

**Stehen die USA vor einer Rezession und wenn ja, hat die europäische Politik Grund zur Sorge? Wie groß ist das Risiko für die europäische Wirtschaft, und welche Gegenmaßnahmen sollten in Europa eingeleitet werden?**

## Ein »Laissez-faire« der Wirtschaftspolitik ist nicht angebracht

Auf den ersten Blick scheint die Sache klar zu sein. Wer an eine US-Rezession glaubt, wird wohl oder übel auch ein kräftiges Gegensteuern der europäischen Geld- und Fiskalpolitik befürworten müssen. Noch zu frisch sind die Erinnerungen an das Jahr 2001. Damals fielen die USA in eine vergleichsweise milde Rezession. Die Folgen für Europa waren indes gravierend. Das Wachstum in Deutschland verfiel in eine Art Dauerstagnation, die Arbeitslosigkeit erreichte Höchststände. Das geflügelte Wort von der »amerikanischen Wirtschaft, die niest und Europa damit eine schwere Lungenentzündung zufügt«, hatte wieder einmal seine Gültigkeit bewiesen.

Die Erfahrungen aus 2001 lassen sich allerdings nach meiner Einschätzung nicht auf die aktuelle Konstellation übertragen. Die Weltwirtschaft hat sich in den vergangenen Jahren dramatisch verändert – und mit ihr auch die Lage von Unternehmen und Verbrauchern in Europa. Um im Bild zu bleiben: 2008 wird die amerikanische Wirtschaft mit einer Lungenentzündung im Bett liegen. Die asiatischen Schwellenländer dürften lediglich niesen und einen Teil der negativen Wachstumsfolgen für Europa abfedern. Eine Erkältung innerhalb von Teilen der EWU lässt sich aber auch dann nicht vermeiden. Ein »Laissez-faire« der Wirtschaftspolitik ist deshalb nicht angebracht. Statt die Hände in den Schoss zu legen, ist ein gezieltes und dosiertes Vorgehen erforderlich.

## US-Rezession: Nicht kurz davor, sondern schon mittendrin

Etliche gängige Konjunkturindikatoren deuteten zuletzt auf eines hin: Die Re-

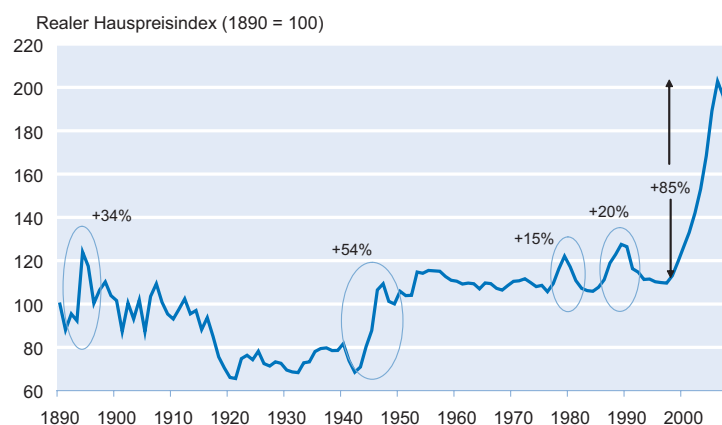
zession in den USA steht nicht kurz bevor. Vielmehr dürfte sie schon bereits seit einigen Wochen Realität sein. Zwar lässt sich über die exakte Definition einer Rezession trefflich streiten. Mindestens zwei Quartale mit rückläufiger Wirtschaftsleistung kommen dafür ebenso in Frage wie die offizielle Festlegung durch das National Bureau of Economic Research (NBER), das mehrere Indikatoren heranzieht. All dies ist aber für die europäische Wirtschaftspolitik nicht entscheidend. Was zählt ist Ausmaß und Dauer der Rezession, die »über den Atlantik schwappt«.

Auslöser der Krise ist – natürlich – der Markt für Wohnimmobilien. In den letzten zehn Jahren legten die US-Hauspreise in einem bisher nicht gekannten Ausmaß zu (vgl. Abb. 1). Der um den Anstieg der Verbraucherpreise bereinigte Anstieg betrug zeitweilig 85% und war damit so hoch wie noch nie in den vergangenen 120 Jahren. Selbst die Immobilien-Rallye nach Ende des Zweiten Weltkriegs nimmt sich dagegen bescheiden aus (+ 54%). 2007 platzte dann allerdings endgültig die Blase, und seitdem befinden sich die Hauspreise im freien Fall. Unseren Schätzungen zufolge wird diese Entwicklung



Andreas Rees\*

**Abb. 1**  
**US-Immobilienblase geplatzt**



Quelle: Robert Shiller, UniCredit Global Research.

\* Andreas Rees ist Chefvolkswirt bei der UniCredit Deutschland.

