

Kosten der Wirtschaftskrise und Risiken ihrer Bekämpfung

Das Platzen der US-Immobilienblase im Jahr 2007 stürzte die Welt in eine tiefe Finanz- und Wirtschaftskrise. Um die Gefahr einer Depression im Stil der 1930er-Jahre zu bannen, setzten Staaten, Zentralbanken und internationale Organisationen auf massive Interventionen. Die Massnahmen im fiskal- und geldpolitischen Bereich konnten die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte in der kurzen Frist stabilisieren. Allerdings zeigen sich zunehmend Risiken und Nebenwirkungen der Interventionen sowie die Langfristfolgen der Krise.¹

¹ Der vorliegende Beitrag gibt ausschliesslich die persönliche Meinung des Verfassers wieder. Für einen ausführlichen Beitrag, in dem zusätzlich die handelspolitischen und investitionspolitischen Krisenbekämpfungsmassnahmen diskutiert werden, siehe: Thomas A. Zimmermann, *The Dangerous Rise of Economic Interventionism*; www.zimmermann-thomas.ch, Veröffentlichungen.



Die Zahlungsunfähigkeit Griechenlands wurde zwar zunächst dank europäischen Hilfsmassnahmen abgewendet, doch stehen dem Land harte Zeiten bevor. Sogar der Verkauf von Inseln wurde zur Aufbesserung der Staatsfinanzen vorgeschlagen. Im Bild: Mykonos.

Bild: Thomas A. Zimmermann

Die geplatze Immobilienblase in den USA im Jahr 2007 und die anschliessende Destabilisierung des Finanzsektors drohten die Weltwirtschaft in eine tiefe Krise zu stürzen. Besonders der Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 führte zu einem panikartigen Ausverkauf an den Finanzmärkten. Unter dem Druck, ihre Liquidität zu erhöhen und ihre Verschuldungsniveaus zurückzufahren, sahen sich etliche Finanzmarktakteure gezwungen, Vermögenswerte zu veräussern. Dies führte zu einem starken Druck auf die Preise von Immobilien sowie immobilienbezogenen Schuldtiteln, Aktien und Rohstoffen. Die sinkenden Vermögenspreise verstärkten ihrerseits den Druck auf die Bilanzen von Banken und Haushalten, denen – bei unveränderten nominalen Verbindlichkeiten – zunehmend die Überschuldung drohte. Dies wirkte sich wiederum dämpfend auf die Kreditvergabe der Banken sowie auf das Konsumverhalten der privaten Haushalte – und damit auf die Nachfrage – aus. Um diesen deflationären Teufelskreis zu durchbrechen, griffen Staaten, Zentralbanken und interna-

tionale Organisationen zu einem umfangreichen Mix massiver Interventionen.

Rasche Lockerung der Geldpolitik

Besonders rasch reagierte die Geldpolitik auf die verschlechterte wirtschaftliche Lage. Etliche Notenbanken reduzierten schon ab Mitte 2007 ihre geldpolitischen Zinssätze schnell auf teilweise historisch tiefe Niveaus. So senkte etwa die Bank of England ihren Leitzins auf 0,5% – und damit auf das tiefste Niveau seit ihrer Gründung im Jahr 1694.

