



GESTÄRKT
AUS
DER KRISE

Die Krise als Chance

Wirtschaftspolitische Fehler und neue Gestaltungsräume

von Stefan Terliesner

Riesige Hilfspakete haben die Wirtschaft während der Pandemie stabilisiert. Viele Schäden werden aber wohl erst ab 2022 sichtbar werden und lange nachwirken. Wenn jetzt die Weichen richtig gestellt werden, könnten Unternehmen und die Gesellschaft als ganze allerdings eine Erneuerung einleiten.

Die SARS-CoV-2-Pandemie betrachtet Jan Pieter Krahn, Wissenschaftlicher Direktor des Leibniz-Instituts für Finanzmarktforschung SAFE und Professor für Kreditwirtschaft und Finanzierung an der Goethe-Universität, aus zwei Blickwinkeln: als »abrupte Unterbrechung wirtschaftlicher Tätigkeit, also als Krise«, und als »Infragestellung etablierter Produktionsweisen, das heißt als Wandel«. Sofern Unternehmer, Politiker und auch Bürger die richtigen Entscheidungen zur Anpassung an ein verändertes Umfeld treffen, liegt also auch in dieser Krise eine Chance. So hat die Pandemie zum Beispiel aufgezeigt, welche Bedeutung die Digitalisierung hat.

Die Pandemie als Krise bringt harte Einschnitte für einzelne Branchen wie Luftfahrt, Einzelhandel, Gaststätten, Hotels und Kulturbetriebe mit sich. Noch zeigt sich die Not der Betroffenen nicht in offiziellen Statistiken. Dies lag an der Aussetzung der Insolvenzantragspflicht in Kombination mit den Hilfspaketen. Der Informationsdienstleister Cribbürgel schätzt, dass über 300 000 Unternehmen in Deutschland finanzielle Probleme hätten. 2022 sei mit rund 16 500 zusätzlichen Insolvenzen zu rechnen.

Staatliche Hilfspakete haben stabilisiert

Doch die Wirtschaft beginnt sich zu erholen. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt 2020 um 5 Prozent einbrach, rechnet der Sachverständigenrat zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Jahr 2021 mit einem Wachstum von 3,1 Prozent. Entscheidend für die weitere Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft ist laut Sachverständigenrat der Impffortschritt. Bei steigenden Impfkapazitäten könnten bis Ende des Sommers 70 Prozent der Erwachsenen geimpft sein. Schließungen von Industriebetrieben sollten möglichst vermieden

werden, sonst fiele die wirtschaftliche Entwicklung deutlich schlechter aus. Denn seit Sommer 2020 haben sich das verarbeitende Gewerbe und die Exportindustrie sehr gut erholt. Die im Frühjahr 2020 noch abrupt abgerissenen globalen Lieferketten wurden rasch wieder intakt gesetzt. Seitdem ist die Industrieproduktion wieder aufwärtsgerichtet.

Zur Stabilisierung beigetragen haben die staatlichen Hilfspakete (siehe auch Grafik auf Seite 70). Sie sind vor allem eine Kompensation des durch die Lockdowns politisch erzeugten Nachfragerückgangs. Sechs Finanzjahre mit Budgetüberschüssen gingen der Coronakrise voraus. Laut Bundesbank hatte Deutschland 2019 mit einer Schuldenquote von 59,7 Prozent erstmals seit 2002 wieder den Referenzwert des Maastricht-Vertrags von 60 Prozent unterschritten.

Rückkehr zum Maastricht-Vertrag

Der 1992 zwischen den EU-Staaten vereinbarte Maastricht-Vertrag ebnete den Weg in die Währungsunion und soll seit 1999 die Stabilität des Euro sichern. Der Vertrag verlangt unter anderem, dass ein Staat einen Schuldenstand unter 60 Prozent seines Bruttoinlandsprodukts anstreben und mittelfristig erreichen soll. Im Jahr 2020 schnellten die deutschen Staatsschulden wegen der Hilfen für Privathaushalte und Unternehmen sowie wegbrechender Steuereinnahmen allerdings um 27 Milliarden Euro auf 2,3 Billionen Euro in die Höhe; das

Im Maschinenbau geht es nach der Krise dank gut gefüllter Auftragsbücher wieder aufwärts.