2008 anhalten. Die Folge: Die Immobilienmarktkrise dürfte zusehends auf andere Wirtschaftsbereiche überspringen. Vor allem die privaten Konsumausgaben werden unter negativen Vermögenseffekten, einer restriktiveren Kreditvergabe und einem schwächeren Arbeitsmarkt leiden. Anzeichen dafür gibt es bereits jetzt. So markierten die Erwartungen der amerikanischen Verbraucher (Conference Board) zuletzt ihren tiefsten Stand seit rund 35 Jahren. Die Umsatzzahlen aus dem Einzelhandel enttäuschten. Die Zahl der Arbeitsplätze in den USA sank im ersten Quartal 2008 zum ersten Mal seit knapp fünf Jahren. All dies wird kräftige Brems Spuren beim US-Wachstum hinterlassen, beträgt doch der Konsumanteil 70% am gesamten BIP.

### Drei Airbags

Allerdings wäre es falsch, die Totenglocke für die USA zu läuten. Ein wirtschaftlicher Niedergang à la Japan in den neunziger Jahren ist nach meiner Einschätzung nicht zu befürchten. Die Amerikaner verfügen nämlich über drei »Airbags«. Wie im richtigen Leben können diese den Unfall – sprich die starke Konjunkturverlangsamung – nicht verhindern. Dafür dämpfen die Airbags aber die Wucht des Aufpralls und verhindern so eine starke und lang anhaltende Rezession in den USA.

1. **Kräftige Steuersenkungen für Verbraucher und Unternehmen.** Die Steuersenkungen belaufen sich auf rund 150 Mrd. US-Dollar in diesem Jahr. Dies entspricht etwa 1% des US-BIP und steht früheren Steuersenkungen nur wenig nach (vgl. Abb. 2). Selbst das legendäre Entlastungspaket von Ronald Reagan Anfang der achtziger Jahre betrug im ersten Jahr nach Inkrafttreten »nur« 1,2% des BIP. Lediglich die Steuersenkungen, die noch von Präsident Kennedy in den sechziger Jahren beschlossen wurden, fallen deutlich höher aus. Wunderdinge sollte man allerdings nicht erwarten. Umfragen zu-

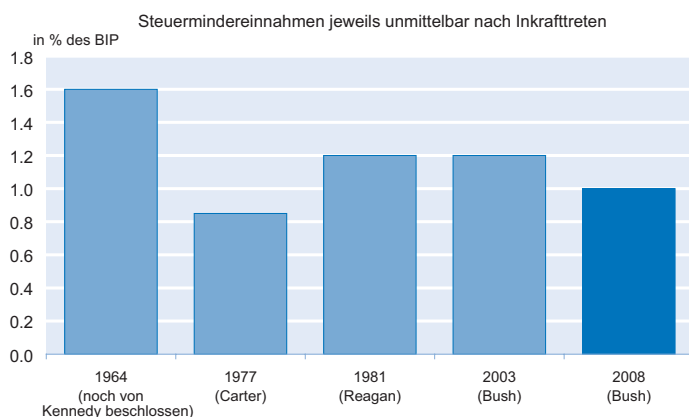
folge wollen etwa ein Viertel der privaten Haushalte das zusätzliche Geld auch tatsächlich ausgeben. Dies entspricht in etwa der Reaktion nach der letzten Steuersenkung 2003. Allerdings sollte die positive Wirkung auch nicht unterschätzt werden. Das restliche Geld kann zur Schuldentilgung verwendet werden und damit helfen, die Zahl der Insolvenzen zu begrenzen.

2. **Zinssenkungen und massive Liquiditätsspritzen.** Durch das beherzte Vorgehen der amerikanischen Notenbank wurde Schlimmeres im Finanzsektor verhindert. Auch wenn sich durch Zinssenkungen allein das Problem im amerikanischen Finanzsektor sicherlich nicht lösen lässt: Die hoch verschuldeten Immobilienbesitzer im Subprime-Bereich profitieren davon. Das Volumen an Subprime Mortgage Resetting, also die Verlängerung kurzfristiger Hypothekenkredite, dürfte sich in diesem Jahr auf rund 250 Mrd. US-Dollar belaufen. Ohne die Leitzinssenkungen der Federal Reserve um bislang 300 Basispunkte wären viele Schuldner von steigenden Zinskosten förmlich erdrückt worden.
3. **»Der (schwache) Dollar ist unsere Währung, aber euer Problem«.** Der reale handelsgewichtete US-Dollar steht kurz vor Erreichen eines rekordniedrigen Niveaus seit Freigabe der Wechselkurse vor 35 Jahren. Die Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Unternehmen hat sich dadurch spürbar verbessert. Die Kehrseite der Medaille: Der schwache Greenback geht zu Lasten der restlichen Weltwirtschaft – und damit auch zu Lasten einiger europäischer Länder.