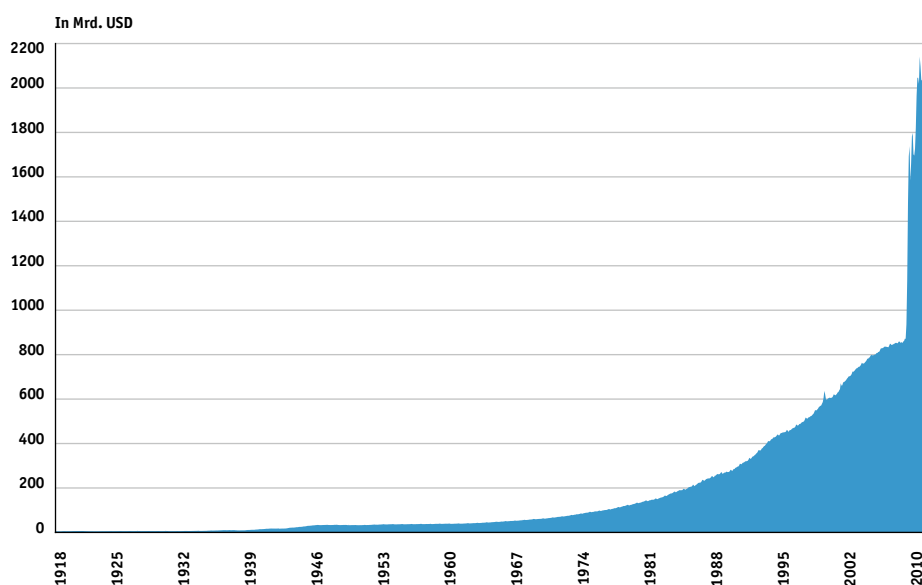
Da die Zinsen bereits vor Ausbruch der Krise nicht sonderlich hoch waren, war das Zinssenkungspotenzial rasch ausgeschöpft. Einige Notenbanken – darunter jene der USA, Englands und der Schweiz – griffen deshalb zu Massnahmen der quantitativen Lockerung. Sie kauften beispielsweise Wertpapiere staatlicher oder privater Schuldner, was in der Regel zu einer Ausweitung der Geldmengen und teilweise zu einer Vervielfachung der Bilanzsummen der Zentralbanken führte. Dieser Effekt lässt sich an der längerfristigen Entwicklung der monetären Basis in den USA



Dr. Thomas A. Zimmermann
Universität St. Gallen (SIAW-HSG) und Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Bern
www.zimmermann-thomas.ch

Grafik 1

Entwicklung der monetären Basis am Beispiel der USA, 1. Januar 1918–1. Mai 2010



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Zimmermann/Die Volkswirtschaft

Kasten 1

Weitere Massnahmen zur Krisenbekämpfung

Weitere Massnahmen wurden während der Krise von diversen Stellen getroffen, um eine Stabilisierung der Märkte herbeizuführen.

Im Bereich der Buchführungsstandards haben die zuständigen internationalen Gremien IASB und FASB auf dem Höhepunkt der Krise Aufweichungen der *Mark-to-Market-Regel* beschlossen. Diese Bilanzregel verpflichtet Finanzinstitute normalerweise dazu, Wertpapiere nach ihrem Marktpreis zu bewerten. Sie hatte bei illiquid gewordenen «toxischen» Wertpapieren wie immobilienbesicherten Schuldverschreibungen zu einer Abwärtsspirale aus massiven Abschreibungen, Notverkäufen und sinkenden Preisen sowie einer Verschlechterung der Bankbilanzen geführt. Mit der unter politischem Druck erfolgten Aufweichung der Mark-to-Market-Regel konnte dem Verkaufs- und Preisdruck sowie der Verschlechterung der Bankbilanzen auf dem Papier entgegengewirkt werden.

Weiter wurde versucht, die Abwärtsspirale an den Finanzmärkten durch bestimmte Handelsverbote – so z.B. durch ein Verbot gewisser Leerverkäufe – zu bremsen.

Schliesslich wurde auch mittels handels- und investitionspolitischen Massnahmen, die nicht frei von protektionistischen Elementen sind, eine wirtschaftliche Stabilisierung angestrebt.

(vgl. *Grafik 1*) eindrücklich illustrieren. Diese stieg von rund 871 Mrd. US-Dollar im August 2008 sprunghaft auf 2141 Mrd. US-Dollar im Februar 2010 an und ist seither nur leicht gesunken (2033 Mrd. US-Dollar am 1. Mai 2010)

Weitere Lockerungen der monetären Bedingungen erfolgten durch veränderte Reservenforderungen und Änderungen bei der Häufigkeit sowie den Konditionen von Offenermarktgeschäften (u.a. längere Laufzeiten, tiefere Anforderungen an die hinterlegten Sicherheiten). Auf internationaler Ebene wurden Swap-Fazilitäten zwischen Zentralbanken eingerichtet oder ausgebaut, um die Fremdwährungsliquidität sicherzustellen. Ausserdem wurden die Mittel des Internationalen Währungsfonds (IWF) gestärkt. Teilweise kam es zu Devisenmarktinterventionen.

Stark expansive Fiskalpolitik

Neben der Geldpolitik wurde insbesondere die Fiskalpolitik zur Krisenbekämpfung aktiv. Hier standen Konjunkturprogramme und Rettungsmaßnahmen für den Finanzsektor sowie angeschlagene Industrien im Vordergrund.

