

IBES DISKUSSIONSBEITRAG

Institut für Betriebswirtschaft und Volkswirtschaft

Nr. 198

MÄRZ 2013

Die fiskalischen Kosten der Finanz- und Wirtschaftskrise

Prof. Dr. Roland Döhrn
Heinz Gebhardt

IBES

IBES DISKUSSIONSBEITRAG

Nr. 198

MÄRZ 2013

Die fiskalischen Kosten der Finanz- und Wirtschaftskrise

Prof. Dr. Roland Döhrn (roland.doehrn@uni-due.de)

Heinz Gebhardt (gebhardt@rwi-essen.de)

Impressum: Institut für Betriebswirtschaft und Volkswirtschaft (IBES)

Universität Duisburg-Essen

Universitätsstraße 12

45141 Essen

E-Mail: IBES-Diskussionsbeitrag@medman.uni-due.de

Inhaltsverzeichnis

Kurzfassung.....	4
1. Einleitung	5
2. Fiskalische Effekte von Finanz- und Wirtschaftskrisen.....	6
3. Referenzszenario der wirtschafts- und finanzwirtschaftlichen Entwicklung ab 2008.....	8
4. Abweichungen vom Referenzszenario und ihre Ursachen	10
4.1 Ausmaß der Abweichungen.....	10
4.2 Ursachen der Abweichungen	12
4.2.1 Wirken der automatischen Stabilisatoren.....	12
4.2.2 Konjunkturstützende Maßnahmen	13
4.2.3 Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung.....	16
5. Fazit	18
Literatur.....	21

Kurzfassung

Die Bankenkrise und die durch sie ausgelöste Finanz- und Wirtschaftskrise belasteten die öffentlichen Haushalte in Deutschland erheblich. Zum einen stellte der Staat bereits kurzfristig beträchtliche Mittel für die Bankenrettung bereit, und übernahm später Risikopapiere einzelner Banken in die dem Staatssektor zuzurechnenden Abwicklungsanstalten. Zum anderen verabschiedete die Bundesregierung zwei defizitfinanzierte Konjunkturpakete und ließ die automatischen Stabilisatoren uneingeschränkt wirken. Der vorliegende Beitrag versucht, die über diese verschiedenen Wirkungskanäle entstehenden fiskalischen Kosten zu schätzen. Als Referenzwert dienen dabei die Prognosen der gesamt- und der finanzwirtschaftlichen Entwicklung, die im Winter 2007/08 erstellt worden waren und mithin von einem „normalen“ Konjunkturverlauf ausgingen. Damals waren für die Jahre 2009 und 2010 jeweils annähernd ausgeglichene Staatshaushalte erwartet worden. Tatsächlich lag der Fehlbetrag 2009 um rund 70 und 2010 um 117 Mrd. € über den Planungen. Die vorliegende Analyse zeigt, dass dazu im Wesentlichen drei Faktoren beigetragen haben: Die Wirkung der automatischen Stabilisatoren erklärt den größten Teil des erhöhten Defizits im Jahr 2009, leistet aber für das Jahr 2010 einen deutlich kleineren Erklärungsbeitrag. Die Konjunkturpakete schlugen 2010 entgegen der Intention stärker zu Buche als 2009, erklären aber 2009 nur knapp ein Fünftel und 2010 ein Siebtel des Unterschieds. Die Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung beeinflussten erst 2010 den Staatshaushalt in nennenswertem Umfang; sie erhöhten den Haushaltsfehlbetrag dann für sich genommen um 33 Mrd. €. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die ergriffenen Maßnahmen weitaus umfangreicher sind und sich nur zum kleineren Teil im staatlichen Budgetdefizit niederschlugen. Der Schuldenstand des Staates erhöhte sich bis 2010 um mehr als 300 Mrd. €, wodurch sich die Schuldenquote Deutschland um rund 12 Prozentpunkte erhöhte.

I. Einleitung¹

Bereits seit der Jahresmitte 2007 hielt die Krise am Immobilienmarkt der USA die Weltwirtschaft in ihrem Bann. Mit amerikanischen Hypotheken besicherte Wertpapiere waren drastisch im Wert gesunken, wodurch einige Banken in massive Probleme gerieten. In Deutschland mussten die Industriekreditbank und die SachsenLB vor einer drohenden Insolvenz gerettet werden. Allerdings schien sich die Lage im Sommer 2008 entspannt zu haben. Mit dem Zusammenbruch der amerikanischen Bank *Lehman Brothers* am 15. September 2008 spitzte sich die Situation jedoch weltweit wieder dramatisch zu. Der Interbankenmarkt brach praktisch zusammen, da Banken sich gegenseitig aufgrund der Ungewissheit über die Werthaltigkeit ihrer Aktiva nicht mehr vertrauten. Im Gefolge davon bekamen einige Banken massive Probleme mit ihrer Refinanzierung. Die Zentralbanken fluteten daraufhin zwar die Märkte mit Liquidität, konnten die Lage aber nur bedingt beruhigen. Auch die Finanzpolitik wurde aktiv. Bereits am 19. September 2008 – also nur vier Tage nach der Lehman-Pleite – kündigte die amerikanische Regierung ein umfangreiches Rettungspaket für Banken an.

In Deutschland war zunächst insbesondere die *Hypo Real Estate* in eine erhebliche finanzielle Schieflage geraten und verhandelte mit einer Reihe von Kreditinstituten unter Beteiligung der Bundesregierung über ein Rettungspaket. Allerdings häuften sich auch Meldungen über Probleme anderer Kreditinstitute, worunter das Vertrauen der Anleger litt und die Gefahr wuchs, dass in großem Umfang Spareinlagen abgezogen würden. Am 5. Oktober 2008 kündigte die Bundesregierung eine Garantie aller Spareinlagen an; zwei Tage später wurde eine solche Garantie auch von den EU-Finanzministern auf europäischer Ebene beschlossen. Am 13. Oktober 2008 verabschiedete die Bundesregierung ein Rettungspaket für die angeschlagene Finanzbranche mit einem Volumen von bis zu 500 Mrd. €, das insbesondere für Garantien und Kapitalbeteiligungen zur Verfügung stehen sollte, um einen drohenden Zusammenbruch systemrelevanter Finanzinstitute zu verhindern. Am gleichen Tag beschlossen auch Frankreich, die Niederlande, Österreich und Spanien umfangreiche Stützungspakete für den Finanzsektor.

Diese Aufzählung der Rettungsmaßnahmen ist keineswegs vollständig, aber der kurze chronologische Rückblick verdeutlicht bereits die Dramatik dieser Wochen, in denen Staaten binnen weniger Tage weltweit immense Mittel bereit stellten, um einen Zusammenbruch des Finanzsektors zu verhindern, von den Liquiditätszuführungen durch die Notenbanken ganz zu schweigen.

In den folgenden Wochen griff die Finanzkrise zunehmend auf die Realwirtschaft über. Weltweit kam es zu einem Einbruch der Industrieproduktion, und der internationale Handel wurde drastisch eingeschränkt, so dass nahezu alle fortgeschrittenen Volkswirtschaften, darunter auch Deutschland, in eine Rezession gerieten. Um deren Folgen zu mildern, griffen viele Länder zu fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen; auch der Deutsche Bundestag verabschiedete zwei Konjunkturpakete. Die konjunkturelle Lage beruhigte sich ab der Jahresmitte 2009 zwar deutlich, jedoch spannte sich die Lage der öffentlichen Finanzen erheblich an. Neben erheblichen rezessionsbedingten Mindereinnahmen und Mehrausgaben belasteten die Aufwendungen für die beiden Konjunkturpakete und für die Bankenrettung die öffentlichen Haushalte spürbar. Damit entwickelte sich – wie in der

¹ Die Verfasser danken Ullrich Heilemann und Wim Kösters für ihre Anmerkungen und Anregungen zu früheren Fassungen dieses Beitrags.

Vergangenheit mit großer Regelmäßigkeit beobachtet und von Reinhart/Rogoff (2009) beschrieben – die Finanzkrise zu einer Staatsschuldenkrise, die eine wachsende Zahl europäischer Länder erfasste und die auch im Jahr 2013 andauert.

Vor diesem Hintergrund mag es zu früh erscheinen, hier nach den tatsächlich angefallenen Kosten der Finanz- und Wirtschaftskrise für Deutschland zu fragen, zumal auch die zur Stützung des Finanzsektors ergriffenen Maßnahmen noch nicht ausgelaufen sind. Allerdings scheint gut vier Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise die Zeit reif für eine Zwischenbilanz, wenn sich diese auch nur unter restriktiven Bedingungen erstellen lässt – restriktiv sowohl hinsichtlich der Frage, welche Kosten der Finanzkrise zuzurechnen sind, als auch hinsichtlich der Methoden, mit denen sie ermittelt werden. Im Mittelpunkt dieses Beitrags stehen die fiskalischen Kosten², wobei der zweite Abschnitt verdeutlicht, dass selbst unter dieser Einschränkung die Abgrenzung dieser Kosten schwierig ist. Messen lassen sich diese Kosten nur als Abweichung von einem Referenzwert, der sich ohne die Finanz- und Wirtschaftskrise ergeben hätte. Dieses Referenzszenario wird in Abschnitt 3 dargestellt. Im vierten Abschnitt werden die Abweichungen skizziert und deren Ursachen analysiert. Im letzten Abschnitt werden dann die zentralen Ergebnisse dieser Analyse zusammengefasst und aus der Finanz- und Wirtschaftskrise resultierende finanzpolitische Herausforderungen skizziert.

