

Frühjahrskonferenz der Deutschen Bundesbank 2011 – Kurz- und langfristige Herausforderungen für die Geld- und Fiskalpolitik

Die diesjährige Frühjahrskonferenz, die die Bundesbank und die Banque de France gemeinsam veranstalteten, stand im Zeichen der Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise. Insbesondere die Konsequenzen für die Staatsfinanzen und die Schlussfolgerungen für die makroprudentielle Regulierung des Finanzsystems wurden diskutiert. Im Verlauf der Krise hatten Notenbanken und Regierungen in vielen Industrieländern außerordentliche geld- und fiskalpolitische Maßnahmen ergreifen müssen. So haben die Zentralbanken ihre Zinsen bis auf null (oder nahe null) gesenkt, und dem Finanzsektor Liquidität im großen Ausmaß zugeführt. Sie sind dabei aber in ihren Bilanzen erhebliche Risiken eingegangen. Gleichzeitig haben Regierungen Risiken aus dem Bankensektor übernommen und weitreichende Garantien gegeben. Neben direkten Maßnahmen zur Konjunkturstabilisierung führte dies zu einem sprunghaften Anstieg der Staatsverschuldung in vielen Volkswirtschaften. Die Finanz- und Wirtschaftskrise mündete somit in eine neue Phase, in der das Vertrauen in die Solidität der öffentlichen Finanzen in einigen peripheren Ländern der EWU in Zweifel gezogen wurde.

Vor diesem Hintergrund sind an der Frühjahrskonferenz zu „Fiscal and Monetary Policy Challenges in the Short and Long Run“ (und dem vorangehenden Workshop, der ebenfalls aktuellen makroökonomischen Herausforderungen gewidmet war) wissenschaftliche Beiträge präsentiert worden, die auf diese Aspekte der Krise eingingen.¹⁾ Die Themen reichten von der Frage, welche Faktoren zu der Schärfe der Krise im Finanzsektor beigetragen haben, und welche Vorkehrungen geeignet erscheinen, ähnliche Zuspitzungen in der Zukunft zu vermeiden, über die Ursachen und Folgen der Krise für die Staatsfinanzen – wobei den speziellen Bedingungen der EWU besonderes Interesse galt – bis zu der Frage, wie die Geld- und Fiskalpolitik in Zukunft verfahren sollen. Zudem hat die Konferenz die Bedeutung effektiver makroprudentieller Regelungen für das Finanzsystem unterstrichen und gezeigt, dass an einer Konsolidierungsstrategie in der Fiskalpolitik kein Weg vorbei führt.

1 Das Programm der Konferenz, die Papiere und die Präsentationen der Autoren und der Diskutanten finden sich auf der Website der Bundesbank unter http://www.bundesbank.de/vfz/vfz_konferenzen_aktuell.php.

Hintergrund

Die Krise wurde durch Probleme bei Finanzinstituten ausgelöst, die direkt oder indirekt im US-Häusermarkt investiert hatten. Fallendes Vertrauen der Marktteilnehmer untereinander führte zu einem Anstieg von Risikoprämien, einem Verfall der Finanzmarktpreise und teilweise einem totalen Einfrieren einzelner Wertpapiermärkte. Dies erforderte massive, international koordinierte Unterstützungsmaßnahmen sowohl von Notenbanken als auch Regierungen, um einen Zusammenbruch von Banken und des Finanzsystems abzuwenden. Der folgende Abschwung der Wirtschaftsaktivität wurde mit Rettungsmaßnahmen und Ausgabenprogrammen abgefedert. Infolge des wirtschaftlichen Abschwungs gerieten wiederum jene Staaten in Schwierigkeiten, die stark von privater oder öffentlicher Verschuldung getriebene Aufschwünge erlebt hatten, wie zum Beispiel Spanien, Griechenland, Portugal und Irland.