Konjunkturpolitisch kamen auf der Ausgabenseite zusätzliche oder vorgezogene Infrastrukturinvestitionen sowie sektorspezifische Hilfen wie Verschrottungsprämien für Autos oder Unterstützung für Hausbesitzer zum Einsatz. Daneben wurden Transferprogramme gestärkt oder ausgebaut, z.B. durch verlängerte Kurzarbeit. Einnahmenseitig erfolgten Entlastungen durch Steuererleichterungen für Unternehmen und private Haushalte. Neben diesen diskretionären

Massnahmen stützten vor allem die automatischen Stabilisatoren die Wirtschaft, etwa durch den krisenbedingten Rückgang der Steuereinnahmen und Sozialversicherungsprämien sowie durch Mehrausgaben der Sozialversicherungen.

Die Fiskalpolitik engagierte sich jedoch nicht nur in der Konjunkturförderung, sondern vor allem bei Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. In den Industrieländern wurden hierfür in erheblichem Umfang Mittel mobilisiert und Risiken vom Finanzsektor zum Staat transferiert. Zu den Instrumenten gehören – neben staatlichen Garantien für Bankverbindlichkeiten – auch der Kauf von illiquiden Wertpapieren, staatliche Kapitalbeteiligungen an Finanzinstituten sowie weitere Massnahmen, die teilweise in Zusammenarbeit mit den Zentralbanken ergriffen wurden. In den Schwellenländern bedurfte es in der Regel keiner oder nur geringer Mittel zur Finanzsektorstabilisierung.

Aktuelle Schätzungen des IWF² gehen davon aus, dass die Bruttoverschuldung der Industrieländer unter den G-20-Staaten zwischen 2007 und 2015 von rund 78% auf 117% des BIP steigen wird – ein in Friedenszeiten nie erreichtes Verschuldungsniveau. Von dieser Zunahme in Höhe von rund 39,1 Prozentpunkten entfallen ca. 19,2 Prozentpunkte auf Einnahmeausfälle (Vermögenswertverluste und tiefere Gewinne), 8,2 Prozentpunkte auf das Zins-Wachstumsdifferenzial, 4,5 Prozentpunkte auf Konjunkturprogramme, 4 Prozentpunkte auf Kreditgewährungen und 3,2 Prozentpunkte auf unmittelbar ausgabenwirksame Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor. Nicht enthalten sind die bislang nicht ausgabenwirksamen Eventualverbindlichkeiten aus staatlichen Kreditgarantien. Neben den fiskal- und geldpolitischen Massnahmen wurden auch Buchführungsstandards und Handelsregeln geändert. Einige Staaten griffen überdies zu handels- und investitionspolitischen Massnahmen (siehe *Kasten 1*).

Erfolgreiche kurzfristige Stabilisierung...

Wenngleich es für eine endgültige Beurteilung noch viel zu früh ist, kann man den ergriffenen Massnahmen zugutehalten, dass sie in der kurzen Frist zu einer Stabilisierung der Märkte und einer Wiederbelebung der Wirtschaft geführt haben: Der deflationär wirkende Teufelskreis aus Notverkäufen, sinkenden Vermögenswerten und Insolvenzen konnte vorerst durchbrochen werden. Der Preiszerfall von Immobilien, Aktien, Rohstoffen und Schuldtiteln wurde aufgehalten und teilweise umgekehrt. Die Wirtschafts-

2 Vgl. IWF (2010), *Fiscal Monitor*, S. 85.

3 Vgl. IWF (2009), *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, S. 39.

4 Vgl. IWF (2010), *Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World*, S. 18.

Die Eurokrise und die Interventionen

Im Frühjahr 2010 führte die Sorge um die hohe Staatsverschuldung einiger südeuropäischer Staaten (Portugal, Italien, Griechenland und Spanien) zu Turbulenzen an den Obligationenmärkten. Insbesondere die Angst vor einer Zahlungsunfähigkeit Griechenlands, welches seine zuvor geschönten Defizitzahlen stark nach oben korrigieren musste, liess die Renditen griechischer Staatstitel stark ansteigen. Dadurch verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen zusätzlich. Befürchtungen vor einer Ansteckung weiterer Staaten führten auch bei den Titeln anderer Staaten zu einem Renditeanstieg sowie zu hohem Druck auf den Euro an den Devisenmärkten.