2. Fiskalische Effekte von Finanz- und Wirtschaftskrisen

Es würde zu kurz greifen, wenn man die Wirkungen der Finanzkrise auf die öffentlichen Haushalte allein an den unmittelbar durch sie verursachten Aufwendungen des Staates messen würde, denn dann würde die Analyse auf die fiskalischen Kosten der Bankenrettung reduziert und die über zahlreiche Kanäle verursachten indirekten Kosten würden nicht berücksichtigt. Diese resultieren insbesondere aus der durch die Bankenkrise mit ausgelösten Finanz- und Wirtschaftskrise, die einen Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Produktion nach sich zog, verbunden mit erheblichen Wohlstandseinbußen, etwa aufgrund geringerer Einkommen oder einer niedrigeren Bewertung von Vermögensgegenständen. Die schwächere Wirtschaftsleistung führte aber auch zu geringeren Einnahmen und höheren Ausgaben des Staates und damit zu fiskalischen Kosten, die zum Teil aus dem Wirken der automatischen Stabilisatoren³, zum Teil aber auch aus den beiden Konjunkturprogrammen und den zur Finanzmarktstabilisierung ergriffenen Maßnahmen resultierten. Auf diese drei Effekte konzentrieren sich die folgenden Ausführungen. Auf längerfristige Konsequenzen, die daraus resultieren, dass die Finanzpolitik auf die krisenbedingt erheblich gestiegene Staatsverschuldung mit einer Intensivierung des Sparkurses reagierte, soll hier nicht näher eingegangen werden.

Ein Urteil darüber, welche fiskalischen Kosten auf die Finanz- und Wirtschaftskrise zurückzuführen sind, ist selbst unter diesen Einschränkungen nur schwer zu fällen. Die Zuordnungsprobleme resultieren daraus, dass das Bruttoinlandsprodukt (BIP) von zahlreichen Faktoren beeinflusst wird. Eine methodisch saubere Berechnung der krisenbedingten Kosten müsste all diese Einflussfaktoren

2 Eine umfassendere Diskussion der Kosten von Wirtschaftskrisen findet man z.B. bei Jonung/Hagberg (2005).

3 Als solche werden im Steuer- und Transfersystem eingebaute Mechanismen bezeichnet, die – wie bei der Einkommensteuer und beim Arbeitslosengeld – die Entwicklung der Einnahmen und/oder der Ausgaben des Staates ohne Ad-hoc-Veränderungen der finanzpolitischen Parameter gegenläufig zum Konjunkturverlauf verändern und damit die gesamtwirtschaftliche Entwicklung stabilisieren.

isolieren und eine kontrafaktische Entwicklung des BIP ohne die Finanz- und Wirtschaftskrise simulieren. In der Praxis ist aber eine solche Trennung nicht möglich. Damit stellt sich die Frage, wo die Wirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise enden und die anderer Faktoren anfangen, die auch ohne diese Krise – oder zumindest ohne die Probleme deutscher Banken – entstanden wären. Ein weiteres Problem resultiert daraus, dass sich Kosten stets nur im Vergleich zu einem Referenzszenario messen lassen, also zu einer Entwicklung, die sich ohne Finanz- und Wirtschaftskrise ergeben hätte. Wie diese *autre monde* allerdings ausgesehen hätte, ist naturgemäß unbekannt.

Die Isolierung der Folgen der Finanzkrise ist auch deshalb so schwierig, weil – wie die Ausführungen am Anfang in Erinnerung gebracht haben dürften – die Probleme im Finanzsektor weltweit zeitgleich auftraten. Zu Ansteckungseffekten kam es selbst in Ländern, in denen die Banken im Kern gesund waren, weil sie sich nicht oder nur wenig in jenen toxischen Papieren engagiert hatten, die nach dem Platzen der Immobilienblase in den USA dramatisch an Wert verloren. Ein Kanal hierfür waren wohl vorübergehende Schwierigkeiten bei der Finanzierung des internationalen Warenverkehrs, die dazu beitrugen, dass der Welthandel außerordentlich kräftig einbrach – deutlich stärker als allein aus konjunkturellen Gründen zu erwarten war (Auboin 2009)⁴. Ist dieser Einbruch des Welthandels mit seinen dramatischen Folgen für den deutschen Export der Finanzkrise zuzurechnen? Empirisch wird man solche simultan auftretenden Entwicklungen kaum von anderen Effekten trennen können. Insofern werden sie beim Vergleich der tatsächlichen Entwicklung mit einem wie auch immer abgeleiteten Referenzszenario mit erfasst werden.

Aber auch bei Problemen, die nicht zeitgleich auftraten, ist es schwer zu entscheiden, ob und inwieweit sie eine Folge der Finanzkrise sind. So wurde die Schieflage der Staatsfinanzen, in die zahlreiche Länder nach der Finanzkrise gerieten, nur zum Teil unmittelbar durch sie hervorgerufen. Sicher brachen mit der Rezession in vielen Ländern die Steuer- und Beitragseinnahmen weg, und die Programme zur Stabilisierung der Konjunktur und zur Bankenrettung belasteten die Staatshaushalte. Aber eine wesentliche Ursache der Refinanzierungsprobleme von Staaten war auch das wieder erwachte Risikobewusstsein der Anleger. So sind die Probleme Griechenlands nicht etwa eine Folge davon, dass griechische Banken in der Krise besonders exponiert waren. Vielmehr wurden die hohen makroökonomischen Ungleichgewichte, die Griechenland bereits seit seinem Eintritt in die Währungsunion aufwies, und die von den Märkten bis in das Jahr 2008 hinein ohne nennenswerten Risikoaufschlag finanziert worden waren, nun zunehmend als Risiko gesehen, was zu entsprechenden Zinsaufschlägen bei griechischen Staatsanleihen führte. Dass die griechische Regierung in dieser kritischen Situation noch zugeben musste, die Budgetdaten gefälscht zu haben, verschlimmerte das Problem. Die Kosten des *bail out* Griechenlands für den deutschen Staat sind vor diesem Hintergrund wohl allenfalls zum Teil als Kosten der Finanzkrise anzusehen, aber die Höhe dieses Teils lässt sich nicht zuverlässig bestimmen.

Erwähnt werden sollen auch die aus der Reaktion der Geldpolitik auf die Krise resultierenden Konsequenzen für den Staatshaushalt, wenn diese auch in den nachstehenden Berechnungen nicht berücksichtigt werden. Zum einen übernahm das Europäische System der Zentralbanken erhebliche Risiken, für die es Rückstellungen vornehmen musste, die den Gewinn und damit die Abführungen der Deutschen Bundesbank an den Bundeshaushalt reduzierten. Zum anderen führte die expansive

4 Eine ausführliche Diskussion der Kanäle, durch die es zu einer internationalen Ansteckung kommen kann, findet man z.B. bei Forbes (2012).

Geldpolitik zusammen mit der Bedeutung Deutschlands als „sicherer Hafen“ zu historisch günstigen Finanzierungsbedingungen für den deutschen Fiskus, aufgrund derer der deutsche Staat zumindest in Teilbereichen auch Nutznießer der europäischen Finanzkrise war. Die sehr günstigen Refinanzierungsbedingungen führten zu sinkenden Zinsausgaben und entlasteten den Staatshaushalt für sich genommen beträchtlich. Trotz eines gestiegenen Schuldenstandes sanken die Zinsaufwendungen des Staates sogar, weil die Durchschnittsverzinsung deutscher Staatsanleihen von 4,2% im Jahr 2007 auf 3,2% im Jahr 2012 sank, was rechnerisch zu einer Entlastung um 28 Mrd. € führte. Dem entgegenzuhalten ist allerdings der Anstieg des Schuldenstandes, so dass der Nettoeffekt auf den Staatshaushalt gering sein dürfte.

Tabelle I
Finanzwirtschaftliche Planungen der Bundesregierung
 2007 bis 2016; in %

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts¹										
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Dez. 2007	2,4	2	1½	1½	1½	-	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Dez. 2008	2,5	1,7	0,2	1½	1½	1½	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Januar 2009	2,5	1,3	-2¼	1¼	1¼	1¼	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Januar 2010		1,3	-5,0	1,4	2	2	2	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung 2011				3,6	2,3	1,8	1½	1½	1½	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung 2012	3,3	1,1	-5,1	3,7	3,0	0,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Finanzierungssaldo²										
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Dez. 2007	0	-½	-0	½	½	-	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Dez. 2008	-0,2	0	-½	-1½	-1	-½	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Januar 2009		-0,1	-3	-4	-3	-2½	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Januar 2010		0,0	-3,2	-5½	-4½	-3½	-3	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung 2011				-3,3	-2½	-1½	-1	-½	-½	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung 2012	0,2	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-1	-½	-0	0	0
Struktureller Finanzierungssaldo^{2,3}										
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Dez. 2007	-0	-½	-0	0	½	-	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Dez. 2008	-0,3	-½	-½	-1	-½	-½	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Januar 2009		-1	-2	-3	-2	-2	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Januar 2010		-1	-1½	-4½	-4	-3	-2½	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung 2011				-2	-2	-1	-1	-½	-0	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung 2012					-0,7	-½	-½	0	0	0
Staatsschulden²										
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Dez. 2007	65	63	61½	59½	57½	-	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Dez. 2008	65,1	65	65	64	63	61½	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Januar 2009		65½	68½	70½	71½	72½	-	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung Januar 2010		65,9	72½	76½	79½	81	82	-	-	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung 2011				83,2	82	81	79½	77½	75½	-
Stabilitätsprogramm Aktualisierung 2012	65,2	66,7	74,4	83,0	81,2	82	80	78	76	73

Nach Angaben des Bundesministeriums der Finanzen. — ¹ Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %. — ² In % des nominalen BIP. — ³ Um konjunkturelle Effekte bereinigter Finanzierungssaldo.