Für Zentralbanken bedeuteten die Maßnahmen eine Verlängerung ihrer Bilanz, mit der auch Kredit-, Zins- und Wechselkursrisiken verbunden sind. Für Regierungen bedeuteten die fiskalischen Maßnahmen, einschließlich der Gewährung von Garantien, eine massive Ausweitung aktueller Staatsschulden oder drohender künftiger Ausgabenverpflichtungen.

Krisen im Finanzsystem

Eine wichtige Voraussetzung dafür, dass sich in Zukunft eine Finanz- und Wirtschaftskrise,

wie wir sie in den vergangenen Jahren erleben mussten, nicht wiederholt, ist ein gutes Verständnis ihrer tieferen Ursachen. Die Rolle falscher Anreize bei den einzelnen Entscheidungsträgern, mangelnder Transparenz bei Finanzanlagen und des unvollständigen Verständnisses darüber, wie die Aufsicht der Finanzsektoren ausgestaltet sein soll, sind vielfach beschrieben worden.²⁾ Nach wie vor werden aber Fragen nach der möglichst effektiven Regulierung des Finanzsystems und den Rückwirkungen auf den realen Sektor einer Volkswirtschaft diskutiert. Drei Papiere der Konferenz zogen in diesem Zusammenhang politikrelevante Schlussfolgerungen auf Basis von Modellen, die jeweils für die Krise wichtige Aspekte des Finanzsystems aufgreifen.

Bianchi und Mendoza³⁾ zeigen, dass private Haushalte und Firmen in normalen Zeiten dazu neigen, sich übermäßig zu verschulden, da sie nicht angemessen berücksichtigen, dass ihre zur Kreditaufnahme nötigen Sicherheiten in Krisenzeiten durch Panikverkäufe stark an Wert verlieren können. Die Höhe dieses Wertverlustes hängt von der aggregierten Kreditaufnahme ab, auf die der einzelne Kreditnehmer keinen Einfluss hat. Unter diesen Umständen kann eine makroprudentielle Regulierung die Kreditvergabe so beeinflussen, dass sowohl die Schwere als auch die Häufigkeit von Krisen gemindert werden

Übermäßige Risikoneigung kann durch makroprudentielle Regulierung gemindert werden

2 Für eine Zusammenfassung vergleiche etwa: A. Cukierman (2011): Reflections on the Crisis and on its Lessons for Regulatory Reform and for Central Bank Policies, *Journal of Financial Stability* 7, S. 26–37; und den Aufsatz in: Deutsche Bundesbank, Konsequenzen für die Geldpolitik aus der Finanzkrise, Monatsbericht, März 2011, S. 55 ff.

3 J. Bianchi und E. Mendoza (2010): Overborrowing, Financial Crises and 'Macro-prudential' Policy.

wird und die Anfälligkeit der Volkswirtschaft gegenüber exogenen Schocks sinkt. Ein wichtiger Vorzug dieser Arbeit ist es, dass es hier gelingt, in einem makroökonomischen Gleichgewichtsmodell (DSGE) sowohl normale Konjunkturzyklen als auch seltene, aber schwere Krisen aus dem Modell heraus zu erklären, so dass damit ein grundsätzliches Verständnis der Krise selbst und möglicher Abhilfen erst möglich wird. Die von den Autoren vorgeschlagenen makroprudentiellen Steuern könnten daher eines der neuen Instrumente sein, die der französische Zentralbankgouverneur Noyer in seiner Rede auf der Frühjahrskonferenz zur Sicherung der Finanzstabilität gefordert hat.

*Erwartungen
an Regierungs-
verhalten be-
einflussen Krise*

Während Bianchi und Mendoza analysieren, wie Wahrscheinlichkeit und Schwere von Krisen durch geschickte Regulierung gemindert werden können, stellen sowohl Cooper und Kempf⁴) als auch Cukierman und Izhakian⁵) die Frage, welchen Einfluss im Vorhinein von privaten Akteuren gebildete Erwartungen über die von Regierungen im Nachhinein durchgeführten Rettungsmaßnahmen auf den Verlauf von Finanzkrisen haben können. Zum einen kann das Vertrauen auf solche Maßnahmen zu einer exzessiven Kreditvergabe führen und damit das Finanzsystem anfälliger für Finanzkrisen machen. Zum anderen kann die Erwartung, wie und ob Rettungsmaßnahmen in einer Krise tatsächlich durchgeführt werden, Panikreaktionen hervorrufen, obwohl dies gerade verhindert werden sollte. Ein Beispiel hierfür ist die Einlagensicherung, die in vielen Ländern Einlagen bis zu einer gewissen Höhe garantiert, aber unter extremen Umständen zusätzlich von Regie-