Vor diesem Hintergrund griffen die EU-Staaten zu Rettungsmaßnahmen. So hat die EU im April gemeinsam mit dem IWF einen Rettungsplan für das hoch verschuldete Griechenland ausgearbeitet. Gemäss Kritikern stellen die Massnahmen einen Verstoß gegen die No-Bail-out-Regel des EU-Vertrages dar.

Im Mai ging die EU angesichts des anhaltenden Drucks der Finanzmärkte auf die Eurozone noch einen Schritt weiter, indem sie ein Massnahmenpaket zugunsten der finanzschwachen EU-Staaten verabschiedete. Hierzu weitete sie bereits bestehende, für EU-Länder ausserhalb der Eurozone vorgesehene Hilfen auf Mitglieder der Währungsunion aus und erhöhte zugleich den entsprechenden Finanzrahmen von 50 auf 60 Mrd. Euro. Zudem soll eine Zweckgesellschaft unter Aufsicht der EU-Kommission im Namen aller 16 Euroländer Geld an den Finanzmärkten aufnehmen und als Kredit an finanzschwache Mitgliedstaaten weitergeben können. Hierfür ist ein Finanzrahmen von 440 Mrd. Euro vorgesehen. Weiter gewährt der Internationale Währungsfonds (IWF), der als monetäre Institution eigentlich für Zahlungsbilanzhilfen und nicht für Budgethilfen zuständig wäre, Finanzhilfen in Höhe von bis zu 250 Mrd. Euro. Im Gegenzug müssen die EU-Länder Portugal und Spanien zusätzliche Massnahmen zur Haushaltssanierung ergreifen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) flankiert diese Bemühungen, indem sie die Bereitschaft zum Kauf von Anleihen verkündet hat.

Die ergriffenen Massnahmen stellen in mehrfacher Weise eine Abkehr von den Prinzipien dar, welche bislang für die Eurozone postuliert wurden. Dies betrifft zum Einen die Anleihekäufe der EZB und zum Anderen die faktische Aufgabe des No-Bailout-Prinzips innerhalb der Währungsunion. Gerade mit der Aufgabe dieses Prinzips wird letztlich aber «nur» die bereits in der Vergangenheit eher halbherzige Einhaltung der fiskalpolitischen Disziplin fortgeschrieben: So erfüllten einzelne Länder bereits beim Eintritt in die Währungsunion die Maastricht-Kriterien nur dank kreativer Massnahmen. Und auch der vielbeschworene Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde in der Praxis wenig stringent umgesetzt. Zu oft übten die Staaten gegenseitige Nachsicht bei ihren fiskalpolitischen Verfehlungen.

entwicklung wurde stabilisiert und die Rezession in den meisten Ländern überwunden. Auch der Anstieg der Arbeitslosigkeit fiel relativ moderat aus. Im Handel kam es bislang nicht zu unkontrolliert eskalierendem Protektionismus. Dies alles ist keine Selbstverständlichkeit.

...mit längerfristigen Kosten und Risiken

Nebst diesen positiven Wirkungen sind die Interventionen aber auch mit erheblichen längerfristigen Kosten und Risiken auf verschiedenen Ebenen verbunden – mikroökonomisch, makroökonomisch und politisch. Daneben zeigen sich immer deutlicher die langfristigen Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise. Krisenhafte Zuspitzungen sind auch weiterhin nicht auszuschliessen.

Mikroökonomische Risiken: Anreize zu Fehlverhalten

Mikroökonomisch wurde mit den Konjunkturpaketen teilweise struktureller Anpassungsbedarf verschleppt – insbesondere dort, wo Hilfen sektorspezifisch ausgerichtet wurden und in Branchen mit chronischen Überkapazitäten flossen (z.B. in der Automobilindustrie). Es ist anzunehmen, dass dadurch Verzerrungen und Effizienzverluste bei Produktion, Konsum und Faktorallokation entstanden sind und das Produktivitätswachstum gebremst wurde. Das steigende Engagement des Staates bei Unternehmen geht zudem einher mit einem Risiko der politischen Beeinflussung und des Missmanagements.