Angesichts der in diesen Beispielen angedeuteten Komplexität möglicher Kosten der Finanz- und Wirtschaftskrise wird in der folgenden Analyse ihrer Folgen für den deutschen Fiskus pragmatisch vorgegangen. Erstens wird darauf verzichtet, die Kosten insgesamt zu beziffern; es werden vielmehr wichtige Einzelmaßnahmen beleuchtet. Wie diese Maßnahmen sich gegenseitig beeinflussten, wie also z.B. die Bankenrettung die Wirkungen der Konjunkturprogramme beeinflusste, dürfte sich nämlich kaum beziffern lassen. Zweitens konzentriert sich die Analyse auf jene Maßnahmen, die von der

Bundesregierung für Deutschland initiiert wurden. Die Konsequenzen der Europäischen Rettungsschirme bleiben außen vor, weil sich deren fiskalische Folgen zu einem großen Teil erst in der Zukunft abschätzen lassen und weil bei vielem auch der Bezug zur Finanz- und Wirtschaftskrise unklar ist. Bevor auf die verschiedenen Maßnahmen und deren Wirkungen im Einzelnen eingegangen wird, soll zunächst ein Referenzszenario dargestellt werden, das als Maßstab für die Ermittlung der Folgen der Finanzkrise dienen kann.

3. Referenzszenario der wirtschafts- und finanzwirtschaftlichen Entwicklung ab 2008

Als Referenzszenario wählt man zweckmäßigerweise eine Wirtschaftsentwicklung, die sich ab dem Jahr 2008 ohne die Finanz- und Wirtschaftskrise ergeben hätte. Eine solche Entwicklung lässt sich allerdings kaum identifizieren, weil bereits die Erwartungen für 2008 von den Problemen im Bankensektor getrübt waren. Die US-Immobilienkrise war bereits im Frühsommer 2007 ausgebrochen, und sie brachte alsbald auch erste deutsche Banken in erhebliche finanzielle Schwierigkeiten. So musste bereits im Sommer 2007 die Industriekreditbank über die Kreditanstalt für Wiederaufbau und damit über eine indirekte Beteiligung des Staates vor der Insolvenz gerettet werden, und die SachsenLB wurde durch eine Übernahme durch die Landesbank Baden-Württemberg vor der Insolvenz bewahrt. Dies trübte bereits die Konjunkturaussichten für Deutschland. So titelte die Gemeinschaftsdiagnose vom Frühjahr 2008 (GD 2008): „Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur“. Dennoch werden hier mangels Alternativen die Prognosen des Winters 2007/08 bzw. des Frühjahrs 2008 als Referenzwert für die Konjunktur in den Jahren 2008 und 2009 gewählt, denn zu Beginn des Jahres 2007, also zu einem Zeitpunkt, als die Anfänge der Finanzkrise noch nicht erkennbar waren, lag noch keine Konjunkturprognose für 2009 vor. Zudem spiegeln die für dieses Jahr in der Mittelfristprojektion zugrunde gelegten Werte eher Tendenzen wider, als dass sie sich als Prognose interpretieren lassen.

Tabelle 2

Prognosen zum realen BIP und zum staatlichen Finanzierungssaldo in Deutschland vom Winterhalbjahr 2007/2008

Institution	Abschlussdatum	Reales BIP ¹		Staatlicher Finanzierungssaldo ²	
		2008	2009	2008	2009
Winter-Prognosen					
Bundesbank	23.11.2007	1,9	1,9	-	-
OECD	27.11.2007	2,1	1,6	0,1	0,3
RWI	6.12.2007	1,7	-	-0,1	-
Institut für Weltwirtschaft	12.12.2007	1,9	1,6	-0,2	0,2
DIW Berlin	2.1.2008	2,1	1,7	0,0	0,2
Frühjahrs-Prognosen					
Institut für Weltwirtschaft	12.3.2008	1,9	1,2	-0,1	0,0
RWI	14.3.2008	1,7	1,8	-0,3	0,3
IMF	21.3.2008	1,4	1,0	-0,7	-0,4
Gemeinschaftsdiagnose	15.4.2008	1,8	1,4	-0,3	0,1
Europäische Kommission	15.4.2008	1,8	1,5	-0,5	-0,2

Quelle: Prognosedatenbank des RWI. – ¹⁾ Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %. – ²⁾ In % des nominalen BIP.

Unter den verschiedenen Prognosen bieten sich als Referenzszenario die Einschätzungen der Bundesregierung an. Diese war in ihrem im Dezember 2007 vorgelegten Stabilitätsprogramm von einem Anhalten der konjunkturellen Aufwärtsentwicklung in der kurzen und der mittleren Frist ausgegangen. Sie erwartete einen Zuwachs des realen BIP von 2 % im Jahr 2008 und von 1 ½% im Jahr 2009 (nominales BIP: 3,4 bzw. 2,7 %). Für die mittlere Frist projizierte sie ein Wachstum von 1 ½ % pro Jahr in den Jahren 2010 bis 2012. Zudem ging sie davon aus, dass sich der Preisanstieg des BIP mittelfristig auf 1,6 % p. a. begrenzen lässt. Die Zunahme des nominalen BIP wurde damit auf durchschnittlich 3,1 % veranschlagt. Vor diesem Hintergrund erwartete sie, dass sich die Finanzlage des Staates weiter verbessern und nach einem annähernd ausgeglichenen Staatshaushalt im Jahr 2009 in den Jahren 2010 und 2011 Überschüsse erzielt werden würden. Als Folge davon prognostizierte sie einen Rückgang der Staatsschuldenquote von 65 % im Jahr 2007 auf 57½ % im Jahr 2011 (Tabelle 1). In ihrer Projektion vom Frühjahr 2008 schraubte die Bundesregierung dann zwar – wie fast alle Prognostiker – ihre Erwartungen herunter und senkte die BIP-Prognose auf 1,7 für 2008 bzw. 1,2% für 2009. Eine Rezession sah sie damals aber noch nicht voraus.

Mit ihrer Einschätzung nahm die Bundesregierung keineswegs eine Außenseiterposition ein. Weder ihre Prognose des BIP noch die des staatlichen Finanzierungssaldos⁵ lag weit von den Prognosen entfernt, die andere Institutionen zum damaligen Zeitpunkt veröffentlicht hatten (Tabelle 2). Zwar waren die Frühjahrsprognosen insbesondere für 2009 zumeist etwas skeptischer als die vom Winter, einen Einbruch der Konjunktur sah jedoch keiner der professionellen Prognostiker vorher.

4. Abweichungen vom Referenzszenario und ihre Ursachen

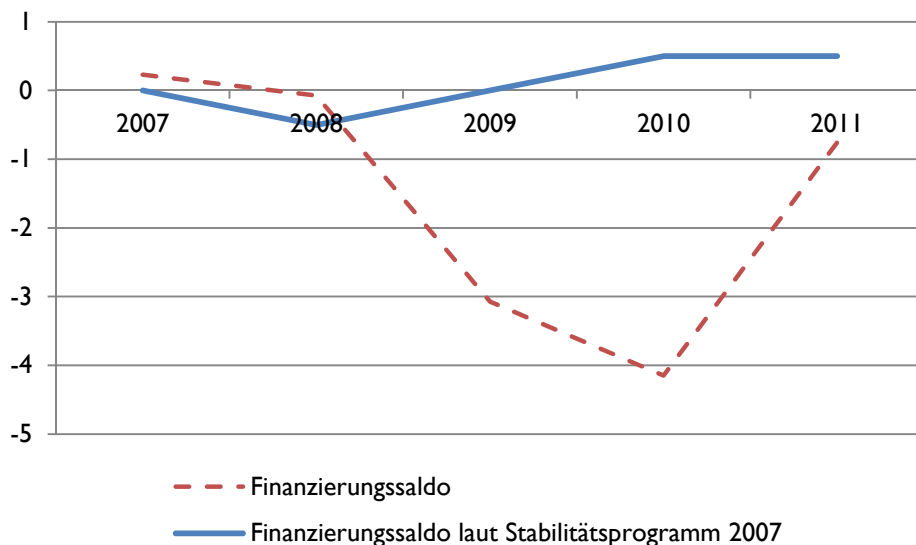
4.1 Ausmaß der Abweichungen

Allerdings geriet die deutsche Wirtschaft im Winterhalbjahr 2008/2009 im Sog der konjunkturellen Talfahrt der Weltwirtschaft in die tiefste Rezession seit Bestehen der Bundesrepublik. Das reale BIP sank 2009 im Jahresdurchschnitt um 5,1 %; vom Höhepunkt vor der Rezession bis zum Tiefpunkt betrug das Minus sogar 6,6 %. Der Einbruch war zwar nur relativ kurz und die Konjunktur erholte sich – auch gestützt durch umfangreiche geld- und fiskalpolitische Impulse – schon ab dem zweiten Quartal 2009 wieder, doch wurde das vor der Krise erreichte Produktionsniveau nach heutigem Rechenstand erst im ersten Quartal des Jahres 2011 überschritten. Die gesamtwirtschaftliche Produktion lag damit erheblich unter dem vor der Wirtschafts- und Finanzkrise prognostizierten Niveau. So war das nominale BIP im Jahr 2011 um 5 ½ % niedriger als im Stabilitätsprogramm 2007 zugrunde gelegt. Real sieht das Bild, da auch die Inflation geringer ausfiel als 2008 erwartet, zwar etwas günstiger aus, maßgeblich für die Lage der Staatsfinanzen sind aber die nominalen Werte.