AUF DEN PUNKT GEBRACHT

- Der Abbau der hohen Staatsverschuldung ist gut möglich, wie Deutschland schon einmal bewiesen hat.
- Mit der Erholung der Wirtschaft nach dem Krisenjahr sollten allerdings Steuer- und Sozialpolitik sowie die Finanzierung der Kommunen neu ausgerichtet werden, fordern Experten.
- Die Rolle der Europäischen Zentralbank und ihre Geldpolitik müssen wieder diskutiert werden.
- Banken sollten klare Eigenkapitalvorgaben erhalten.

entspricht 70 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Jetzt heißt es also wieder Schulden abbauen, um die Maastricht-Kriterien wieder zu erreichen.

Dass der Staat dazu in der Lage ist, zeigt die Erholung nach der Wirtschafts- und Finanzkrise 2009 und 2010. Die Schuldenquote stieg damals auf den bisherigen Höchstwert von 82,5 Prozent. Dem Staat ist es also schon früher einmal gelungen, aus hohen Schulden herauszuwachsen. Laut Volker Wieland, Professor für Monetäre Ökonomie an der Goethe-Universität und Mitglied im Sachverständigenrat, könnte das wieder klappen, »wenn es zu einer anhaltenden wirtschaftlichen Erholung kommt«. Die Schuldenbremse könnte schon 2022 wieder eingehalten werden.



Foto: Henrique Araujo/shutterstock

Die Luftfahrt ist neben Einzelhandel, Gaststätten- und Hotelgewerbe sowie der Kulturbranche von der Krise stark betroffen.

Sparen statt Steuern erhöhen

Steuererhöhungen wären laut Sachverständigenrat kontraproduktiv, weil sie wirtschaftliche Aktivität und Dynamik mindern würden. Stattdessen sei eine Konsolidierung der Staatsfinanzen notwendig, sobald sich die Wirtschaft von der Rezession erholt hat, so Wieland. Dies hat zwei Gründe: Zum einen schafft dies bis zur nächsten größeren Krise Spielräume zur Stabilisierung der Wirtschaft. Zum anderen bewahrt es den Sozialstaat vor Überforderung. Denn schon jetzt fließt fast ein Drittel des Bundeshaushalts als Steuerzuschuss in die eigentlich ausschließlich beitragsfinanzierte Rentenversicherung. Die demographische Entwicklung wird dieses Problem noch verschärfen: In Zukunft müssen immer weniger Beitragszahler die Renten von immer mehr Älteren zahlen.

Die Sozialpolitik werde nicht darum herumkommen, ihre Leistungen auf den Prüfstand zu stellen und Prioritäten zu definieren, schreibt auch Clemens Fuest, Präsident des ifo Instituts, in seinem Buch »Wie wir unsere Wirtschaft retten«. Weiter heißt es dort: »Zu nachhaltigen Staatsfinanzen gehört, Staatsausgaben mit investivem Charakter wie etwa für Infrastruktur oder Bildung nicht zu vernachlässigen.« Sofern derartige Ausgaben das Wachstum steigern, könnten sie dazu beitragen, die Verschuldungsquote zu senken. Insgesamt müsse das Steuersystem stärker auf Beschäftigungs- und Investitionsfreundlichkeit ausgerichtet werden. Steuern auf Unternehmensgewinne und Einkommen würden das Wachstum stärker als Konsum- und Grundsteuern belasten.