rungen gestützt werden muss. Während der Krise hat es zum Beispiel in England bei dem Zusammenbruch von Northern Rock Bankenpaniken gegeben, weil unklar war, wie und ob die Regierung eingreifen würde.⁶)

Die Arbeit von Cooper und Kempf baut auf dieser Logik auf und betont, dass jene, die in den Genuss von Rettungsmaßnahmen kommen, in der Regel nicht für diese bezahlen. So werden etwa Großinvestoren im Geldmarkt, wie Investmentbanken und ihre Anteilseigner, von einer Bankenrettung profitieren, aber die Steuerzahler, die im Allgemeinen an diesen Märkten nicht teilhaben, die Kosten tragen. Vor diesem Hintergrund ist es möglich, dass politischer Widerstand gegen vorab gegebene staatliche Rettungsversprechen diese unmöglich machen und so die Stabilität des Finanzsystems untergraben wird.

In der Tat kann eine Neubewertung der Wahrscheinlichkeit von Rettungsmaßnahmen der Regierung dramatische Effekte haben, was die heftige Reaktion der Finanzmärkte auf die Insolvenz von Lehman Brothers erklären kann. Das Papier von Cukierman und Izhakian zeigt, dass der Verschuldungsgrad, den Banken anstreben, steigt, je gewisser es ist, dass Banken in Notsituationen vom Staat gerettet werden. Allerdings bedeutet dies sowohl, dass Krisen

*Änderung in
der Risikowahr-
nehmung
können Krise
verstärken*

4 R. Cooper und H. Kempf (2011): Deposit insurance without Commitment: Wall St. vs Main St.

5 A. Cukierman und Y. Izhakian (2011): Bailout Uncertainty in a Microfounded General Equilibrium Model of the Financial System.

6 H. Ennis und T. Keister (2009): Bank Runs and Institutions: The Perils of Intervention, *American Economic Review* 99(4), S. 1588–1607 haben gezeigt, wie Maßnahmen, die eine Panik verhindern sollten, zu Anreizen führen können, Einlagen aus dem Bankensystem abzuziehen.

an sich wahrscheinlicher werden, ähnlich wie bei Bianchi und Mendoza, als auch, dass selbst geringe Neubewertungen der Wahrscheinlichkeit einer Rettung selbst Krisen auslösen können.

Niepmann und Schmidt-Eisenlohr⁷⁾ analysieren die Anreize, Bankenrettungen durchzuführen, in einem makroökonomischen Modell mit einem international verflochtenen Interbankenmarkt, wodurch sich Ansteckungseffekte abbilden lassen. Sie finden, dass im Rahmen ihres Modells Bankenrettungen von einzelnen Ländern nicht in hinreichendem Maße durchgeführt werden, da sie (positive) externe Effekte auf andere Länder nicht berücksichtigen. Gleichzeitig besteht ein Trittbrettfahrerproblem, wenn Maßnahmen im Nachbarland den Anreiz, selbst das eigene Bankensystem zu retten, verringern. Diese zentralen Argumente sprechen in der Tat für eine internationale Koordination bei verflochtenen Bankensystemen. Andere Aspekte, wie „moral hazard“-Probleme, können solchen Empfehlungen allerdings entgegenstehen.