### Supermann Deutschland?

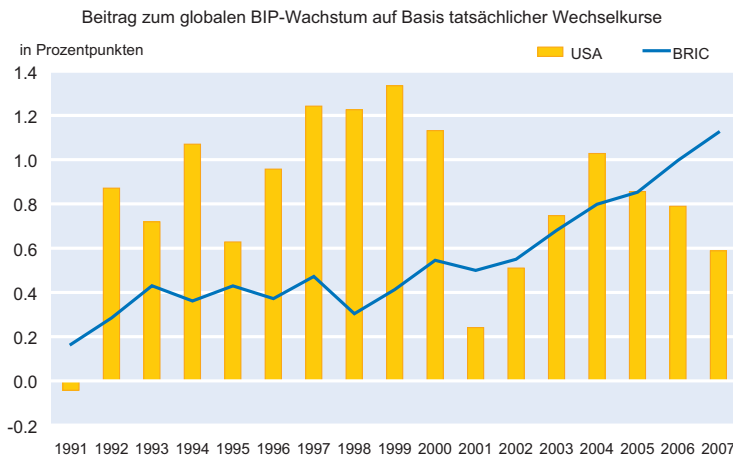
Ein Blick auf die jüngsten Stimmungsindikatoren in Europa zeigt eine zunehmende Divergenz. Auf der einen Seite erwiesen sich die deutschen Unternehmen als äußerst widerstandsfähig. Wie die letzten Erhebungen des ifo Instituts eindrucksvoll zeigten, ist der Optimismus ungebrochen. Die Rosskur der vergangenen Jahre – Kostensenkungen und Produktivitätssteigerungen – trägt ganz offensichtlich Früchte. Hinzu kommt eine Vielzahl weiterer Gründe, warum der starke Euro und die Abschwächung der US-Konjunktur bislang kaum Brems Spuren hinterlassen haben. Etwa 80% der deutschen Ausfuhren werden mittlerweile in heimischer Währung fakturiert. Die Weltwirtschaft ist unabhängiger von den USA geworden. Während die BRIC-Staaten im vergangenen Jahr rund einen Prozentpunkt zum Wachstum der Weltwirtschaft beitrugen, stammt nur rund ein halber Wachstumspunkt aus den USA (vgl. Abb. 3). 2008 dürften die BRIC-Länder sogar die USA in ihrer Bedeutung als Absatzmarkt für deutsche Unternehmen

Abb. 2  
Kräftige Steuersenkungen



Quelle: UniCredit Global Research.

**Abb. 3**  
**BRIC-Staaten als Pfeiler der Weltwirtschaft**



Quelle: UniCredit Global Research.

überholen (Exportanteil USA 2007: 7,6%; BRIC 2007: 7,5%). Dies ist ein wesentlicher Pluspunkt, sollte doch die Investitionsgüternachfrage aus den Schwellenländern robust bleiben.

Last but not least: Deutsche Unternehmen sitzen auf einem riesigen Berg an Aufträgen, der in den nächsten Monaten abgearbeitet werden dürfte. Wie die detaillierten Umfrageergebnisse aus dem ifo Geschäftsklimaindex zeigen, sind die Auftragsbestände noch immer so hoch wie unmittelbar nach der Wiedervereinigung (vgl. Abb. 4). Die deutschen Unternehmen haben sich in der Vergangenheit ein Polster erarbeitet, von dem sie jetzt zehren können.

Also schöne neue Welt? Nicht ganz. Deutschland mag sich von den USA und dem starken Euro-Wechselkurs freigeschwommen haben. Eine vollständige Entkopplung von den USA und bedeutenden EWU-Staaten ist aber eine Illusion. Immerhin gehen mehr als 40% aller deutschen Exporte in die Europäische Währungsunion. Fakt ist: In einigen europäischen Ländern stehen die Zeichen klar auf Wachstumsabschwächung. In Italien und Spanien ist der Einkaufsmanagerindex in der Industrie unter die kritische Marke von 50 gefallen. Hinzu kommt eine starke Verlangsamung einiger europäischer Immobilienmärkte. Sowohl die Hauspreise in Spanien und Frankreich haben deutlich an Fahrt verloren. Alle drei Länder – Frankreich, Italien und Spanien – machen rund die Hälfte der Wirtschaftsleistung in der EWU aus. Der Anteil Deutschlands beträgt »nur« 30%.