Steuerreformen nötig

Auch eine Reform der Kommunalfinanzen inklusive Abschaffung und Ersatz der Gewerbesteuer ist laut Fuest notwendig. Die Coronakrise habe wieder einmal gezeigt, dass die Gewerbesteuer eine schlechte Kommunalsteuer sei, weil ihr Aufkommen im Konjunkturzyklus stark schwankt. Bisher freilich agiere die Politik hier mutlos. Nicht einmal in der Coronakrise habe sich die Bundesregierung dazu durchringen können, ein Instrument zur Stabilisierung der Unternehmen beherzt einzusetzen, das sehr zielgenau wirke und die Staatskasse nicht mehr belaste als unbedingt nötig: ein umfangreicher steuerlicher Verlustrücktrag. Ein solcher Verlustrücktrag ermöglicht es Unternehmen, die in der Krise gemachten Verluste mit ihren Gewinnen aus den Vorjahren zu verrechnen. Beschlossen wurde lediglich, den Höchstbetrag von einer auf fünf Millionen Euro für die Jahre 2020 und 2021 anzuheben.

Alfons Weichenrieder, Professor für Wirtschaft und Finanzwissenschaft an der Goethe-Universität, hatte im Juli 2020 – gemeinsam mit seinem Kollegen, dem Steuerexperten Professor Philipp Lamprecht – die beschlossene Ausweitung des Verlustrücktrags zwar begrüßt, weil der Verlustrücktrag in einer Krise wie ein »automatischer Stabilisator« funktioniere, analog zum Kurzarbeitergeld auf Ebene der Arbeiter und Angestellten. Die Ausgestaltung, so Weichenrieder, sei aber ungenügend. Es sei schmerzlich, dass die Gesetzeslage den Verlustrücktrag bei der Gewerbesteuer sogar ganz verbietet. Denn über einen Verlustrücktrag könne die Eigenkapitalbasis eines Unternehmens gestärkt werden. Vor diesem Hintergrund können Steuerzahlungen sogar Unternehmen mit funktionierendem Geschäftsmodell in die Insolvenz treiben, warnt auch Fuest. Denn Steuerzahlungen seien ein Liquiditätsabfluss. Kommt gleichzeitig wegen

der Pandemie-Maßnahmen kein Geld rein, drohe die Pleite.

Diskussion über die Rolle der EZB

Nicht nur in Deutschland begegnet die Politik dieser Gefahr insbesondere mit Krediten und Zuschüssen für betroffene Firmen. Solidarisch beim Schuldenmachen zeigt sich auch die Europäische Union (EU). Im Februar 2021 ermächtigte der EU-Rat die EU-Kommission erstmals, im Namen der Gemeinschaft am Kapitalmarkt Kredite aufzunehmen. Das Vehikel dafür ist der EU-Aufbaufonds mit einem Volumen von bis zu 750 Milliarden Euro. Der Fonds muss noch von allen Mitgliedsstaaten ratifiziert werden, was im Sommer erfolgen soll. Während Kritiker die EU auf dem Weg in die Fiskalunion sehen und monieren, dass Deutschland de facto eine unbegrenzte Haftung für alle EU-Coronaschulden akzeptiere, bezeichnete Bundeskanzlerin Angela Merkel die EU-Hilfen bei der Ratifizierung per Gesetz durch den Bundestag als einmalige Aktion. Eine anhängige Klage vor dem Bundesverfassungsgericht könnte die Wirksamkeit dieses Gesetzes noch stoppen. An dieser Stelle wird deutlich, wie sehr die Pandemie die (institutionellen) Gewichte auf europäischer Ebene verschiebt.

Dies gilt auch für die Europäische Zentralbank (EZB), über deren Rolle und Kompetenzen wieder diskutiert wird. In normalen Zeiten reagieren Notenbanken auf eine Rezession mit Zinssenkungen. Über günstige Kredite sollen Investitionen und Konsum angekurbelt werden. Als die Coronakrise ausbrach, lag der EZB-Leitzins aber bereits bei null Prozent. Um dennoch Impulse zu setzen, beschloss die Notenbank

das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), das nach mehreren Aufstockungen inzwischen 1,85 Billionen Euro vorsieht. Bis März 2022 kann die EZB für diese gigantische Summe Anleihen von Staaten und Unternehmen ankaufen. Solche Käufe drücken das Zinsniveau am Kapitalmarkt. Frankreich zum Beispiel konnte sich Mitte April zu null Prozent für zehn Jahre Geld leihen, Italien für 0,8 Prozent und Deutschland sogar zum Satz von minus 0,3 Prozent.