Staatsverschuldung und Schuldenkrise

Hohe Staatsverschuldung führt zu Vertrauensverlust

In vielen Ländern haben die staatlichen Eingriffe zur Stabilisierung des Finanzsystems und der Realwirtschaft – sowie der wirtschaftliche Einbruch – zu einem starken Anstieg der Staatsverschuldung geführt. In mehreren Fällen hat dies das Vertrauen in die dauerhafte Solidität der Staatsfinanzen erschüttert und durch steigende Risikoprämien die Finanzierung von Defiziten zusätzlich erschwert. Für

einzelne Staaten kann dies zu einem plötzlichen Ausbleiben von Finanzkapitalzuflüssen, einem Einbruch der Währung und somit zu einem Kollaps des Staatshaushaltes und des heimischen Bankensystems führen. In einer Währungsunion, in der von Banken gehaltene Staatspapiere als Sicherheiten bei der Beschaffung von Liquidität bei der Zentralbank dienen, können sich aus Verknüpfungen im Interbankenmarkt weitere Komplikationen und Ansteckungseffekte ergeben.

In zwei Papieren wurde explizit auf die Problematik von Staatsschuldenkrisen in einer Währungsunion eingegangen. Roch und Uhlig⁸⁾ betonen zum einen die Rolle von sich selbst erfüllenden Schuldenkrisen, die sich allein aus der Erwartung eines Zahlungsausfalles ergeben können. Zum anderen erklären sie die Neigung von Ländern sich zu überschulden durch von kurzfristigen Motiven geleitete Regierungen. Im Modell kommt es zu komplexen Interaktionen dieser Elemente. Am Ende jedoch bleiben immer nur zwei Möglichkeiten: Das Land wird von anderen Ländern oder internationalen Institutionen (IWF) „gerettet“, also die Schulden werden übernommen, oder es kommt zu einem Zahlungsausfall. Kurzfristige Kredite an Länder mit Zahlungsproblemen sind keine Lösung, da sie letztlich nur den Anreiz zur Konsolidierung des Staatshaushaltes mindern oder Rettungen sogar verteuern.

Selbsterfüllende Schuldenkrisen

7 F. Niepmann und T. Schmidt-Eisenlohr (2010): Bank Bailouts, International Linkages and Cooperation.

8 F. Roch und H. Uhlig (2011): The Dynamics of Sovereign Debt Crises in a Monetary Union.

Auf der Suche nach einem geeigneten institutionellen Rahmen in der Europäischen Währungsunion

Auerbach⁹⁾ äußerte Zweifel an der Wirksamkeit von institutionellen Regelungen wie dem Stabilitäts- und Wachstumspakt der Europäischen Währungsunion. Sein Argument basiert auf der Tatsache, dass die USA ihren Mitgliedstaaten keine zentral bestimmten Regeln zur Kontrolle der Staatsfinanzen auferlegten. Stattdessen haben die Bundesstaaten, teilweise aufgrund eines strikt eingehaltenen „no bailout“-Prinzips der Zentralregierung, sich selbst Regeln auferlegt. Demgegenüber können in einer Krise getroffene Maßnahmen, mit denen andere Staaten aus Eigeninteresse doch helfend eingreifen, trotz des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu übermäßigen Defiziten führen. Auerbach setzt dagegen auf Transparenz und die disziplinierende Kraft der Märkte. Er betont, dass Disziplin in der Fiskalpolitik durch unabhängige Institutionen erreicht werden könnte, die langfristige Projektionen der Staatsfinanzen erstellen und der Öffentlichkeit bekannt machen. Von Hagen präferierte in seiner Diskussion einen alternativen institutionellen Ansatz und schlug ein Rahmenwerk zur geordneten Abwicklung von Zahlungsausfällen vor, die von einem unabhängigen und daher glaubwürdigen Gericht durchgesetzt werden. Im Gegensatz dazu betonte Bundesbankpräsident Weidmann die Notwendigkeit eines verstärkten Stabilitäts- und Wachstumspakts. Daneben muss ein klar definierter Mechanismus bestehen, der darlegt, wie mit Krisen umgegangen wird und dabei Marktsignale stärker beachtet werden. Dagegen bezweifelte er, dass eine Institution, die nur die Budgets kritisch überwacht, sich letztendlich als hinreichend stabilisierend erweisen kann.