## Was wir (nicht) brauchen

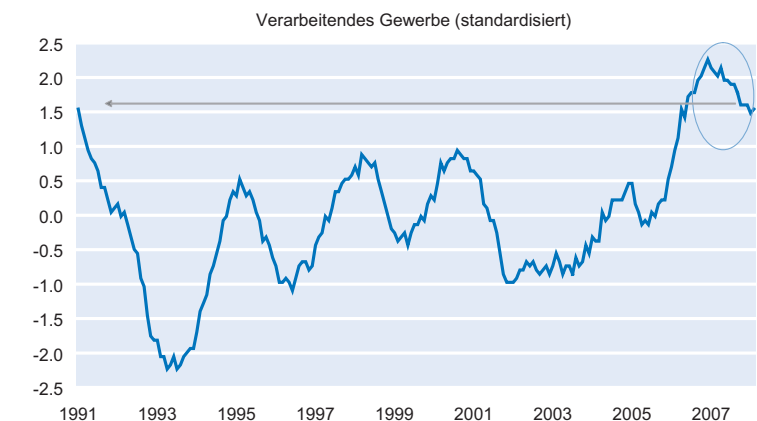
Trotz langsamerer Gangart in diesem und im nächsten Jahr stehen die deutschen Unternehmen aber noch immer gut da. Im Vergleich zu früheren Konjunktur- und Wechselkurszyklen werden die Zuwächse bei Exporten und Investitionen überdurchschnittlich hoch ausfallen. Das eigentliche Problem in Deutschland ist nicht der Unternehmenssektor, sondern die privaten Haushalte. Ein Blick auf die Einzelhandelsumsätze in den vergangenen Monaten zeigt, dass Otto Normalverbraucher buchstäblich das Handtuch geworfen hat. Die steigenden Kosten für Energie und Nahrungsmittel haben zu einer starken Kaufzurückhaltung geführt. Eine »Konsumentenrezession« mit zwei oder mehreren aufeinander folgenden Quartalen, in denen

die Verbraucherausgaben schrumpfen, lässt sich nicht mehr ausschließen. Dies hätte dann auch unweigerlich starke Rückwirkungen auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum.

Kräftige Lohnerhöhungen, um die Binnennachfrage zu stabilisieren, sind allerdings der falsche Weg. Sie bergen die Gefahr von Rationalisierungen, einer Lohn-Preisspirale, steigender Zinsen und eines weiteren Überschießens des Euro-Wechselkurses. Stattdessen sollte die Wirtschaftspolitik in Deutschland nach meiner Einschätzung drei Dinge anpacken:

1. **Absenkung der Steuersätze für Geringverdiener und eine Ausweitung des Grundfreibetrags.** Dadurch ließe sich noch am ehesten die Kaufkraft stabilisieren, da Beziehender niedriger Einkommen eine überdurchschnittlich

**Abb. 4**  
**Auftragsbestände noch immer so hoch wie nach der Wiedervereinigung**

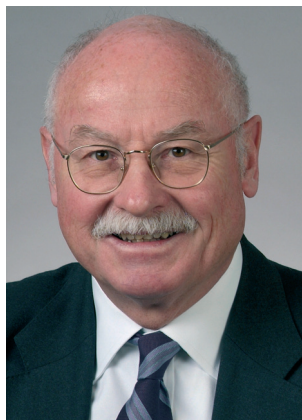


Quelle: UniCredit Global Research; ifo Institut.

hohe Konsumneigung besitzen. Hinzu käme eine steigende Attraktivität des Niedriglohnssektors.

2. **Im Idealfall eine Reduzierung, realistischere aber eine Verhinderung weiter steigender Renten- und Krankenversicherungsbeiträge.** Die Große Koalition hat die Kosten für die Arbeitslosenversicherung zwar kräftig reduziert. Allerdings ist dieser Effekt weitgehend verpufft, da mit Einführung des Gesundheitsfonds im nächsten Jahr weitere Beitragserhöhungen zu befürchten sind. Durch eine glaubwürdige Stabilisierung der Renten- und Krankenversicherungsbeiträge (»Commitment«) ließe sich das dringend notwendige Vertrauen der privaten Haushalte in die sozialen Sicherungssysteme wieder herstellen. Zudem käme es den Unternehmen in Form einer geringeren Kostenbelastung zugute. Deutschland ist nämlich nicht nur Exportweltmeister, sondern hat auch bei den Lohnnebenkosten rekordverdächtige Niveaus erreicht.
3. **Qualifizierungsoffensive und mehr öffentliche Investitionen in Bildung.** Auf den ersten Blick hat diese Forderung nur wenig mit der aktuellen Situation zu tun. Eine Abfederung der Konjunktur in diesem und im nächsten Jahr lässt sich dadurch sicherlich nicht erreichen. Aber: Der Fachkräftemangel ist bereits seit längerem zu einem ernsthaften Problem für die Unternehmen geworden. Dies zeigt die gespaltene Entwicklung am deutschen Arbeitsmarkt. Während die Arbeitslosigkeit in der Definition des Sozialgesetzbuchs III (SGB III) stark gefallen ist, trifft dies auf Beschäftigungssuchende nach SGB II nur eingeschränkt zu.

Wenn ich mit meiner Vermutung richtig liege, dass sich die US-Wirtschaft bereits in einer (milden) Rezession befindet, kommen Steuersenkungen in Deutschland und eine Reduzierung der Lohnnebenkosten dann nicht zu spät? Ich meine nein, aber die Zeit drängt. Entscheidungen müssen jetzt schnell getroffen und umgesetzt werden. Auf Dauer können nämlich die Unternehmen allein die deutsche Konjunktur nicht auf einer hohen Drehzahl halten.



