

Kein wirtschaftspolitischer Aktivismus im Blindflug

Niemand weiss heute, ob der Corona-Schock in eine Erholung, in eine anhaltende Rezession oder mittelfristig gar in eine Überhitzung münden wird. Die Politik muss das stufenweise Vorgehen deshalb unbedingt beibehalten. Gastkommentar von Aymo Brunetti

Kaum sehen wir erste Anzeichen, dass der Höhepunkt der Pandemie überschritten sein könnte, hört man von allen Seiten Vorschläge, wie die Wirtschaft jetzt raschestmöglich stimuliert werden sollte. Eine unvollständige Liste der aktuellsten Forderungen enthält etwa staatliche Ausgabenprogramme, Steuerentkürzungen oder Checks an jeden Haushalt. So verständlich der Wunsch ist, drastische Massnahmen zu ergreifen, um die tiefste Wirtschaftskrise seit der Grossen Depression zu bekämpfen, so problematisch wäre ihre sofortige Umsetzung.

Dabei geht es nicht darum, ob solche Massnahmen im Einzelnen sinnvoll, zielgerichtet oder fair sind. Darüber kann man mit guten Gründen unterschiedlicher Auffassung sein. Das Problem besteht darin, dass wir mit einem makroökonomischen Schock konfrontiert sind, den es so noch nie gegeben hat. Wir wissen nicht, in welchem Zustand sich die Wirtschaft in einigen Monaten befinden wird; es besteht die Gefahr, dass überstürzte Massnahmen kontraproduktiv wirken könnten.

Gleichzeitig zwei Schocks

Die Unsicherheit stammt vor allem daher, dass die Wirtschaft gleichzeitig von einem Angebots- und von einem Nachfrageschock unbekanntem Ausmasses getroffen wird. Die allermeisten Rezessionen entstehen durch Nachfragerückgänge. Die Investitions- und Konsumnachfrage stockt, und das führt zu einem Überangebot, auf das die Unternehmen mit Produktionsrückgängen reagieren, was unter anderem die Arbeitslosigkeit erhöht. Seltener sind Angebotschocks, die die Produktion verteuern und so Rezessionen auslösen. Das war letztmals bei den Erdölschocks der 1970er Jahre der Fall.

Diesmal aber haben wir beide Schocks gleichzeitig. Der Lockdown ist ein gewaltiger Angebotschock. Behördlich (mit gutem Grund) verordnet steht ein Teil der Produktion für längere Zeit still, und damit ist klar, dass das BIP – die jährliche Produktion – direkt negativ betroffen sein wird. Dazu kommt gleichzeitig ein starker Nachfrageschock. Die Einkommen und vor allem die Zukunftserwartungen vieler Arbeitender und Unternehmen verschlechtern sich, und damit wird weniger konsumiert und investiert. Zudem ist ein Teil des Konsums (man denke etwa an den Tourismus) durch den Lockdown nicht mehr möglich. Damit wird das BIP auch von der Nachfrageseite her stark negativ beeinflusst. Welcher Effekt stärker ist und – vor allem – wie die relative Bedeutung dieser beiden Effekte sich in den kommenden Monaten entwickeln wird, weiss niemand.

Dies ist keine rein akademische Diskussion, denn: Die gleiche wirtschaftspolitische Massnahme kann hilfreich oder schädlich sein, abhängig davon, ob mittelfristig der Angebots- oder der Nachfrageeffekt überwiegt. So lassen sich für die zukünftige Entwicklung mindestens drei völlig unterschiedliche Szenarien unterscheiden: 1. gesunde, relativ rasche Erholung, 2. anhaltende Rezession mit Finanzkrise, 3. Überhitzung mit Inflationsdruck. Die Szenarien sind nicht gleich wahrscheinlich, denkbar wären auch sequenzielle Abfolgen, dass man also im weiteren Verlauf der Krise von einem Szenario ins andere wechselt. Im Folgenden wollen wir diese drei denkbaren Entwicklungen kurz beschreiben und die jeweils geeignete wirtschaftspolitische Reaktion darauf umreissen.