5 So erwarteten beispielsweise Gebhardt/Siemers (2008) auf Basis der gesamtwirtschaftlichen Projektion der Bundesregierung vom Frühjahr 2008 steigende Überschüsse im Staatshaushalt in der mittleren Frist, wenn der Konsolidierungskurs grundsätzlich fortgesetzt wird und die Staatsausgaben ab dem Jahr 2009 weiterhin eng begrenzt werden.

Schaubild 1

Finanzierungssaldo des Staates: Planung und Wirklichkeit
2007 bis 2011, in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts



Nach Angaben des Bundesministeriums der Finanzen und des Statistischen Bundesamtes.

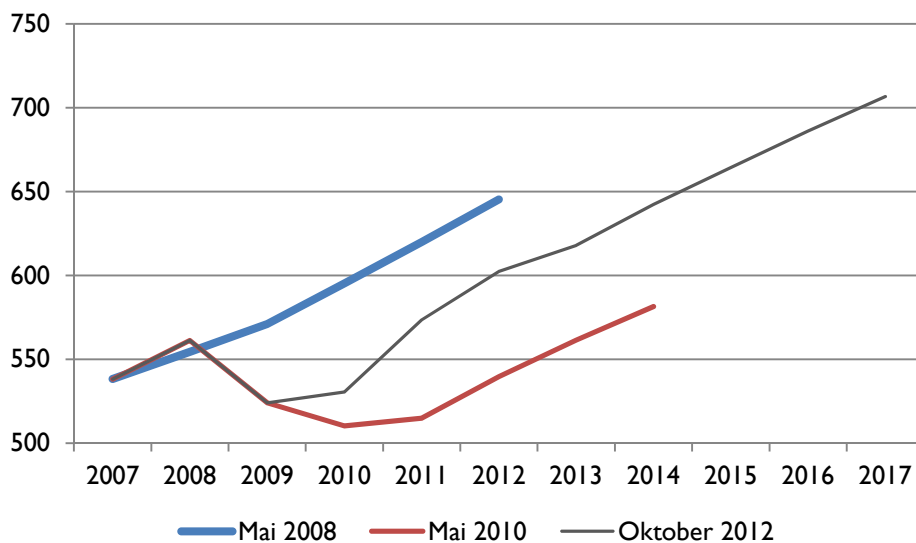
Die Finanz- und Wirtschaftskrise durchkreuzte die finanzwirtschaftlichen Planungen merklich (Gebhardt, Kambeck 2009). Anstelle eines ausgeglichenen oder leicht überschüssigen Staatshaushalts mussten in den Jahren 2009 und 2010 Budgetdefizite von 3,1 % und 4,1 % des nominalen BIP (Schaubild 1) in Kauf genommen werden, womit der Finanzierungssaldo um rund 70 bzw. 117 Mrd. € schlechter ausfiel als in der Projektion vom Dezember 2007 zugrunde gelegt. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Staatseinnahmen im Gefolge der Krise erheblich geringer ausfielen als damals erwartet. Allein das Steueraufkommen war um 47,1 Mrd. Euro (2009), 64,6 Mrd. Euro (2010) bzw. 46,6 Mrd. Euro (2011) niedriger als vom Arbeitskreis Steuerschätzungen im Mai 2008 prognostiziert (Schaubild 2) (Gebhardt 2009). Außerdem nahmen die Sozialbeiträge insbesondere im Jahr 2009 schwächer zu als erwartet. Hingegen expandierten die Staatsausgaben in den Jahren 2009 und 2010 erheblich kräftiger als geplant. Während in den Planungen davon ausgegangen wurde, dass die Staatsausgaben in Relation zum nominalen BIP von 2007 bis 2012 kontinuierlich sinken würden, sind sie im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise kräftig gestiegen. In den Folgejahren sank die Staatsquote dann zwar merklich, blieb aber höher als ursprünglich zugrunde gelegt.

Diese Abweichung ist zum einen darauf zurückzuführen, dass die Politik die im Steuer- und Transfersystem eingebauten automatischen Stabilisatoren uneingeschränkt wirken ließ, was zu steigenden staatlichen Arbeitsmarktausgaben und zu merklichen Ausfällen bei Steuern und Sozialbeiträgen führte. Zum anderen resultierte sie aus der in den Jahren 2009 und 2010 expansiv ausgerichteten Finanzpolitik. So wurden unter anderem zwei Konjunkturprogramme beschlossen, um die Rezession abzufedern und einer drohenden Abwärtsspirale entgegenzuwirken. Diese führten einerseits zu weiteren Mehrausgaben und Mindereinnahmen, andererseits stabilisierten sie die Beschäftigung und wirkten so einem weiteren Einbrechen der Steuereinnahmen entgegen. Zudem wurden vielfältige Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung ergriffen, die auf das Budgetdefizit des Staates in der Abgrenzung des Maastrichter Vertrages, das Änderungen des staatlichen Netto-Finanzvermögens widerspiegelt, nur begrenzt Einfluss hatten.

Schaubild 2

Steueraufkommen nach alternativen Steuerschätzungen

2007 bis 2017, in Mrd. €



Nach Angaben des Bundesministeriums der Finanzen.

Die höheren Budgetdefizite des Staates führten in Verbindung mit den umfangreichen Programmen zur Stützung des Finanzsektors zu einem erheblichen Anstieg der Staatsverschuldung. Die Staatsschuldenquote schnellte von 65,2 % im Jahr 2007 auf 83 % im Jahr 2010 hoch und lag damit um 23 Prozentpunkte über dem Wert, der im Stabilitätsprogramm vom Dezember 2007 zugrunde gelegt worden war. Großen Anteil an diesem Anstieg hatte – worauf noch einzugehen sein wird – die Gründung von Abwicklungsanstalten für Banken (sog. *Bad Banks*), die bei der in Deutschland gewählten Konstruktion in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen dem Staatssektor zugerechnet werden.

4.2 Ursachen der Abweichungen

Der Soll-Ist-Vergleich wird also im Wesentlichen durch drei Faktoren beeinflusst, deren Bedeutung im Folgenden quantifiziert werden soll: Das Wirken der automatischen Stabilisatoren, die diskretionären fiskalpolitischen Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur und die Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors. Auf diese drei Faktoren wird im Folgenden näher eingegangen.

4.2.1 Wirken der automatischen Stabilisatoren

Um die Finanz- und Wirtschaftskrise nicht zu verschärfen, ließ die Bundesregierung die automatischen Stabilisatoren uneingeschränkt wirken. Die daraus resultierenden Haushaltsfehlbeträge lassen sich indes nicht unmittelbar aus den Haushaltsstatistiken ableiten, sondern müssen geschätzt werden. Ausgangspunkt hierfür ist die Ermittlung der Produktionslücke, die die zyklische Abweichung des BIP von der konjunkturellen Normallage und damit das Ausmaß der gesamtwirtschaftlichen Unterauslastung der Produktionskapazitäten widerspiegelt.⁶ Nach den Berechnungen des

6 Die Schätzung des Produktionspotentials und der Produktionslücken ist insbesondere am aktuellen Rand mit erheblichen Unsicherheiten behaftet, weil die verwendeten Filterverfahren (vgl. hierzu z.B. D'Auria et

Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie (BMWi) im Rahmen der Frühjahrsprojektion 2012 belief sie sich in den Jahren 2009 und 2010 auf 4,0 bzw. 1,7 % (BMWi 2012), während das Stabilitätsprogramm 2007 positive und sich weiter – von rund ½ % des potenziellen BIP im Jahr 2007 ausgehend – vergrößernde Produktionslücken zugrunde legte. Die zyklischen Einflüsse auf das Staatsbudget ergeben sich dann als Produkt dieser Produktionslücken und der empirisch ermittelten Budgetsensitivitäten, die die Reaktionen der Einnahmen und der Ausgaben des Staates auf eine Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität widerspiegeln. Erfahrungsgemäß vergrößert sich in Deutschland das gesamtstaatliche Budgetdefizit um 0,51 Prozentpunkte in Relation zum BIP, wenn sich der Auslastungsgrad des Produktionspotenzials um einen Prozentpunkt verringert (Girouard, André 2005; Larch, Turrini 2009).⁷ Legt man diese Relation zugrunde, dann beliefen sich allein die aus der konjunkturellen Unterauslastung der Produktionskapazitäten in den Jahren 2009 und 2010 resultierenden Haushaltsbelastungen auf eine Größenordnung von reichlich 50 bzw. 15 Mrd. €; exakt lassen sich die konjunkturbedingten Abweichungen nicht berechnen, weil in den Stabilitätsprogrammen wegen der bestehenden Schätzunsicherheiten nur auf halbe Prozentpunkte gerundete Finanzierungsquoten ausgewiesen werden. Außerdem kam es im Jahr 2010 nicht zu den im Stabilitätsprogramm 2007 erwarteten konjunkturbedingten Überschüssen, die auf rund 13 Mrd. € veranschlagt werden können.⁸

4.2.2 Konjunkturstützende Maßnahmen

Als sich im Winter 2008/09 die Tiefe des konjunkturellen Einbruchs immer deutlicher abzeichnete, ließ die Bundesregierung nicht nur die automatischen Stabilisatoren uneingeschränkt wirken, sondern verabschiedete in rascher Folge auch zwei Konjunkturprogramme, um einer drohenden Abwärtsspirale entgegenzuwirken und die wirtschaftliche Entwicklung zu stabilisieren.