Martin Hüfner\*

### **Wichtige und weniger wichtige Fragen in der aktuellen Konjunkturdiskussion**

Es sind vor allem drei Fragen, die in der gegenwärtigen Konjunktursituation die Gemüter bewegen: 1. Stehen die USA vor einer Rezession oder kommen sie noch einmal mit einem »blauen Auge« davon? 2. Würde sich eine Rezession in den USA auch auf Europa und auf Deutschland übertragen? Das ist die Frage des decoupling oder recoupling (des Abkoppelns oder des Ankoppelns)? 3. schließlich: Muss Europa etwas gegen eine drohende Konjunkturschwäche tun oder nicht? Alle Fragen hängen natürlich eng miteinander zusammen. Wenn es in den USA keine Rezession gibt, dann stellt sich auch die Frage des Abkoppelns nicht und dann braucht man auch nicht über europäische Gegenmaßnahmen nachzudenken.

Alle drei Fragen klingen plausibel. Wenn man sich die Sache jedoch genauer anschaut, sind sie – jedenfalls zum Teil – falsch gestellt bzw. irrelevant.

#### **Frage der Rezession in den USA irrelevant**

Das gilt zunächst für die erste Frage, die nach der Rezession in den USA. Sie wird derzeit zwar heiß und kontrovers diskutiert. Für die Konjunkturpolitik ist sie jedoch nicht wirklich wichtig.

Die USA befinden sich derzeit in einer konjunkturellen Schwächephase. Das Wachstum hat sich schon im vierten Quartal 2007 deutlich abgeschwächt (auf eine Jahresrate von 0,6%). Das hat sich im ersten Quartal dieses Jahres fortgesetzt. Dafür spricht eine Vielzahl von Indikatoren wie die rückläufige Industrieproduktion, die sinkenden Beschäftigungs-

\* Dr. Martin Hüfner ist ehemaliger Chefvolkswirt der HypoVereinsbank München.

zahlen, die rückläufigen Frühindikatoren oder die nach wie vor sinkenden Hauspreise. Es gibt derzeit in Amerika nur einen Sektor, der sich wirklich kräftig und dynamisch entwickelt. Das sind die Nettoexporte.

So wie die Dinge liegen, wird das Wachstum auch im zweiten Quartal 2008 niedrig bleiben, sich vielleicht sogar noch etwas abschwächen. Im dritten und vierten Quartal ist jedoch wieder eine Besserung abzusehen. Denn dann wird sich die drastische Lockerung der Geldpolitik positiv auf die Wirtschaft auswirken ebenso wie die Schecks mit den Steuererrückstellungen, die ab Mai verschickt werden.

Ob man das Ganze am Ende als Rezession bezeichnet, ist für die aktuelle Diskussion und für die Wirtschaftspolitik eher eine semantische Frage. Denn zu dem Zeitpunkt, zu dem wir wissen, ob es eine Rezession ist, ist sie schon längst vorbei. Das gilt für die beiden Definitionen, die für eine Rezession in den USA gelten. Nach der vulgär-ökonomischen Lesart gibt es eine Rezession, wenn das reale Bruttoinlandsprodukt zwei Quartale hintereinander absolut zurückgeht. Erste Indikationen, ob das wirklich der Fall ist, werden nicht vor September 2008 vorliegen, wenn die Sozialproduktstatistik für das zweite Quartal veröffentlicht wird. Freilich sind auch das nur vorläufige Zahlen. Sie können bis Jahresende noch ein- oder zweimal revidiert werden. Dann aber ist die mögliche Rezession bereits zu Ende.

Das Gleiche gilt für die anspruchsvollere Definition einer Rezession durch das National Bureau of Economic Research. Sie bezieht die Entwicklung der Realeinkommen, der Arbeitslosigkeit, der Industrieproduktion und des Handels in die Betrachtung mit ein. Auch diese Definition liegt frühestens im zweiten Halbjahr vor, wenn also die Wirtschaft schon wieder besser läuft. Sie ist also eigentlich nur noch für Wirtschaftshistoriker interessant. Die Volkswirte der amerikanischen Investmentbank Goldman Sachs sprachen dieser Tage von der »stupidity of the R-word«.

Die für die Wirtschaftspolitik wirklich wichtige Frage zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten ist nicht die nach der Rezession, sondern vielmehr, wie tief die Wirtschaft im ersten Halbjahr fällt und ob es dem Land gelingt, sich durch die Konjunkturankurbelung im zweiten Halbjahr wieder auf einen Pfad zu bringen, der dem Potentialwachstum entspricht. Was die Tiefe des Einbruchs angeht, so ist vorsichtiger Optimismus angebracht. Viel spricht dafür, dass der Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts nicht zu stark ausfallen wird. Die US-Wirtschaft überrascht gerade in diesen Monaten wieder einmal positiv. Wer hätte gedacht, dass sie so schnell und so stark auf die wechselkursbedingt verbesserte Wettbewerbsfähigkeit und die nach wie vor ordentliche Entwicklung auf den Auslandsmärkten reagiert? Jeder macht einen Fehler, der die amerikanischen Unternehmen zu schnell »abschreibt«.