Ein weiterer Ansatz, der Möglichkeit von Staatsinsolvenzen Rechnung zu tragen, ohne dass daraus eine Gefährdung des internationalen Finanzsystems resultiert, wird theoretisch von Adam und Grill¹⁰⁾ analysiert. Diese Autoren entwickeln einen Modellrahmen, der Zahlungsausfälle von Staaten prinzipiell und unter klaren, allen bekannten Bedingungen zulässt. Sie sind demnach nicht wie in anderen Modellen Folge von Vertragsbrüchen, die aus zu schwachen Anreizen, Verträge einzuhalten, resultieren. Solange ein Land zumindest gewisse Kosten tragen muss, wenn es zum Zahlungsausfall kommt, wird es nur unter extremen Bedingungen diese Möglichkeit wahrnehmen wollen. Internationale Investoren preisen dies zwar ein, aber wegen der geringen Wahrscheinlichkeit einer solchen harten Restrukturierung bleiben die Finanzierungsbedingungen für die Staaten nahezu unberührt. Die Ergebnisse dieses Papiers sind unter der Annahme eines glaubwürdigen Versprechens, Zahlungsverpflichtungen nur unter bestimmten, klar definierten Umständen nicht nachzukommen, hergeleitet. Da es in der Realität aber im Interesse von Staaten sein könnte, später ihr Verhalten zu ändern, bedürfte es eben jener von von Hagen angesprochenen zusätzlichen Mechanismen, Zahlungsausfälle nur unter extremen Umständen zuzulassen.

In der Diskussion um die Zahlungsausfallproblematik wird oft auch ein zweites Mittel der Entschuldung angesprochen, das prinzipiell

Zahlungsausfall kann geregelt stattfinden

9 A. Auerbach (2011): Fiscal Institutions for a Currency Union.

10 A. Adam und M. Grill (2011): Optimal Sovereign Debt Default.

*Inflation zur
Verringerung
der Staats-
schuld un-
geeignet*

souveränen Staaten offen steht: die Entwertung der ausstehenden nominalen Staatsschuld durch Inflation. Dies setzt allerdings voraus, dass die Staatsschuld in der eigenen Währung denominated ist und eine Regierung die Kontrolle über die Geldpolitik hat. Eine Entwertung der Schulden kann dann gelingen, wenn die realisierte Inflationsrate höher ist als die bei der Bestimmung der Nominalzinsen auf langfristige Staatsschulden erwartete Inflationsrate.

Die Arbeit von Krause und Moyer¹¹⁾ untersucht diesen Zusammenhang in einem Modell mit langfristiger Staatsschuld und endogenen langfristigen Zinsen auf Staatstitel. Es zeigt sich, dass kurzfristige, selbst überraschende Erhöhungen der Inflation nicht wesentlich dazu beitragen können, den Staatshaushalt zu konsolidieren. Selbst wenn das Ziel mittelfristig niedriger Inflation vollends aufgegeben wird, würde auch dauerhaft hohe Inflation einen eher moderaten Effekt auf die Staatsschuld haben. Der wesentliche Grund hierfür ist, dass die Nominalzinsen mit steigender Inflation ansteigen und damit die Zinslast des Staates hoch bleibt. Der Nutzen, durch inflationäre Politik den Staatshaushalt zu entlasten, muss daher im Allgemeinen als niedrig bewertet werden.

Die Effektivität von Fiskal- und Geldpolitik

Will man Staatsbankrott und Inflation als Lösung der Schuldenprobleme wegen ihrer großen negativen Folgen für die Volkswirtschaften ausschließen, müssen die auf Dauer

nicht tragbaren Schulden durch eine strikte Konsolidierungsstrategie abgebaut werden. In diesem Zusammenhang haben sich mehrere Papiere mit den Wirkungen von fiskalpolitischen Maßnahmen generell und unter den besonderen Bedingungen, die im Umfeld der Krise bestanden, befasst. Dazu gehört, dass sich die kurzfristigen Zinsen nahe der Nullzinsgrenze befinden, sodass das Hauptinstrument der Geldpolitik nicht weiter eingesetzt werden kann und zu unkonventionellen Maßnahmen gegriffen werden muss. Auf der anderen Seite kann dies unter Umständen die Effektivität fiskalpolitischer Maßnahmen – im Vergleich zu „normalen“ Zeiten – positiv beeinflussen, da nicht mit korrigierenden geldpolitischen Maßnahmen gerechnet werden muss.