Durch die Rettungsmaßnahmen im Finanzsektor wurde ein erhebliches Potenzial für *Moral Hazard* geschaffen. Jene Finanzinstitute, die in den Boomjahren dank tiefer Zinsen ihre Verschuldungsquote und ihre Bilanzsumme besonders aggressiv ausweiteten, haben mittlerweile «Systemrelevanz» erlangt. Da ihr Untergang gesamte Volkswirtschaften gefährden könnte (*Too-Big-To-Fail-Problematik*), verfügen sie heute über eine implizite Staatsgarantie. Die Aussicht auf hohe Gewinne bei gleichzeitiger Übernahme von Risiken und Verlusten durch den Staat steigert – zusammen mit den in die Kritik geratenen Vergütungsmodellen – die Risikofreude im Finanzsektor über das ökonomisch effiziente Mass hinaus. Ein vergleichbares, ebenfalls «makrorelevantes» Moral-Hazard-Problem stellt sich mit dem faktischen *Bail-out* Griechenlands für die Fiskaldisziplin in der EU.

Makroökonomische Risiken: Staatsschulden als Hauptproblem

Makroökonomisch bergen die stark gestiegenen Staatsschulden erhebliche Risiken.

Während die Konjunkturstimulierungs- und Rettungsmaßnahmen bei Ausbruch der Krise noch vergleichsweise kostengünstig durch neue Schulden finanziert werden konnten, rücken nun Bedenken bezüglich der Rückzahlbarkeit der Schulden in den Fokus der Investoren. Die Sorge um Staatsbankrotte hat sich in einem rasanten Renditeanstieg bei den Staatsanleihen südeuropäischer Euro-Mitgliedsländer – insbesondere Griechenland – niedergeschlagen. Aufgrund bestehender Ansteckungsrisiken und Unsicherheiten über die Folgen für den gemeinsamen europäischen Währungsraum wurde aus der Griechenland-Krise rasch eine «Eurokrise» – mit einem stark sinkenden Eurokurs an den Devisenmärkten. Die europäische Schuldenkrise hat ihrerseits neue Interventionen hervorgerufen, mit denen der vor Kurzem noch für undenkbar gehaltene Umbau der Eurozone zur Transferunion erzwungen wurde (siehe *Kasten 2*).

Die Schuldenlage ist indessen nicht nur in einzelnen Ländern der Eurozone, sondern auch in anderen Industriestaaten – wie Japan, Grossbritannien und den USA – prekär. Zwar verfügen diese Staaten über gewisse Vorteile, wozu allgemein eine an die nationalen Bedürfnisse anpassbare Geldpolitik gehört. Zusätzlich profitieren die USA vom Reserve- und Safe-Haven-Status des US-Dollars und der damit verbundenen Seigneurage. Japan kommt seine geringe Auslandsverschuldung zugute, während Grossbritannien einen Vorteil aus den langen Laufzeiten seiner Obligationen zieht. Gleichwohl können negative Reaktionen der Finanzmärkte auch bei den Schulden und Währungen dieser Länder künftig nicht ausgeschlossen werden.

Bis zum Jahr 2050 hält der IWF sogar einen Anstieg der durchschnittlichen öffentlichen Verschuldung der G-20-Industrieländer in Regionen von rund 300% des BIP für denkbar.³ Hierfür sind hauptsächlich die erwarteten Ausgaben in den Bereichen Gesundheit und Pensionen verantwortlich. Schätzungen gehen davon aus, dass sich der Barwert der alterungsbezogenen Zusatzausgaben auf das Zehnfache der Kosten für die Bekämpfung der Finanz- und Wirtschaftskrise beläuft.⁴

Welches sind die Optionen zum Schuldenabbau?

Damit stellt sich die Frage, wie längerfristig eine Rückführung der öffentlichen – und auch privaten – Schuldenberge in den Industrieländern erfolgen soll. Zwar wird allseits vehement beteuert, dass eine Monetisierung und Reduktion durch Inflation keine Option darstelle. Umgekehrt ist aber unklar, welche Alternativen bestehen: Wachstumsseitig sind in den Industrieländern keine Wunder zu er-

Markt- oder Staatsversagen als Krisenursache?