Anders sieht es bei den mittelfristigen Perspektiven aus. Da überwiegen die negativen Struktureffekte. Der Wohnungsbausektor wird nach dem schrecklichen Einbruch auch im nächsten Jahr noch nicht wieder zu alter Dynamik zurückfinden. Das Gleiche gilt für die Konsumenten. Die Sparquote muss ansteigen. Die Banken werden bei der Kreditgewährung vorsichtiger sein. Die Zinsen werden vermutlich relativ rasch wieder angehoben, um nicht der Inflation Vorschub zu leisten. Bei den öffentlichen Finanzen wird der neue Präsident nach dem starken Anstieg des Defizits in diesem Jahr wieder etwas zurückhaltender sein. Hinzu kommt die Gefahr, dass es mehr protektionistische Tendenzen geben wird (jedenfalls wenn der neue Präsident der Demokratischen Partei angehört). All das spricht dafür, dass die amerikanische Wirtschaft mittelfristig eher langsamer als das Potential wachsen wird. Die Wirtschaftspolitik wird gefordert sein, mittelfristig positive Wachstumsimpulse zu setzen.

### Decoupling oder Recoupling

Schauen wir uns den zweiten Komplex an, die Auswirkungen der amerikanischen Konjunktur auf Europa. Die Diskussion darüber wird zumeist unter dem Stichwort »decoupling« bzw. »recoupling« geführt, also Abkoppeln oder Ankoppeln an die Verhältnisse in den USA. Lange Zeit dominierten die Vertreter des »decoupling«. Europa stehe durch den großen Binnenmarkt, die eigene starke Währung und vor allem durch verbesserte Wettbewerbsfähigkeit inzwischen auch konjunkturell auf eigenen Beinen. In letzter Zeit aber neigt sich das Pendel eher zu den Vertretern des »recoupling«. Europa sei doch abhängiger als wir denken. Wenn es in den USA schlechter gehe, dann könne sich der alte Kontinent dem nicht entziehen.

Auch hier ist die Frage falsch gestellt. Es geht gar nicht um „decoupling oder recoupling“, so als ob Amerika der Nabel der Welt wäre, von dem alle anderen abhängig sind. Die Welt ist heute multipolar. Europa und die Schwellenländer sind zusammen mit den USA weitgehend gleichgewichtige Pole der Weltwirtschaft. Alle drei beeinflussen sich gegenseitig. Es sind nicht nur die USA, die den Rest der Welt dominieren, sondern der Rest der Welt ist auch für die USA wichtig.

Zudem sind die bilateralen ökonomischen Bindungen begrenzt. Die europäischen Exporte in die USA machen nur rund 14% seiner Gesamtausfuhren aus. Wenn sie wegen der geringeren Nachfrage um 10% zurückgehen sollten, dann würde sich das europäische Bruttoinlandsprodukt nur um rund 0,2% verringern. Das ist nicht besonders viel. Natürlich ist die Verflechtung im Kapitalverkehr enger. Wenn die Aktienmärkte in den USA fallen, dann sind das immer ungünstige Vorgaben für die europäischen Märkte. Aber hier



ist der Zusammenhang mit dem Bruttoinlandsprodukt nicht so eng.

Die für Europa wirklich wichtige Frage ist nicht die des decoupling oder recoupling. Worauf es ankommt ist, wie sich die Konjunktur hierzulande weiter entwickelt. Dazu muss man sich die Eigendynamik und Stärke der hiesigen Wirtschaft anschauen und sie mit den Belastungen vergleichen, denen wir ausgesetzt sind.

Was die Eigendynamik angeht, steht Europa immer noch gut da. Der Aufschwung hat hier später begonnen. Er hat seine ganze Kraft noch gar nicht voll entfaltet. Bisher sind erst der Export und die Investitionen stärker angestiegen. Der private Konsum, der die Erholung auf eine breitere Basis stellt, hat noch nicht »gezündet«. Hier ist also noch etwas in der Pipeline.

Andererseits gibt es auch erhebliche Belastungen:

- Die Immobilienkrise trifft zunehmend auch Europa. In Spanien, Irland, Luxemburg, Großbritannien und bis zu einem gewissen Grad auch in Frankreich sind die Häuserpreise in den letzten Jahren zum Teil noch stärker als in den USA gestiegen. Ein Rückschlag wie in den Vereinigten Staaten kann daher nicht ausgeschlossen werden (allerdings gab es in Europa keine so missbräuchliche Kreditgewährung wie bei den Subprime-Hypotheken, so dass die finanziellen Folgen nicht so schlimm sein werden).
- Die Bankenkrise erschwert – neben allen anderen Auswirkungen – die Kreditfinanzierung von Unternehmen und Haushalten. Zum Teil wurden schon Kreditkarten gekündigt. Dabei wissen wir bei der Krise noch gar nicht, wann und wo das Ende der Fahnenstange erreicht ist.
- Die hohen Preissteigerungen vor allem bei Öl und Lebensmitteln mindern das verfügbare Einkommen der Konsumenten und damit den privaten Verbrauch.
- Der starke Euro bremst die Exporte in den Dollarraum (aber auch etwa nach China). Das trifft vor allem Unternehmen in Frankreich und Italien, weniger die in Deutschland.
- Hinzu kommen die gestiegenen Risiken in anderen Teilen der Weltwirtschaft. In Japan sind die Konjunkturprognosen nach unten revidiert worden. In China gibt es eine restriktivere Kreditpolitik sowie vielfältige Ungleichgewichte (einschließlich der mangelnden Infrastruktur). Das könnte vor allem nach den Olympischen Spielen virulent werden.