Im Rahmen des ersten im November 2008 verabschiedeten Programms („Schutzschirm für Arbeitsplätze“) wurden die öffentlichen Investitionen aufgestockt, die degressive Abschreibung für bewegliche Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens auf zwei Jahre befristet wieder eingeführt, die steuerliche Absetzbarkeit von Handwerkerleistungen ausgeweitet und Neuwagen befristet von der Kfz-Steuer befreit. Insgesamt wiesen diese Maßnahmen ein Volumen von knapp 12 Mrd. € auf (Tabelle 3). Die Bundesregierung kommunizierte ein Programmvolumen von 32 Mrd. €, weil sie auch das unabhängig von der damaligen konjunkturellen Entwicklung beschlossene „Maßnahmenpaket zur Senkung der steuerlichen Belastung, Stabilisierung der Sozialversicherungsausgaben und für Investitionen in Familien“ anrechnete.⁹ Zudem wurden die KfV-Förderprogramme aufgestockt und

al. 2010) nicht eindeutig trennen können, welcher Teil der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zyklisch und welcher Teil als trendmäßig einzuschätzen ist und wie stark damit die gesamtwirtschaftliche Produktion von der Produktion bei Normalauslastung abweicht.

7 Zur Konjunkturbereinigung der Staatseinnahmen und Staatsausgaben und zur Berechnung der Konjunkturkomponente des Finanzierungssaldos vgl. BMF (2011) sowie Gebhardt, H., R. Kambeck und F. Matz (2012).

8 Die konjunkturelle Einschätzung hat sich zwischenzeitlich geändert. So ist in der Frühjahrsprojektion 2012 des BMWi für das Jahr 2007 eine merklich höhere positive Produktionslücke ausgewiesen, und zwar von 2,3 % des potentiellen BIP; auf dieser Basis hätten sich entsprechend höhere konjunkturbedingte Überschüsse eingestellt.

9 Dieses sah eine Vielzahl von Maßnahmen vor, u.a. die Erhöhung des Kindergeldes und einen höheren Kinderfreibetrag ab dem 1.1.2009, die Senkung des Beitrags zur Arbeitslosenversicherung, bei gleichzeitig höheren Beiträgen zur Krankenversicherung, die verbesserte steuerliche Absetzbarkeit der Beiträge zur

ein zusätzliches Programm zur Kreditversorgung des Mittelstands aufgelegt; insgesamt wurde der Kreditrahmen um 15 Mrd. € erweitert.

Tabelle 3

Veränderungen bei Staatseinnahmen und Staatsausgaben durch diskretionäre Maßnahmen¹
Haushaltsentlastungen (+) und Haushaltsbelastungen (-) in Mrd. € gegenüber 2008

	2009	2010
Konjunkturpaket I	-4,2	-7,6
Gesetz zur Umsetzung steuerrechtlicher Regelungen des Maßnahmenpakets Beschäftigungssicherung durch Wachstumsstärkung	-2,6	-5,7
Verlängerung der Bezugsdauer von Kurzarbeit, Ausbau der Qualifizierung	-0,3	-0,5
Aufstockung der Verkehrsinvestitionen	-1,0	-1,0
Erhöhung der Mittel zur Verbesserung der regionalen Wirtschaftsstruktur sowie Aufstockung der KfW-Programme	-0,3	-0,4
Konjunkturpaket II	-18,7	-22,4
Entlastungen bei der Einkommensteuer, Kinderbonus	-4,9	-5,6
Gesetz zur Neuregelung der Kraftfahrzeugsteuer	-0,1	-0,2
Senkung der Beitragssätze zur GKV zum 1. Juli 2009 um 0,6 Prozentpunkte	-3,0	-6,0
Zukunftsinvestitionen der öffentlichen Hand	-2,2	-6,8
Förderung der Mobilitätsforschung und Innovationsförderung des Bundes	-0,7	-0,7
„Abwrackprämie“ ²	-5,0	
Aufstockung des Kinderzuschlags	-0,2	-0,3
Bezuschussung beim Kurzarbeitergeld, Ausweitung der Qualifizierung sowie Schaffung von 5 000 zusätzlichen Stellen bei der Arbeitsagentur	-2,6	-2,7
Umsetzung von zwei Urteilen des Bundesverfassungsgerichts	-5,4	-11,3
Fortführung der Entfernungspauschale 2006 ab 2009	-5,4	-3,1
Gesetz zur verbesserten steuerlichen Berücksichtigung von Vorsorgeaufwendungen		-8,3
Wachstumsbeschleunigungsgesetz		-6,1
Erhöhung des Kindergeldes und des Kinderfreibetrags		-4,3
Steuererleichterungen (Reduktion der Unternehmenssteuern, Umsatzsteuerermäßigung für Beherbergungsleistungen, Erbschaftsteuer)		-1,8
Sonstige Maßnahmen³	-5,7	-5,7
Gesamter fiskalischer Impuls	-34,0	-53,0
Gesamter fiskalischer Impuls in % des nominalen BIP	1,4%	2,1%

Eigene Berechnungen nach Angaben des Bundesministeriums der Finanzen. — ¹ Ohne makroökonomische Rückwirkungen und ohne Berücksichtigung der Stützungsmaßnahmen für Finanzinstitute. — ² Die Abwrackprämie wurde im April 2009 nachträglich von 1,5 auf 5 Mrd. € aufgestockt. — ³ U.a. Anhebung des Beitragssatzes zur Pflegeversicherung zum 1. Juli 2008 um 0,25 %-Punkte, Reduktion des Beitragssatzes zur Arbeitslosenversicherung zum 1. Januar 2009 um 0,5 %-Punkte, Anhebung des durchschnittlichen Krankenkassenbeitragssatzes zum 1. Januar 2009 um 0,6 %-Punkte, Bürgerentlastungsgesetz (ohne Abzugsfähigkeit der Beiträge zur Kranken- und Pflegeversicherung), Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen, Jahressteuergesetz 2009, Familienleistungsgesetz, Erbschaftsteuerreformgesetz, Mitarbeiterkapitalbeteiligungsgesetz, Gesetz zur Neuregelung der Kraftfahrzeugsteuer und Änderung anderer Gesetze, Erhöhung des Wohngelds und sonstige Änderungen im Bereich der gesetzlichen Kranken- und der Pflegeversicherung.

Das zweite Konjunkturpaket („Pakt für Beschäftigung und Stabilität in Deutschland zur Sicherung der Arbeitsplätze, Stärkung der Wachstumskräfte und Modernisierung des Landes“) wurde im Januar 2009 verabschiedet und wies ursprünglich ein Volumen von 50 Mrd. auf, von denen 41,1 Mrd. € im

Kranken- und zur Pflegeversicherung ab dem 1.1.2010, das Vorziehen der Wohngelderhöhung auf den 1.10.2008, die verbesserte steuerliche Absetzbarkeit von Haushaltsdienstleistungen und einen Zuschlag zum ALG II und zur Sozialhilfe von 100 € für jedes schulpflichtige Kind zu Beginn des Schuljahres.

hier betrachteten Zeitraum realisiert wurden.¹⁰ Kernelemente des Programms waren eine deutliche Steigerung der staatlichen Investitionen sowie Entlastungen bei der Einkommensteuer¹¹ und den Beiträgen zur Gesetzlichen Krankenversicherung. Hinzu kam ein Bündel von Einzelmaßnahmen, von denen die bis Ende 2009 gewährte „Abwrackprämie“ zur Stärkung der Pkw-Nachfrage, ein einmalig gewährter Zuschlag zum Kindergeld (Kinderbonus) und großzügigere Regelungen für das Kurzarbeitergeld am bedeutsamsten waren. Ferner wurde ein Kredit- und Bürgschaftsprogramm von 100 Mrd. € aufgelegt, mit dem die Kreditversorgung der Wirtschaft gesichert werden sollte.¹² Die beiden Konjunkturpakete brachten fiskalische Impulse von 23 Mrd. € in 2009 und von 30 Mrd. € in 2010 (Tabelle 3), die Kredit- und Bürgschaftsprogramme nicht mitgerechnet. Konjunkturell anregend wirkten außerdem – und dies verdeutlicht die Probleme bei der Bestimmung des Umfangs diskretionärer staatlicher Maßnahmen in Echtzeit – die Steuerentlastungen, die aus zwei Urteilen des Bundesverfassungsgerichts resultierten. Zum einen musste rückwirkend ab 2007 die alte Regelung bei der Pendlerpauschale wieder in Kraft gesetzt werden; zum anderen werden seit 2010 im Rahmen der Einkommensteuer die Beiträge zur Kranken- und Pflegeversicherung vermehrt als Sonderausgaben anerkannt. Die daraus insgesamt resultierenden Steuerausfälle sind auf 5,4 Mrd. € (2009) und 11,3 Mrd. € (2010) zu veranschlagen. In den hier als Referenz gewählten Planungen der Bundesregierungen vom Jahresbeginn waren diese Entlastungen der Steuerzahler ebenso wenig berücksichtigt wie das zu Beginn des Jahres 2010 in Kraft getretene Wachstumsbeschleunigungsgesetz, mit dem u. a. das Kindergeld und der Kinderfreibetrag erhöht und die Unternehmenssteuern reduziert wurden. Auf den Finanzierungssaldo wirkten sich auch das „Maßnahmenpaket zur Senkung der steuerlichen Belastung, Stabilisierung der Sozialversicherungsausgaben und für Investitionen in Familien“ sowie eine Vielzahl weiterer finanzpolitischer Maßnahmen aus. Alles in allem beliefen sich die diskretionären fiskalpolitischen Impulse in Relation zum nominalen BIP – verglichen mit dem Rechtsstand 2008 und ohne Berücksichtigung makroökonomischer Rückwirkungen – auf 1,4 % im Jahr 2009 und auf 2,1 % im Jahr 2010 (Tabelle 3).