EU-Schulden bergen Inflationspotenzial

Nicht wenige Regierungen haben ein Interesse daran, dass die EZB weiterhin massiv Staatsanleihen kauft. Denn statt beim Geldausgeben Prioritäten zu setzen oder Reformen anzupacken, nehmen solche Regierungen einfach neue Kredite auf. Wirtschaftsliberale Ökonomen wie Wieland und der Kronberger Kreis sehen hierin eine Verquickung von Geld- und Fiskalpolitik, obwohl die EZB unabhängig ist – beziehungsweise laut EU-Vertrag sein sollte. Der Kronberger Kreis warnt in einer Studie vor einer »fiskalischen Dominanz der Geldpolitik«. Die EZB müsse einen Plan vorlegen, wie sie die hohen Staatsanleihebestände in ihrer Bilanz reduzieren wolle.

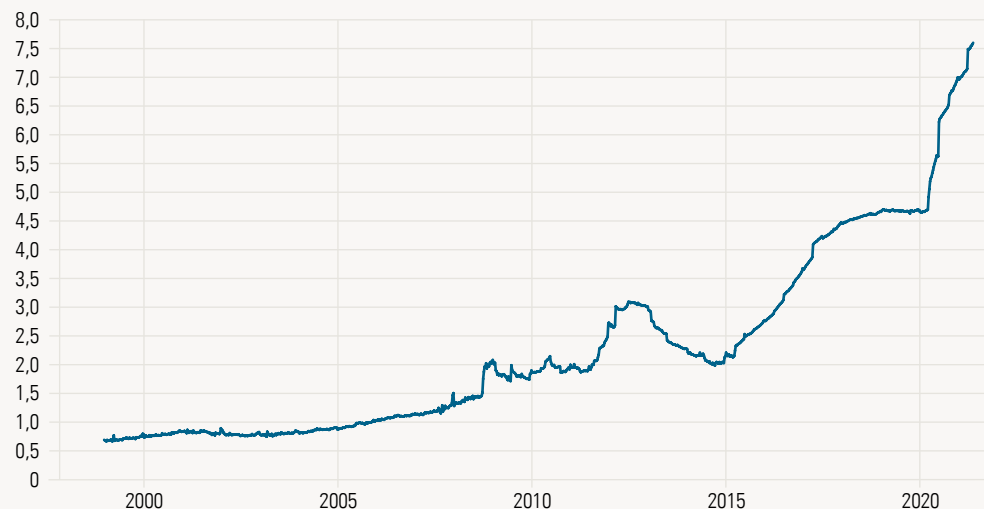
Wichtig zu wissen: Die Anleihekäufe bezahlt die EZB – bildlich gesprochen – mit selbst gedrucktem Geld. Heute rotiert dafür nicht mehr die Geldpresse, sondern die EZB schreibt den Geschäftsbanken auf ihren Konten bei der Notenbank einen entsprechenden Betrag gut. In der Folge steigt die Bilanzsumme der Notenbank rasant auf aktuell rund 7,5 Billionen Euro (siehe Grafik unten.) Hier baut sich Inflationspotenzial auf,