Die Belastungen treffen – in einer globalen Welt nicht verwunderlich – sowohl die USA als auch Europa (beim Wechselkurs natürlich in umgekehrter Richtung). Das bedingt eine gewisse Parallelität der konjunkturellen Entwicklung. Daraus kann dann der Eindruck entstehen, Europa sei von Ame-

rika abhängig. Dabei ist es nur so, dass beide in der gleichen globalen Welt leben. Freilich stellt sich Europa sowohl im Hinblick auf die Eigendynamik als auch die Belastungen relativ etwas besser. Die Wachstumsabschwächung wird hier also nicht so drastisch ausfallen.

Zudem wird das zeitliche Profil unterschiedlich sein. Das erste Halbjahr sieht noch relativ gut aus. Die Orderbücher sind nach wie vor voll und sichern Beschäftigung. Vor allem das erste Quartal wird – auch wegen des vergleichsweise guten Wetters – besser ausfallen. Im zweiten Halbjahr dagegen (wenn es in den USA schon wieder nach oben geht) wird es in Europa eine Schwächeperiode geben. Eine Rezession (auch nach amerikanischer Definition) wird das aber nicht sein. Dafür sind die vorliegenden Daten einfach zu gut. Es kann aber durchaus mal ein Quartal geben, in dem das reale Bruttoinlandsprodukt absolut zurückgeht. Ich glaube aber auch, dass das Ganze nicht ewig dauern wird. 2009 kann schon wieder besser werden. Denn die Grundkonstitution der europäischen Wirtschaft ist nach wie vor gut. Es gibt hier nicht so viele Strukturprobleme wie in den USA.

### »Plan B« für die Wirtschaftspolitik

Kommen wir zur dritten Frage, den Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik. Diese Frage ist so offen formuliert, dass sie natürlich immer richtig und wichtig ist. Hier ist es vor allem die Antwort, die problematisch ist. Denn die meisten denken hier vor allem an die Geldpolitik, die als Reaktion auf die schlechtere Konjunktur die Zinsen senken sollte. Das aber ist nicht das richtige Konzept.

Das gilt in zweierlei Hinsicht. Zum einen: Wenn es wirklich so kommt, dass Europa nur eine Delle der Konjunktur im zweiten Halbjahr erlebt und dass es danach wieder aufwärts geht, dann sollte die Wirtschaftspolitik darauf überhaupt nicht reagieren. Solche vorübergehenden Schwankungen ausgleichen zu wollen, wäre wirtschaftspolitisches »Kunstschiefen«. Das hat noch nie geklappt.

Insofern kann es sich bei den wirtschaftspolitischen Konsequenzen nur um einen »Plan B« handeln für den Fall, dass sich die Konjunktur im zweiten Halbjahr stärker abkühlen sollte und sich die Schwäche 2009 fortsetzt (entweder in Europa insgesamt oder zumindest in einzelnen Ländern). Einen solchen Plan B zu haben, ist gut und richtig. Freilich sollte man darüber nicht öffentlich sprechen. Sonst kommen zu viele Begehrlichkeiten auf, die am Ende die Realisierung des Plans auch dann fordern, wenn er aufgrund der tatsächlichen Situation gar nicht erforderlich ist.

Zum zweiten ist zu bedenken, dass dies keine übliche Konjunkturschwäche ist. Denn diesmal haben wir auch noch eine hohe Geldentwertung. Diese Inflation wird nicht – wie

das in den üblichen Modellen angenommen wird – als Folge der geringeren gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate gewissermaßen automatisch zurückgehen. Sie wird wegen der gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise vielmehr bleiben. Hinzu kommt, dass die Lohnpolitik in den vergangenen Jahren moderat war und sich bei den Gewerkschaften ein Nachholbedarf aufgestaut hat. Es besteht also eine erhebliche Gefahr, dass die Energie- und Nahrungsmittelpreise trotz der schwachen Konjunktur zu Zweitrunden-Effekten bei der Inflation führen. Das ist sicher noch keine Stagflation, wie manchmal gesagt wird. Dazu ist das Wachstum immer noch zu stark und sind die Preissteigerungen nicht hoch genug. Es ist aber eine »Stagflations-ähnliche Situation«. Sie erfordert von der Wirtschaftspolitik besonderes Einfühlungsvermögen.