Diese Impulse sind entsprechend der üblichen Vorgehensweise finanzpolitischer Instanzen bei der Schätzung die Einnahmen- und Ausgabenwirkungen der fiskalpolitischen Maßnahmen „brutto“ angegeben, also ohne Berücksichtigung der makroökonomischen Rückwirkungen. Bezieht man die von den konjunkturstabilisierenden Maßnahmen induzierten Wachstums- und Beschäftigungseffekte und deren Wirkungen auf das Budget mit ein, muss mit geringeren Haushaltsbelastungen gerechnet werden, denn aus den Wachstums- und Beschäftigungseffekten resultieren höhere Einkommen- und Verbrauchsteuereinnahmen für den Staat sowie höhere Beitragseinnahmen in den sozialen Sicherungssystemen; zudem vermindern die positiven Arbeitsmarkteffekte die staatlichen Arbeitsmarktausgaben. Nach Simulationen mit dem RWI-Konjunkturmodell dürfte knapp die Hälfte

10 Die Impulse wirkten später als geplant, insbesondere weil das Infrastrukturprogramm nur langsam umgesetzt werden konnte. Bis Ende 2009 waren – unter Berücksichtigung des Finanzierungsanteils der Länder von 25% – von den zur Verfügung stehenden 17,3 Mrd. € lediglich 2,2 Mrd. € abgeflossen, also nur knapp 13% der Mittel, im Vergleich zu den erhofften 50%. Im Verlauf des Jahres 2010 wurden nur 6,8 Mrd. Euro abgerufen (Barabas et al. 2012).

11 Dabei wurde der Einkommensteuertarif durch die Erhöhung des Grundfreibetrags zum 1.1. 2009 und zum 1.1. 2010 um jeweils 170 €, durch die Senkung des Eingangssteuersatzes von 15 auf 14 % ab 2009 sowie durch die Verschiebung des Tarifs durch Anhebung der weiteren Tarifeckwerte um 400 € im Jahr 2009 und um weitere 330 € ab 2010 dauerhaft gesenkt.

12 Zu den Maßnahmen der Konjunkturpakete im Einzelnen und einer Bewertung vgl. Döhrn et al. (2010), S. 70.

des zweiten Konjunkturpakets über steigende Staatseinnahmen und geringere arbeitsmarktbedingte Ausgaben „refinanziert“ worden sein (Barabas et al. 2009, Barabas et al. 2011; Horn et al. 2009). Dabei ist die Selbstfinanzierungsquote von Lohn- und Einkommensteuersenkungen im RWI-Konjunkturmodell nicht einmal besonders hoch. Sie liegt beispielsweise unter der Schätzung von Trabandt/Uhlig (2006) von mehr als 50 %.

Unter Berücksichtigung der makroökonomischen Rückwirkungen dürfte sich der Finanzierungssaldo des Staates in den Jahren 2009 und 2010 durch die konjunkturstützenden Maßnahmen um 20 bzw. rund 27 Mrd. € verschlechtert haben.

4.2.3 Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung

Bereits im Oktober 2008 hatte die Bundesregierung den „Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung“ (SoFFin) eingerichtet. Dessen Aufgabe bestand darin, „durch Überwindung von Liquiditätsengpässen und durch ... Stärkung der Eigenkapitalbasis“ (§2 FMStFG) von Kreditinstituten das Finanzsystem zu stabilisieren. Für diese Aufgabe standen dem SoFFin drei Instrumente zur Verfügung. Erstens konnte er bis zu einer Obergrenze von 400 Mrd. € Garantien für Schuldtitel und Verbindlichkeiten des Finanzsektors übernehmen. Damit sollte dessen Refinanzierung am Kapitalmarkt ermöglicht werden, die faktisch zum Erliegen gekommen war, weil Banken einander nicht mehr vertrauten. Zum zweiten konnte er über einen Kreditrahmen von maximal 80 Mrd. € für den Erwerb von Anteilen oder stillen Beteiligungen an kriselnde Finanzmarktunternehmen verfügen, um diesen Eigenkapital zuzuführen. Darüber hinaus stand dem Fonds eine Summe von 20 Mrd. € als Vorsorge für etwaige Ausfälle aus den übernommenen Garantien zur Verfügung.

Grundsätzlich schlagen sich diese drei Maßnahmen in unterschiedlicher Weise im Finanzierungssaldo und im Schuldenstand des Staates nieder. Garantien stellen Eventualverbindlichkeiten dar, die beim Staat erst bei Auszahlung im Falle einer Inanspruchnahme zu Buche schlagen. Die beiden anderen Instrumente erhöhen in der Regel den Schuldenstand des Staates, können in bestimmten Fällen aber auch Wirkungen auf das Defizit haben.¹³ Dabei gilt es zu beachten, dass der Maastricht-Schuldenstand des Staates stets brutto ausgewiesen wird, die Schulden also nicht mit dem Zugang an finanziellen Forderungen beziehungsweise an Finanzaktiva saldiert werden (mit Ausnahme der Konsolidierung innerhalb des Staatssektors), der mit dem Erwerb einer Beteiligung oder der Übernahme von Risikopapieren einhergeht. Wird für eine staatliche Beteiligung eine marktübliche Verzinsung erwartet, so wirkt sie defizitneutral. Erfolgt hingegen eine Kapitalzuführung an eine Bank, die auf absehbare Zeit Verluste schreiben dürfte, kann diese einen defiziterhöhenden Vermögenstransfer darstellen. Auch eine Übernahme von Risikopositionen von Kreditinstituten kann die Neuverschuldung erhöhen, wenn der Ankaufspreis den Marktwert der Aktiva übersteigt; die Differenz ist als defiziterhöhender Vermögenstransfer zu buchen.

Der Garantierahmen des SoFFin von 400 Mrd. € wurde zu keinem Zeitpunkt zur Gänze genutzt. In der Spitze erreichten die gewährten Garantien 174 Mrd. € (FMSA 2012a), von denen der weit überwiegende Teil auf die Hypo Real Estate entfiel; dieser Anteil wurde aber mit Gründung der Abwicklungsanstalt hinfällig (FMSA 2012b). Bei den gewährten Garantien sind bislang – was man bei

¹³ Zu einer ausführlichen Darstellung der Auswirkungen der Maßnahmen zur Abwehr der Finanzkrise im Bankensektor auf das Budgetdefizit und den Schuldenstand des Staates in der Maastricht-Abgrenzung vgl. Deutsche Bundesbank (2010a).

Einführung der Maßnahmen naturgemäß noch nicht wissen konnte¹⁴ – keine Ausfälle zu verzeichnen, so dass dieser Teil der Bankenrettung ohne unmittelbare Folgen für das Defizit und die Schulden des Staates blieb. Im Gegenteil: Weil die Kreditinstitute für die Garantien eine „marktübliche“ Gebühr zahlen mussten, hat dieser Teil der Bankenrettung für sich genommen sogar Einnahmen für den Staatshaushalt gebracht (Tabelle 4).

Tabelle 4

Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf Finanzierungssaldo und Schuldenstand des Staates

	2008	2009	2010	2011
	in Mrd. €			
Staatseinnahmen	1,3	2,5	5,6	9,0
Staatsausgaben	4,5	5,9	38,6	9,5
Finanzierungssaldo des Staates	-3,2	-3,4	-33,1	-0,5
Verbindlichkeiten des Staates	51,1	93,7	311,3	294,7
Eventualverbindlichkeiten des Staates	66,3	159,0	87,3	67,6
Nachrichtlich:				
Vermögen des Staates	47,9	87,7	270,9	251,9
	in % des nominalen BIP			
Finanzierungssaldo des Staates	-0,1	-0,1	-1,3	-0,0
Verbindlichkeiten des Staates	2,1	3,9	12,5	11,4
Eventualverbindlichkeiten des Staates	2,7	6,7	3,5	2,6

Nach Angaben von Eurostat. – Stand: 30.9.2012.

Die Beteiligung des Staates an Banken – am bedeutsamsten war hier mit einem Volumen von 18,2 Mrd. € die stille Einlage bei der Commerzbank – erhöhte den Schuldenstand des Staates nur in begrenztem Umfang, zumal der Rahmen für Beteiligungen selbst in der Spitze nur zu etwas mehr als einem Drittel ausgeschöpft wurde; zudem zahlte die Commerzbank bereits Mitte 2011 die ihr gewährte Einlage zum größerem Teil zurück. Im Übrigen muss eine solche Einlage marktüblich verzinst werden, so dass auch dieser Teil der Bankenrettung Einnahmen für den Staatshaushalt brachte.

Soweit halten sich die fiskalischen Wirkungen der Bankenrettung also in Grenzen. Allerdings setzte sich, nachdem mit Hilfe der genannten Maßnahmen eine erste Stabilisierung des Finanzmarktes erreicht worden war, die Erkenntnis durch, dass eine dauerhafte Lösung der Probleme des Finanzsektors nur erreicht werden kann, wenn es gelingt, die risikobehafteten Kredite bzw. Wertpapiere aus den Bankbilanzen auszugliedern. Im Juli 2009 wurde mit dem Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung den Banken die Möglichkeit eingeräumt, hoch abschreibungsgefährdete Finanzaktiva in Abwicklungsanstalten („Bad Banks“) auszulagern, um ihre Bilanzen zu entlasten (Deutsche Bundesbank 2012).