Foto: telesniu/shutterstock

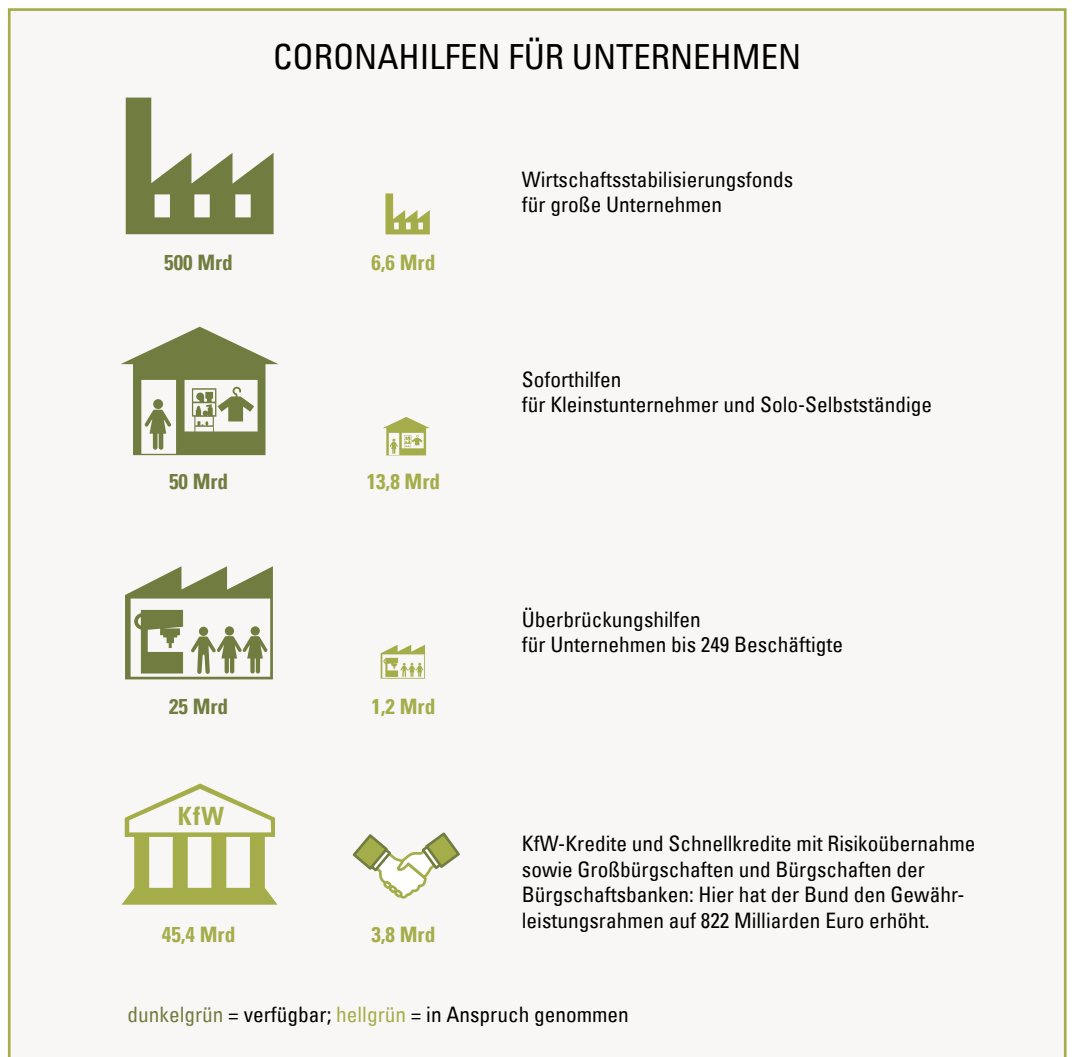


BILANZSUMME SCHNELLT IN DIE HÖHE

Entwicklung der EZB-Bilanzsumme seit dem Jahr 2000. Angaben in Billionen Euro.



Quelle: Europäische Zentralbank



Quelle: Sachverständigenrat – Jahresgutachten 2020/21

denn hinter dem »gedruckten Geld« steht keine reale Produktion von Waren und Dienstleistungen. Wieland, wie auch Otmar Issing, Präsident des Center for Financial Studies an der Goethe-Universität und ehemaliger EZB-Chefvolkswirt, sieht die Gefahr einer monetären Staatsfinanzierung, die der EZB verboten ist. In der Pandemie sei dieser Weg aus geldpolitischen Gründen vertretbar. Wenn die Rechtfertigung dafür weg-falle, müsse die EZB aber reagieren.