Vor dem Hintergrund einer nach wie vor kontroversen Diskussion um die Wirkungen der Fiskalpolitik stellen Leeper, Traum und Walker¹²⁾ die konzeptionelle Frage, inwieweit die Wahl eines bestimmten Modellrahmens schon die Antwort einer empirischen Untersuchung der Frage vorwegnimmt, wie stark Staatsausgaben die Konjunktur beeinflussen. Dies ist auch für die Klasse von dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen (DSGE) der Fall. So kann die Berücksichtigung von nicht vollständig optimierenden Haushalten dazu führen, dass erhöhte Staatsausgaben nicht unmittelbar durch Reduktion der privaten Konsumausgaben konterkariert werden, weil Haushalte die zukünftig not-

*Umstrittene
Größe von
Staatsaus-
gabenmulti-
plikatoren*

11 M. Krause und S. Moyer (2011): Public Debt and Changing Inflation Targets.

12 E. Leeper, N. Traum und T. Walker (2011): The Fiscal Multiplier Morass: a Bayesian Perspective.

wendigen Steuererhöhungen nicht rational antizipieren. Die Autoren zeigen, wie stark verschiedene Modellannahmen die Ergebnisse von vornherein determinieren. Empirische Ergebnisse stehen immer unter diesem Vorbehalt und müssen deshalb kritisch interpretiert werden. Auf der anderen Seite muss man auch berücksichtigen, dass Theorie selbstverständlich nie agnostisch sein kann und gewisse Elemente gerade aus Plausibilitätsüberlegungen in ein Modell Eingang finden sollten und so dessen Struktur beeinflussen. Versucht man in diesem Sinne eine Schlussfolgerung, legt dieses Papier nahe, dass die konjunkturellen Effekte von Fiskalpolitik eher als gering einzuschätzen sind.

Coenen, Straub und Trabandt¹³⁾ wenden ein solches Modell zur Analyse des von der Europäischen Kommission koordinierten European Economic Recovery Plan (EERP) zur Stimulierung der europäischen Wirtschaft während der Krise an. Die Untersuchung zeigt, dass der Plan das europäische Bruttoinlandsprodukt in der Rezession um bis zu ½% weniger stark fallen ließ. Wie vom Diskutanten des Papiers beleuchtet, hängt auch dieses Ergebnis von Annahmen ab, die nicht unumstritten sind. Damit müssen die geschätzten Wirkungen mit Vorsicht interpretiert werden.

*Fiskalpolitik an
der Nullzins-
grenze*

Fiskalische Aspekte, die im Zusammenhang der Krise von Bedeutung sind, wurden in den Papieren von Corsetti, Kuester, Meier und Müller¹⁴⁾ sowie von Cook und Devereux¹⁵⁾ berücksichtigt. Corsetti und seine Koautoren untersuchen, welche konjunkturellen Effekte die Konsolidierungsmaßnahmen haben, wenn die Wirtschaft noch unter den Sonder-

bedingungen der Nullzinsgrenze liegt und gleichzeitig der Schuldenstand hoch ist. Wenn Zinsen nicht weiter gesenkt werden können, wird eine Rücknahme expansiver Fiskalpolitiken kontraktiver wirken als unter normalen Umständen. Gleichzeitig kann aber die Erwartung niedrigerer zukünftiger Defizite den Konsum stimulieren. Ein besonderes Element der Analyse ist die Rückkopplung von hoher Staatsverschuldung auf Risikoprämien, die wiederum die Investitionstätigkeit der Unternehmen negativ beeinflussen. Die Autoren finden durch Simulationen ihres Modells heraus, dass in besonders schweren Krisen Konsolidierungsmaßnahmen sogar expansiv wirken können. Dies schwächt Befürchtungen, dass die derzeitige Rückführung von Staatsdefiziten zu einem Rückfall in die Rezession führt.