Für den Ausbruch der Krise werden in der öffentlichen Diskussion insbesondere die risikoreichen Geschäfte von Investmentbanken und «Spekulant»en, die Kreditvergabepolitik im US-Immobilienmarkt, das Versagen der Rating-Agenturen sowie die Vergütungssysteme des Finanzsektors verantwortlich gemacht. Unbestreitbar handelt es sich hier um Fehlleistungen der Märkte und ihrer Akteure. Einseitige Schuldzuweisungen sind jedoch fehl am Platz, da diese Krisenursachen teilweise durch staatliche Politiken begünstigt wurden. Für andere Krisenursachen sind vor allem die Staaten verantwortlich. Eine Diagnose tut not, wenn die Fehler der Vergangenheit in Zukunft vermieden werden sollen.

Zu den Elementen des «Staatsversagens», welche die Krise mit ausgelöst haben, werden je nach wirtschaftspolitischem Standpunkt gezählt:

- Dauerhaft sehr tiefes Zinsniveau nach dem Platzen der Technologieblase;
- Fehlende Anpassungsfähigkeit der Geldpolitik in der Eurozone an die nationalen Bedingungen mit der Folge von Immobilienblasen (z.B. Spanien) und Verschuldungsexzessen (z.B. Griechenland);
- Steuerliche Bevorteilung der Fremdkapitalfinanzierung gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung in zahlreichen Ländern mit der Folge von erhöhter Verschuldung (z.B. bei der Immobilien- und Unternehmensfinanzierung);
- Politisch motivierte Wohnbauförderung in den USA;
- Implizite Staatsgarantie für die US-Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac;
- Fragmentierte US-Finanzmarktaufsicht;
- Starkes Wachstum der Staatsverschuldung in zahlreichen Industrieländern;
- «Kartellistische» Nichtdurchsetzung des Stabilitätspaktes in der Eurozone, einschliesslich grosszügiger Handhabung der Maastricht-Kriterien bei Beitritten;
- Regulierungswettbewerb unter Finanzplätzen;
- Bindung der Währung von Überschussländern (insbesondere China, Golfstaaten) an den US-Dollar mit der Folge internationaler Ungleichgewichte;
- Staatliche Engagements im Finanzsektor.

warten. Abgesehen von den Exporten in die wachsenden Schwellenländer dürften sich die Nachfragekomponenten Konsum und Investitionen angesichts der demografischen Entwicklungen, der Bilanzsanierungen von Banken und Haushalten sowie industrieller Überkapazitäten verhalten entwickeln. Auch der Beitrag des Staates zur Nachfrage dürfte gering ausfallen, wenn die notwendigen Haushaltssanierungen über Ausgabenkürzungen vorgenommen werden – zumal dann, wenn dies in mehreren grossen Ökonomien gleichzeitig erfolgt.⁵ Steuererhöhungen würden umgekehrt die wirtschaftliche Aktivität lähmen. Allenfalls in den produktiveren, exportorientierten Ländern der Eurozone wie Deutschland könnte dank des tiefen Eurozonen-Einheitszinses sowie des tiefen Eurokurses ein Sonderboom ausgelöst werden, der aber neue Risiken bergen würde.

Haushaltskonsolidierung als wichtigste Herausforderung

Wollten die Industrieländer bis zum Jahr 2030 nur schon eine Verschuldungsquote von 60% des BIP (Maastricht-Kriterium) erreichen, bedürfte es gemäss IWF einer Verbesserung der Primärbilanz der öffentlichen Haushalte zwischen 2010 und 2020 um durchschnittlich 8,7 Prozentpunkte des BIP sowie einer Stabilisierung während des folgenden Jahrzehnts.⁶ Dies wäre wohl nur durch eine Rückführung der Ausgaben für soziale Sicherheit, Alterssicherung und Krankheit, weitere Ausgaben- und Subventionskürzungen sowie eine Erhöhung der Steuereinnahmen unter Verbreiterung der Steuerbasis möglich. Dauerhaft müssten zudem Mechanismen wie die Schuldenbremse Anwendung finden. Inwiefern eine solche längerfristige Rosskur politisch möglich ist, steht auf einem anderen Blatt: Die geringe Popularität, mögliche Konjunkturereinbrüche im Konsolidierungszeitraum, das demografische Umfeld sowie Zinsrisiken könnten einen Strich durch die Rechnung machen.