Die erste Einrichtung für die Auslagerung der so genannten toxischen Kredite bzw. Wertpapiere war die Erste Abwicklungsanstalt (EAA) für die WestLB. Auf sie wurden bis Mitte 2010 zwei Portfolios mit einem Nominalwert von rund 6 Mrd. € bzw. 71 Mrd. € übertragen. Ein drittes Portfolio mit einem Nominalwert von rund 100 Mrd. € folgte zur Jahresmitte 2012, als die WestLB endgültig abgewickelt wurde und die noch bei ihr verbliebenen Risikoaktiva auf die EAA übertragen wurden.

¹⁴ Die Bundesregierung hatte eine Ausfallquote von 5 % unterstellt.

Die zweite Abwicklungsanstalt, die FMS-Wertmanagement (FMS-WM), wurde für die HRE gegründet. Auf sie wurde ein Portfolio mit einem Nominalwert von 174 Mrd. € übertragen (FMSA 2012c). Schließlich haben auch einzelne Bundesländer ihre landeseigenen Finanzinstitute durch Kapitalerhöhungen und Garantien unterstützt.

Die in Abwicklungsanstalten ausgelagerten Finanzaktiva verschlechtern den Finanzierungssaldo des Staates nur dann, wenn diese Aktiva zu einem Wert übertragen werden, der den Marktwert übersteigt. In diesem Umfang stellen sie einen Vermögenstransfer dar, der das staatliche Netto-Finanzvermögen mindert und in Höhe der Differenz zwischen Übertragungswert und Marktpreis defizitsteigernd gebucht wird. Das Volumen dieser Vermögenstransfers beträgt im Falle der FMS-WM rund 16 Mrd. €, im Falle der EAA (bis Mitte 2012, d.h. noch ohne Berücksichtigung des Mitte 2012 ausgelagerten dritten Portfolios) gut 3 Mrd. €. Hierdurch fiel das staatliche Defizit in Relation zum BIP im Jahr 2010 um 1,3 % höher aus als es ohne die Gründung der Abwicklungsanstalten gewesen wäre. Allerdings erhöhten die Verbindlichkeiten der Abwicklungsanstalten unmittelbar den Maastricht-Schuldenstand des Staates, der die staatliche Bruttoverschuldung zu Nominalwerten umfasst. Vom Anstieg der Staatsschuldenquote von 66,7 % im Jahr 2008 auf 83 % in 2010 waren rund 12 Prozentpunkte auf die diversen Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors zurückzuführen (Tabelle 4).

Dieser Schuldenzunahme stand jedoch – wie erwähnt – auch ein höheres Finanzvermögen in Gestalt der zur Finanzmarktstützung in den Staatssektor übernommenen Risikoaktiva gegenüber. In dem Maße, wie die übernommenen Wertpapiere verkauft werden können oder fällig werden, und in dem Maße, wie Forderungen realisiert werden können, vermindern sich daher auch die Verbindlichkeiten. So sind die Portfolios der beiden Abwicklungsanstalten im Verlauf von 2011 um insgesamt gut 30 Mrd. € abgeschmolzen. In Relation zum BIP gingen die Verbindlichkeiten des Staats dadurch um gut einen Prozentpunkt zurück. Die Risikoaktiva, die im Jahr 2012 nach der Abwicklung der WestLB und der Übertragung der Risikoaktiva auf die EAA nochmals zunahmen, werden in den kommenden Jahren zwar abgebaut, doch ist der damit verbundene Rückgang des Bruttoschuldenstandes wegen der bestehenden Ausfallrisiken der Aktiva unklar. Wenn Vermögenstitel der FMS-WM und der EAA abgeschrieben werden müssen, wird im entsprechenden Umfang aus der Brutto- auch eine Nettoverbindlichkeit.

5. Fazit

Die Finanzkrise, die zur Jahresmitte 2007 mit Liquiditätsproblemen einzelner Kreditinstitute begonnen hatte und sich im Herbst 2008 dramatisch verschärfte, hatte enorme Auswirkungen auf die Finanzlage des Staates; sowohl die Defizitquote als auch die Staatsschuldenquote verschlechterten sich deutlich und überschritten die im Maastricht-Vertrag festgelegten Höchstwerte erheblich. In dem vorliegenden Beitrag wurde versucht, die krisenbedingte Verschlechterung zu quantifizieren. Hierzu wird die tatsächliche Entwicklung der Finanzlage mit einer Entwicklung verglichen, die sich ohne die Finanz- und Wirtschaftskrise ergeben hätte. Danach verschlechterte sich der Finanzierungssaldo des Staates im Jahr 2009 um 70 Mrd. € und im Jahr 2010 um 117 Mrd. € gegenüber den Planungen, die vor der Krise aufgestellt worden waren. Es muss hier zwar offen bleiben, wie weit auch andere Faktoren zu der ungünstigeren Finanzlage beitrugen. Bei näherer Analyse zeigt sich aber, dass sich die Unterschiede zwischen den Planungen und der Realität in einem hohen Maße auf drei Faktoren zurückführen lassen, die in einem engen Zusammenhang mit der Finanz- und Wirtschaftskrise stehen (Tabelle 5):

Tabelle 5

Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf den Finanzierungssaldo des Staates
2009 und 2010, in Mrd. €

	2009	2010
Änderung des Finanzierungssaldos gegenüber der Planung	-70	-117
Automatische Stabilisatoren	-53	-29
Diskretionäre Maßnahmen insgesamt ¹	-20	-27
Konjunkturpakete	-13	-17
Sonstige diskretionäre Maßnahmen	-6	-10
Finanzmarktstabilisierung	-3	-33
Unerklärter Rest	6	-28

Eigene Berechnungen. Zur Herleitung der Zahlen siehe Text. – ¹ Einschließlich makroökonomischer Rückwirkungen.

- Der durch die Finanzkrise ausgelöste Konjunkturreinbruch führte zu beträchtlichen Mindereinnahmen und Mehrausgaben des Staates. Aufgrund des Wirkens der automatischen Stabilisatoren entstanden Haushaltsbelastungen von schätzungsweise 53 Mrd. € im Jahr 2009 und 29 Mrd. € im Jahr 2010.
- Zur Stabilisierung der Konjunktur verabschiedete die Bundesregierung zwei Konjunkturpakete; hinzu kamen weitere Maßnahmen, die nicht Reflex der Krise waren, die Konjunktur aber ebenfalls stabilisierten. Hierdurch dürfte sich der Finanzierungssaldo netto, d.h. unter Berücksichtigung einer durch die konjunkturellen Impulse induzierten teilweisen Selbstfinanzierung, in den beiden betrachteten Jahren um 20 bzw. 27 Mrd. € verschlechtert haben.
- Schließlich wurde ein umfangreiches Bündel an Maßnahmen beschlossen, um die heimischen Finanzinstitute zu stützen und die Finanzmärkte zu stabilisieren. Diese belasteten den Finanzierungssaldo in den Jahren 2009 und 2010 um 3 bzw. 33 Mrd. €; zudem bewirkten sie eine beträchtliche Zunahme der Staatsschulden.

Ein wesentlicher Teil der Verschlechterung der Haushaltssituation des Staates lässt sich auf diese drei Faktoren zurückführen, wenn auch insbesondere für 2010 ein größerer unerklärter Rest bleibt. Dessen Größenordnung darf angesichts der beträchtlichen Schätzunsicherheiten nicht überraschen. So lässt sich die Auslastung des Produktionspotentials nur ungenau bestimmen. Auch könnten sich in der konkreten Situation andere Budgetsensitivitäten ergeben haben als die hier unterstellten, die auf Durchschnittswerten der Vergangenheit basieren. So kam es bei den gewinnabhängigen Steuern, die bis 2008 ungewöhnlich kräftig expandiert waren, infolge des rezessionsbedingten Einbruchs der Unternehmensgewinne zu erheblichen Ausfällen; die Deutsche Bundesbank (2010b: 76f.) veranschlagt die Korrektur der im vorangegangenen Aufschwung überschießenden Einnahmedynamik auf ½ % des BIP. Die konjunkturbedingten Abweichungen lassen sich daher nicht exakt berechnen, zumal auch die in den Stabilitätsprogrammen ausgewiesenen Finanzierungsquoten wegen der bestehenden Schätzunsicherheiten auf halbe Prozentpunkte gerundet sind. Schließlich sind auch die Berechnungen zu den Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur und zur Stützung des Finanzsektors naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet. Unterschiede zwischen den Planungen und der Realität können zudem daraus resultieren, dass es infolge der diskretionären Maßnahmen zu Anpassungen im

Haushaltsvollzug kam oder dass Tariflohn- und Rentensteigerungen anders ausfielen als vor der Wirtschafts- und Finanzkrise erwartet.