Ersparnisschwemme treibt Bitcoin-Kurs

Bereits ohne diese Problematik liegt im Ausstieg der EZB aus ihrer sehr lockeren Geldpolitik die vielleicht größte Gefahr für eine neue Wirtschafts- und Finanzkrise. Zieht die Inflation kräftig an, müsste die EZB den Leitzins anheben, denn ein unkontrollierter Anstieg des allgemeinen Preisniveaus ist gefährlich. Inflation entwertet Ersparnisse und macht private und unternehmerische Kalkulation nahezu unmöglich. Deutschland hat dies in der Weimarer Republik schmerzhaft erlebt. Nach dem Ersten Weltkrieg lag die deutsche Wirtschaft in Scherben und der Staat war de facto pleite. Um den-

noch seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, druckte die Reichsbank massiv Geld, bis in Deutschland die Inflation explodierte. Vor allem 1923 verlor die Mark dramatisch schnell an Wert. Laut dem Statistikportal Statista kostete im November 1923 ein US-Dollar rund 4,2 Billionen Mark.

Bemerkenswert ist auch: Wenn aktuell die Kurse für Kryptowährungen wie Bitcoin stark steigen, hängt das ebenfalls mit der Geldschwemme zusammen. Andreas Hackethal, Professor für Personal Finance an der Goethe-Universität und Forscher am Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE, nennt das Phänomen allerdings lieber »Ersparnisschwemme« und weist darauf hin, dass auch deshalb Aktienkurse in die Höhe getrieben werden, weil die im Lockdown zum Sparen gezwungenen Bürger mehr Geld zum Anlegen haben. Das Problem: Viele Neubörsianer würden »nicht gemäß Lehrbuch mit ruhiger Hand breit gestreut anlegen, sondern häufig über Trading-Apps zocken und Betrügern auf den Leim gehen, die schnelles Geld versprechen«. Das könne der gerade neu erwachenden Aktienkultur in Deutsch-



Der Autor

Stefan Terliesner, Jahrgang 1967, ist Diplom-Volkswirt und arbeitet seit 15 Jahren als freier Wirtschafts- und Finanzjournalist. Zuvor war er Redakteur bei der Börsen-Zeitung und dem Magazin Capital.
s.terliesner@web.de

land schaden. Dabei seien Aktien für die Altersvorsorge wichtig.

Klare Eigenkapitalvorgaben für Banken

Das Auslaufen der Coronahilfspakete für Unternehmen könnte auch gefährlich für die Banken werden. Bankenexperte Professor Jan Pieter Krahn spricht von einem »Klippen-Effekt«, den die Bankenaufsicht fürchte. Ohne Hilfspakete drohe ein abrupter Anstieg der Insolvenzen, der auch negative Folgen für die kreditgebenden Geldhäuser hätte. Daher habe SAFE gemeinsam mit internationalen Wissenschaftlern Szenarien zur Bankenkrisebekämpfung analysiert.

Krahn selbst vertritt die Auffassung, dass Banken klare Eigenkapitalvorgaben gemacht werden sollten, die von den Kreditinstituten auf welche Weise auch immer einzuhalten sind. Dahinter stehe das Prinzip der Haftung, das naturgemäß zu einem verantwortungsvollen Geschäftsgebaren beitrage. Um zu erreichen, dass Banken Kreditausfälle in ihren Büchern frühzeitig und korrekt ausweisen, schlägt das SAFE-Forscherteam bessere Prüfungen der Kreditqualität und passende Bilanzierungsregeln für Banken vor. Ohne solche Anreize würden nicht überlebensfähige Unternehmen weitere Finanzierungen erhalten – dazu neigten Geschäftsbanken.