Um hier richtig zu operieren, ist eine Doppelstrategie erforderlich. Die Geldpolitik muss auf das Ziel der Geldwertstabilisierung gerichtet werden, die Fiskalpolitik auf die Bekämpfung eines konjunkturellen Einbruchs.

Das bedeutet, dass die Zinsen relativ hoch bleiben müssen (in jedem Fall keine Zinssenkung). Die Liquidität sollte knapp gehalten werden. Nur wenn die Finanzkrise anhalten sollte und es deshalb an Liquidität fehlt, muss die Zentralbank den Markt stärker mit Geldmitteln versorgen. Im Grund heißt es also für die Europäische Zentralbank, dass sie ihre bisherige Politik so weiterführen sollte. Das wäre der beste Weg, um die Inflationserwartungen niedrig zu halten.

Eine solche Politik sieht einfach aus, ist aber in der Praxis nicht leicht durchzuhalten. Zum einen nehmen bei einer stärkeren konjunkturellen Verlangsamung die Rufe nach Zinssenkung zu. Hier muss die EZB viel Standfestigkeit beweisen. Zum anderen und noch schwieriger: In einer Welt, in der die amerikanische Zentralbank ihre Politik stark glockert und die Zinsen so schnell und drastisch wie nie zuvor gesenkt hat, wird sich der Dollar abschwächen und der Euro entsprechend aufwerten. Der Euro-Kurs ist schon jetzt weit von allen Kaufkraftparitäten entfernt. Nahe liegend wären in einer solchen Situation Interventionen auf den Devisenmärkten. Sie sind aber nur sinnvoll und wirksam, wenn sie international koordiniert, also von Amerikanern und Europäern zusammen getätigt würden. Das aber scheidet aus, weil die Amerikaner im Augenblick kein Interesse an einem stärkeren Dollar haben. Insofern liegt hier eine weiche Stelle in dem Policy Mix. Die EZB könnte gezwungen sein, aus Wechselkurspolitischen Gründen die Zinsen doch zu senken. Man kann das zwar damit begründen, dass die Euro-Aufwertung die Importpreise senkt und damit das Preisniveau stabilisiert. Optimal ist es gleichwohl nicht.

Die Fiskalpolitik muss durch Ausweitung des Budgetdefizits die gesamte wirtschaftliche Nachfrage erhöhen. Das ist im Grunde dasselbe, wie das, was die amerikanische Ad-

ministration im Augenblick tut. In Europa kann das – im Gegensatz zur Geldpolitik – nicht auf Unionsebene geschehen, sondern es muss von den einzelnen Mitgliedsländern je einzeln getan werden. Das ist kein Nachteil. Es ist zu vermuten, dass die konjunkturellen Probleme in den einzelnen Ländern unterschiedlich sind. Spanien und Italien, vielleicht auch Frankreich, müssen vermutlich stärker gegensteuern als etwa die Bundesrepublik.

Freilich darf eine fiskalpolitische Konjunkturstimulierung nicht die errungenen Erfolge bei der Konsolidierung der Haushalte zunichte machen. Es muss also dafür gesorgt werden, dass sie wirklich nur temporär ist und dass der Konsolidierungskurs sofort wieder aufgenommen wird, wenn sich die Konjunktur normalisiert. Die Konjunkturstimulierung sollte im Wesentlichen nicht durch Ausgabenerhöhungen, sondern durch Steuersenkungen geschehen. Bei Steuersenkungen ist zwar der Multiplikator geringer. Andererseits wird dadurch der private Verbrauch stimuliert, der im Konjunkturverlauf bisher zurückgeblieben ist und der auf Dauer eine Triebfeder der konjunkturellen Entwicklung bleiben muss. Schließlich muss darauf geachtet werden, dass eine Steuersenkung zur Konjunkturstimulierung in der Politik nicht umfunktioniert wird zu einer generellen Steuersenkung, die dann nicht mehr so leicht rückgängig gemacht werden kann. Es muss am besten eine einmalige Ausschüttung an die Bürger sein (so wie die Steuerschecks in den USA), nicht eine vorübergehende Steuersatzsenkung, die beim Bürger monatlich nur mit relativ kleinen Beträgen ankommt. Nur durch eine größere, einmalige Ausschüttung kann verhindert werden, dass die Konsumgewohnheiten unverändert bleiben und der Betrag dann einfach gespart wird.

Bei all dem ist vor Aktionismus zu warnen. Die Hektik, die wir derzeit in den Vereinigten Staaten bei Geld- und Fiskalpolitik beobachten, sollte eine Warnung sein. Sie schafft bei den Unternehmen, den privaten Haushalten (und auch bei den von der Finanzkrise betroffenen Banken) eher Unsicherheit. Die Nervosität von Regierung und Notenbank überträgt sich auf den privaten Sektor und führt bei manch einem zu zusätzlicher Unsicherheit. Das alte Gebot von der »ruhigen Hand«, mit der die Wirtschaftspolitik steuern sollte, gilt noch heute.