Angesichts dieser Umstände bringen Skeptiker dem bestehenden Papiergeld- und Kreditsystem zunehmend Misstrauen entgegen. Sie befürchten, dass die öffentlichen und privaten Schuldenberge durch eine inflationär wirkende Politik abgetragen werden könnten. Zudem ist unklar, welche Nebenwirkungen von der präzedenzlosen geldpolitischen Lockerung noch ausgehen werden. Während ein «Exit» aus der monetären Konjunkturstützung technisch machbar erscheint, bleibt die Frage nach der diesbezüglichen Bereitschaft und dem Timing in den grossen Industrieländern bislang offen.⁷

Politische Konsequenzen der Krise

Die Krise hat auch politische Folgen. Unmittelbare Risiken für die politische Stabilität ergeben sich in Ländern, in denen unpopuläre Massnahmen ergriffen werden müssen. Der Wegfall der Abwertungsmöglichkeit in Südeuropa führt zu einem schmerzhaften Druck auf Löhne und Preise (interne Abwertung), wenn die Konkurrenzfähigkeit wieder hergestellt werden soll. Reduzierte öffentliche Leistungen und Steuererhöhungen werden zu zusätzlichen Entbehrungen führen. Ob die betroffenen Regierungen über ausreichende politische Unterstützung verfügen werden, um die notwendige Konsolidierungsdauer durchzustehen, ist offen.

Auch international drohen im Gefolge der Krise politische Spannungen und Verschiebungen. Dies gilt zunächst für die Eurozone: Dort werden die Verteilungskämpfe zunehmen, was die Wirtschafts- und Währungsunion dauerhaft unter Druck setzt. Generell dürfte sich der internationale Verteilungskampf verschärfen.

Sofern sich das robuste Wachstum der weniger verschuldeten und demografisch dynamischeren Schwellenländer fortsetzen sollte, ist ausserdem mit einem weiteren Auseinanderdriften des Wachstums von Schwellen- und Industrieländern zu rechnen. Daraus dürften längerfristig Verschiebungen in den politischen Kräfteparallelogrammen von West nach Ost und von Nord nach Süd resultieren. Hieraus könnten sich wiederum neue wirtschaftliche Belastungen für die Industrieländer ergeben – etwa im Fall einer Erosion der Kaufkraft westlicher Währungen oder beim Zugang zu Rohstoffen.

Schliesslich sind auch die indirekten politischen Folgen der Krise zu beachten: Das Vertrauen in die Marktwirtschaft hat im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise schweren Schaden genommen – ungeachtet der Tatsache, dass die Krise zu einem erheblichen Teil auch auf Staatsversagen zurückgeführt werden kann (siehe *Kasten 3*). Ursächlich für den Vertrauensverlust in die marktliche Ordnung sind insbesondere die Ereignisse im Finanzsektor: Wo Gewinne privatisiert und Verluste durch Krisen und Rettungsmassnahmen sozialisiert werden, werden grundlegende Vorstellungen von Verantwortlichkeit und Gerechtigkeit verletzt. Beides sind aber Grundvoraussetzungen für nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg und für eine zielführende Wirtschaftspolitik. Hier lasten schwere psychologische Hypothesen auf den Reformen, welche in den nächsten Jahren anzugehen sind.

5 Die Literatur hat indessen auch nicht-keynesianische Effekte von Haushaltskonsolidierungen nachgewiesen. In diesen Fällen führen die Sparmassnahmen nicht zu sinkenden, sondern zu keinen oder gar steigenden Einkommenseffekten; vgl. Ardagna Silvia (2004): Fiscal Stabilizations: When Do They Work and Why, *European Economic Review*, Bd. 48, Nr. 5, S. 1047–1074.

6 Die Primärbilanz klammert die Zinszahlungen auf die bestehenden Schulden aus. Durchschnittlich müsste sich die Primärbilanz zwischen 2010 und 2020 somit von einem durchschnittlichen Defizit in Höhe von 4,9% in Richtung eines Überschusses von durchschnittlich 3,8% verbessern. Vgl. IWF, *Fiscal Monitor*, S. 28.

7 Zu geldpolitischen Aspekten des Exits aus der Krisenbekämpfung siehe IWF, *Exiting from Crisis Intervention Policies* (2010), sowie IWF, *Exiting from Monetary Crisis Intervention Measures – Background Paper* (2010).