

Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit.

\* \* \*