Rückkehr zu realistischen Bankbilanzen

Auch Tobias Tröger, Professor für Bürgerliches Recht, Handelsrecht und Wirtschaftsrecht und SAFE-Forscher, befasst sich mit Risiken im Bankensektor. Und auch er moniert, dass die aktuellen Bilanzen nicht den tatsächlichen Solvenzstatus der Banken widerspiegeln. Letztlich gefährde dies die Finanzstabilität. Er empfiehlt der EZB und den anderen Aufsichtsbehörden, den geplanten Stresstest 2021 zu nutzen, um eine realistische Darstellung der Vermögensqualität der Banken im Euroraum zu liefern. Dies impliziere eine »sofortige Rückkehr zu realistischen Bilanzierungsmethoden nach den International Financial Reporting Standards (IFRS)«. Die Vorschrift IFRS 9 war Mitte 2020 wegen der Coronakrise abgemildert worden.

Fazit: Viele wirtschaftliche Konsequenzen der Pandemie werden erst ab 2022 sichtbar. Hier lauern Risiken für die Finanzierung des Sozialstaats und die Finanzstabilität. Weitere Gefahren betreffen den Zusammenhalt der Gesellschaft sowie von EU und Eurozone. Gleichzeitig bietet die Pandemie die Chance zur Neuausrichtung – auf Ebene der Unternehmen, der Staaten und der EU, etwa in der Digitalisierung, der Bildung und den Investitionen in einen selbsttragenden Aufschwung. ●



ZUR PERSON

Prof. Dr. Andreas Hackethal, Jahrgang 1971, ist Professor für Finanzen am House of Finance der Goethe-Universität Frankfurt, Leiter des Bereichs »Household Finance« am Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE, Ko-Direktor des Center for Financial Studies und Ko-Direktor des efl – The Data Science Institute. In der Forschung beschäftigt er sich empirisch mit den Finanzentscheidungen privater Haushalte, der Rolle von Finanzberatung und der Digitalisierung der Finanzbranche.

hackethal@em.uni-frankfurt.de



Prof. Dr. Jan Pieter Krahn, Jahrgang 1954, ist Professor für Kreditwirtschaft und Finanzierung im House of Finance der Goethe-Universität Frankfurt und als Wissenschaftlicher Direktor Mitglied im Vorstand des Leibniz-Instituts für Finanzmarktforschung SAFE. Seine aktuelle Forschung befasst sich mit Ursachen und Wirkungen der Finanzkrise, insbesondere mit Fragen strukturierter Finanzierung, systemischen Risikos und einer nachhaltigen Architektur der Finanzmärkte.

krahn@finance.uni-frankfurt.de



Prof. Dr. Tobias Tröger, Jahrgang 1972, ist Professor für Bürgerliches Recht, Handelsrecht und Wirtschaftsrecht an der Goethe-Universität und Mitglied des Leibniz-Instituts für Finanzmarktforschung SAFE und des Direktoriums des Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS). Seine Forschungsschwerpunkte umfassen Vertragsrecht und Vertragstheorie, Unternehmensrecht und insbesondere (vergleichende) Corporate Governance und Corporate Finance, Bank- und Bankaufsichtsrecht sowie die ökonomische Analyse des Rechts.

troeger@jur.uni-frankfurt.de



Prof. Dr. Volker Wieland, Jahrgang 1966, ist Professor für Monetäre Ökonomie und Geschäftsführender Direktor des IMFS an der Goethe-Universität und seit 2013 Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Seine Forschungsinteressen umfassen die Geld- und Fiskalpolitik, Konjunkturzyklen und makroökonomische Modelle. Er hat die offene Datenbank Macroeconomic Model Data Base (www.macromodelbase.com) aufgebaut, die den Vergleich von mehr als 150 Modellen ermöglicht.

wieland@imfs-frankfurt.de



Prof. Dr. Alfons J. Weichenrieder, Jahrgang 1964, ist Professor für Finanzwissenschaft an der Goethe-Universität, Gastprofessor an der Wirtschaftsuniversität Wien und Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesfinanzministerium. Er widmet sich Forschungsthemen wie der internationalen Unternehmensbesteuerung, dem Fiskalföderalismus (in Europa), öffentlichen Schulden und öffentlicher Infrastruktur und analysiert Umverteilung und Verteilungsprobleme.

a.weichenrieder@em.uni-frankfurt.de