Natürlich hat die Erhöhung der Staatsschulden aufgrund der Finanz- und Finanzkrise auch Wirkungen über den betrachteten Zeitraum hinaus. So engt der Schuldendienst die budgetären Handlungsspielräume ein, denn die hierfür aufzuwendenden Mittel fehlen für andere Zwecke, etwa für Zukunftsinvestitionen in Bildung, Forschung und Kinderbetreuung. Bereits derzeit müssen knapp 11 % des Steueraufkommens für den Schuldendienst aufgebracht werden. Dabei stellt sich die Situation angesichts der ungewöhnlich niedrigen Verzinsung von Staatsanleihen gegenwärtig noch recht günstig dar. Mittelfristig dürften die Kapitalmarktzinsen wieder steigen und zu zusätzlichen Zinsausgaben in Milliardenhöhe führen; ein um einen Prozentpunkt höheres Zinsniveau verursacht beim gegenwärtigen Schuldenstand auf mittlere Frist Mehrausgaben von rund 20 Mrd. €. Zudem müssen den in der Rezession ergriffenen expansiven Impulsen in konjunkturell guten Zeiten restriktive Maßnahmen gegenüberstehen, um die krisenbedingt gestiegenen strukturellen Defizite abzubauen und einen dauerhaften Anstieg der Staatsverschuldung zu verhindern.

Für ein abschließendes Urteil über die fiskalischen Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise ist es noch zu früh. So wurden im Jahr 2012 erneut hohe Risikopaktiva der WestLB auf die EAA übertragen, die den Schuldenstand des Staates für sich genommen erhöhten. Überlagert wurde dies dadurch, dass zugleich die Portfolios der Abwicklungsanstalten abgeschmolzen wurden. Sollte sich letztere Tendenz in den kommenden Jahren wie erwartet fortsetzen, könnte die Bankenkrise für den Staatshaushalt ähnlich glimpflich ausgehen wie der Konjunkturreinbruch 2008/09. Das durch ihn verursachte Budgetdefizit wurde nämlich aufgrund der guten Konjunktur und der Konsolidierungspolitik in den Jahren 2011 und 2012 rasch abgebaut.

In den Blick rücken müssen künftig die längerfristigen Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise. So ist nach ihren Wirkungen auf das Produktionspotenzial zu fragen. Anfängliche Befürchtungen, dass es deutlich vermindert wurde (GD 2009: 63-70), scheinen sich zwar nicht bewahrheitet zu haben (Hielscher 2012). Die Krise ist aber nicht ohne Wirkungen geblieben, denn die Staatseinnahmen liegen derzeit unter dem vor der Krise erwarteten Pfad.

Eine andere Frage ist die nach den mittel- bis längerfristigen finanzpolitischen Konsequenzen. Im Jahr 2012 lag die Schuldenquote mit 81,7 % erheblich über der im Maastricht-Vertrag festgelegten Obergrenze. Zudem besteht die Gefahr, dass der Schuldenstand weiter steigt, wenn im Rahmen der europäischen Rettungspakete vergebene Kredite ausfallen oder gewährte Garantien in Anspruch genommen. Dann könnte der Schuldenstand in eine Größenordnung steigen, die nach empirischen Studien im Hinblick auf das langfristige Wachstum als kritisch eingeschätzt wird.¹⁵ Eine Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise für den Staat könnte dann darin bestehen, dass die Finanzpolitik auf längere Sicht stärker restriktiv ausgerichtet wäre. Für eine merkliche Aufstockung investiver Staatsausgaben oder für Steuersenkungen besteht vor diesem Hintergrund mittelfristig ohne Gegenfinanzierung kein budgetärer Spielraum, wenn die im Grundgesetz verankerte Schuldenbremse eingehalten werden soll und die strukturellen Defizite von Bund und Ländern zügig abgebaut werden sollen.

¹⁵ Die kritische Grenze wird nach Reinhart und Rogoff (2010) und Reinhart et al. (2012) in fortgeschrittenen Volkswirtschaften bei einer Staatsschuldenquote von 90 % erreicht.

Literatur

- Auboin, M. (2009), Restoring Trade Finance During a Period of Financial Crisis: Stock Taking of Recent Initiatives. WTO Staff Working Paper ERSD-2009-16, Geneva.
- Barabas, G. und R. Döhrn, H. Gebhardt, T. Schmidt (2009), Was bringt das Konjunkturpaket II? In: Wirtschaftsdienst 89 (2): 128-132.
- Barabas, G. und R. Döhrn, H. Gebhardt (2011), Was brachte das Konjunkturpaket II? Wirtschaftsdienst 91 (7): 496-498.
- BMWI – Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2012), Gesamtwirtschaftliches Produktionspotenzial und Konjunkturkomponenten – Datengrundlagen und Ergebnisse der Schätzungen der Bundesregierung; Frühjahresprojektion der Bundesregierung vom 25.04.2012. Berlin.
- BMF – Bundesministerium der Finanzen (2011), Die Ermittlung der Konjunkturkomponente des Bundes im Rahmen der neuen Schuldenregel. Monatsbericht des BMF, Februar 2011.
- BMF – Bundesministerium der Finanzen (Ifd. Jgg.), Deutsches Stabilitätsprogramm, Berlin.
- D’Auria, F., C. Denis, K. Havik, K. McMorrow, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger und A. Rossi (2010), The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps. In: European Economy – Economic Papers, Nr. 420, Europäische Kommission, Juli 2010.
- Deutsche Bundesbank (2012), Zum „Bad Bank“-Modell der Bundesregierung. Monatsbericht Mai 2009: 56-59.
- Deutsche Bundesbank (2010a), Auswirkungen von Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten und EWU-Ländern auf Maastricht Defizit und –Schuldenstand. Monatsbericht Oktober 2010: 80-81.
- Deutsche Bundesbank (2010b), Finanzpolitik. Monatsbericht Oktober 2010: 75-89.
- Döhrn, R., G. Barabas, H. Gebhardt, T. Kitlinski, T. Schmidt und S. Vosen (2009), Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Weltweite Finanzkrise verursacht historischen Konjunkturreinbruch. RWI Konjunkturberichte, 60. (1): 35-89.
- Döhrn, R., G. Barabas, H. Gebhardt, T. Kitlinski, M. Micheli, T. Schmidt, S. Vosen und L. Zwick (2012), Die wirtschaftliche Entwicklung im Inland: Gedämpfte Expansion bei hohen Risiken. RWI Konjunkturberichte 63 (2): 41-92.
- FMSA (2012a) – Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (2012), Zwischenbilanz der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung – Deutsche Bankenrettung im internationalen Vergleich erfolgreich vom 28.1.2011. Download vom 20.11.2012: http://www.fmsa.de/de/presse/pressemitteilungen/2011/20110128_pressemitteilung_fmsa.html.
- FMSA (2012b) – Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (2012), Historischer Überblick über die Maßnahmen des SoFFin; Maßnahmenstand: 30.06.2012. Download vom 20.11.2012: http://www.fmsa.de/export/sites/standard/downloads/sonstige/2012-10-30_Historischer_Ueberblick_SoFFin-Massnahmen.pdf.
- FMSA (2012c) – Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (2012), Bericht über das Geschäftsjahr 2011 des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin). Frankfurt am Main, April 2012. Download: <http://www.fmsa.de/export/sites/standard/downloads/sonstige/Bericht-Geschaeftsjahr2011-SoFFin.pdf>.
- Forbes, K. (2012), The “Big C”: Identifying Contagion. NBER Working Paper No. 18465, NBER, Cambridge MA.
- GD – Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008), Folgen der US-Immobilienkrise belasten Konjunktur. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2008, Essen.

- GD – Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009), Im Sog der Weltrezession. Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2009, München.
- Gebhardt, H. (2012), Steuerschätzung 2012 bis 2017: günstige Aufkommensperspektiven. *Wirtschaftsdienst* 92 (12): 809-814.
- Gebhardt, H. (2009), Steuerschätzung: Erheblich geringeres Aufkommen als bisher erwartet. *Wirtschaftsdienst* 89 (6): 397-402.
- Gebhardt, H. und R. Kambeck (2009), Anstieg der Staatsverschuldung stellt Finanzpolitik vor große Herausforderungen. *Wirtschaftsdienst* 89 (7): 466-472.
- Gebhardt, H., R. Kambeck und F. Matz (2012), Konjunktur- und Strukturkomponenten der Länderhaushalte. *Wirtschaftsdienst* 92 (4): 256-260.
- Gebhardt, H. und L.-H.R. Siemers (2008), Perspektiven und Optionen einer wachstumsorientierten Finanzpolitik. *Wirtschaftsdienst* 88 (6): 383-390.
- Girouard, N. und C. André (2005), Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries. OECD Economics Department Working Paper No. 434.
- Hielscher, K. (2012), Einfluss der Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/09 auf das Produktionspotenzial in Deutschland. *Schlaglichter der Wirtschaftspolitik. BMWi Monatsbericht* November 2012.
- Horn, G. und P. Hohfeld, A. Truger, R. Zwiener (2009), Höheres Tempo erforderlich – Zu den Wirkungen des Konjunkturpakets II. *IMK Policy Brief* Januar 2009.
- Jonung, L. and T. Hagberg (2005), How costly was the crisis in the 1990s? A comparative analysis of the deepest crises in Finland and Sweden over the last 130 years. *European Economy* 224, Brussels.
- Larch, M. und A. Turrini (2009), The cyclically-adjusted budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship. *European Economy Economic Papers*, 374.
- Reinhart, C. M., V. R. Reinhart und K. S. Rogoff (2012), Debt overhangs: Past and present. NBER Working Paper No. 18015, Cambridge.
- Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Follies*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Reinhart, C. M. und K. S. Rogoff (2010), Growth in a Time of Debt. *American Economic Review* 100 (2): 573– 578.
- Trabandt, M. und H. Uhlig (2006), How far are we from the slippery slope? The Laffer curve revisited. In: *CEPR Discussion Paper* Nr. 5657, London.

IBES



ISSN-Nr. 2192-5208 (Print)
ISSN-Nr. 2192-5216 (Online)