Auch Cook und Devereux berücksichtigen bei ihrer Analyse der internationalen Koordination von Geld- und Fiskalpolitik die Nullzinsgrenze, und auch hier erlaubt dieses Element, neue Einsichten in die Krise zu gewinnen, die in herkömmlichen Modellvarianten fehlten. Die Autoren zeigen zunächst unter der Annahme vollständiger Integration des Güterhandels zwischen zwei Ländern oder Regionen, dass nach einem starken negativen Schock in einem Land die optimale Politik in beiden Ländern ein Senken des Leitzinses auf null und eine Expansion der Fiskalpolitik verlangt. Bei unvollständiger Handelsintegration gilt dies nicht mehr: Da in diesem Fall der defla-

13 G. Coenen, R. Straub und M. Trabandt (2011): Fiscal Policy and the Great Recession in the Euro Area.

14 G. Corsetti, K. Kuester, A. Meier und G. Müller (2011): Sovereign Risk and the Effects of Fiscal Retrenchment in Deep Recessions.

15 D. Cook und M. Devereux (2011): Sharing the Burden: International Policy Cooperation in a Liquidity Trap.

tionäre Effekt im Ursprungsland des Schocks größer ist, steigt der reale Zins aufgrund der Nullzinsgrenze stärker als bei den Handelspartnern an. Dies wiederum verschlechtert den Wechselkurs und verstärkt den Abschwung. Die optimale Fiskal- und Geldpolitik im Nachbarland besteht dann zum einen aus einer leichten Erhöhung der Staatsausgaben, zum anderen aber auch aus einem erhöhten Leitzins, um so den Wechselkurs zugunsten des Ursprungslandes zu beeinflussen. Bemerkenswerterweise ist dieses Vorgehen für beide Regionen optimal.

Schlussfolgerungen

Insgesamt haben die Konferenz und der vorangehende Workshop einen guten Überblick über den aktuellen Stand der wissenschaftlichen Debatte zu den Ursachen der Krise, den Mechanismen, die zu ihrer Verschärfung beigetragen haben und schließlich ihre Ausweitung auf die Staatsfinanzen provoziert haben, geboten. Mehrere Arbeiten haben gezeigt, welche Maßnahmen geeignet erscheinen, um ähnliche Entwicklungen in Zukunft ausschließen zu können oder zumindest unwahrscheinlicher zu machen. Da-

zu gehört eine bessere makroprudentielle Aufsicht, die einer zu großzügigen Kreditgewährung des Finanzsektors entgegenwirkt und hilft, Fehlverhalten zu vermeiden, das aus der Gewissheit von staatlichen Rettungsmaßnahmen im Vorhinein resultieren kann. Die Konferenz hat auch die Vorstellung bestärkt, dass es zu einem strikten Konsolidierungskurs der Staatsfinanzen keine Alternative gibt. Der Versuch, diese Probleme über eine Inflationierung zu lösen, erscheint angesichts einer Sensibilisierung des privaten Sektors von vornherein wenig Erfolg versprechend, abgesehen von dauerhaften Spätschäden für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik. In diesem Zusammenhang erscheint auch die Einsicht wichtig, dass gerade bei hohen Staatsschulden von einer Konsolidierungsstrategie positive Wirkungen auf Beschäftigung und Wachstum zu erwarten sind. Gleichzeitig ist auch deutlich geworden, dass bei der Beurteilung fiskalischer Maßnahmen Vorsicht geboten ist. Es kommt darauf an, den Modellrahmen sorgfältig auszuwählen, wenn man einigermaßen verlässliche Aussagen machen will. Dies lässt es geboten erscheinen, beim Einsatz der Fiskalpolitik zur Konjunkturbeeinflussung, insbesondere in „normalen“ Zeiten, eher zurückhaltend zu sein.