Drei Szenarien

Die meisten Prognosen gehen von einem *Szenario der relativ gesunden Erholung* aus. Der Lockdown führt zu einem tiefen zweiten Quartal, aber bereits in der zweiten Jahreshälfte beginnt sich die Wirtschaft zu erholen. Die Rezession über das ganze Jahr 2020 wird die tiefste seit dem Zweiten Weltkrieg sein, aber schon 2021 gibt es gemäss diesem Szenario relativ ansehnliche Wachstumsraten, die einen gewissen Aufholeffekt implizieren. Dieses Szenario geht davon aus, dass es im Produktionsapparat zu relativ wenig Schäden kommt, so dass nach dem Lockdown wieder in vorhandene, weitgehend intakte Kapazitäten hineingewachsen werden

Die gleiche wirtschaftspolitische Massnahme kann hilfreich oder schädlich sein, abhängig davon, ob mittelfristig der Angebots- oder der Nachfrageeffekt überwiegt.

kann, was den Angebotschock überwinden lässt. Sobald diese Normalisierung beginnt, wird auch die Nachfrage nachziehen, zuallererst der Konsum, der durch Nachholeffekte relativ rasch steigen wird.

Falls keine neuen Ansteckungswellen zu grösserer Unsicherheit führen, dürfte dann auch die Investitionsnachfrage relativ rasch anziehen. Und wenn das in vielen Ländern gleichzeitig passiert, stimuliert dies auch die Auslandsnachfrage. In diesem Szenario gibt es keinen Bedarf nach zusätzlicher makroökonomischer Stimulierung. Die bisherigen wirtschaftspolitischen Reaktionen – Liquiditätshilfen und ausgebaute Kurzarbeit – waren genau richtig, um für eine solche Entwicklung vorbereitet zu sein. Die guten Rahmenbedingungen und ausgebauten automatischen Stabilisatoren in der Schweiz reichen aus. Zusätzlicher stimulierender Aktivismus wäre unnötig und schädlich.

Leider gibt es aber auch ein plausibles Szenario, das wesentlich trüber aussieht: *das Szenario anhaltende Rezession und Finanzkrise*. Nach ersten wirtschaftlichen Öffnungsschritten könnte es weitere Ansteckungswellen geben, die erneute Lockdowns erforderlich machen. Das würde die Produktion weitere Monate lähmen und so auf der Angebotsseite zusätzliche Rezessionsimpulse auslösen. Die negativen Effekte eines solchen Stop-and-Go wären aber womöglich auf der Nachfrageseite noch ausgeprägter. Konsumentinnen und Konsumenten würden angesichts schwindender Einkommen und wachsender Sorgen über die Sicherheit ihres Arbeitsplatzes die Sparquote deutlich nach oben schrauben und damit einen starken Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Konsumnachfrage auslösen. Unternehmen würden angesichts von Liquiditätseingüssen und schlechten Verkaufsaussichten ihre Investitionspläne zusammenkürzen, was zu einem Einbruch der Investitionsnachfrage führen würde. Betrifft das – was höchst plausibel ist – auch andere Länder, würde die Exportnachfrage ebenso einbrechen.

Im schlimmsten Fall könnte ein solcher Nachfrageschock ein Deflationsszenario heraufbeschwören, das unguete Erinnerungen an die Grosse De-

pression aufkommen liesse. In einem solchen Szenario würden Konkurswellen auch zu einem grossen Abschreibungsbedarf bei den Kreditpositionen in den Bankbilanzen führen, was die Gefahr einer schweren Finanzkrise plausibel machen würde. Momentan und im günstigen Szenario scheint der Finanzsektor diese Krise weitgehend schadlos überstehen zu können, aber die neusten Meldungen über gewaltigen Rückstellungsbedarf bei US-Banken zeigen, dass in einem negativeren Szenario auch von dieser Seite Gefahr droht.

In diesem Szenario würden die automatischen Stabilisatoren kaum ausreichen, um genügend Impulse zu setzen, so dass zusätzliche nachfragestärkende wirtschaftspolitische Impulse angebracht wären. Die momentan diskutierten Stimulierungsmassnahmen fallen in diese Kategorie. Entweder auf der staatlichen Verwendungsseite (zusätzliche Ausgaben) oder auf der Einnahmenseite (Steuerentkürzungen) könnte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gestützt werden. Grundsätzlich wären hier – der bisher erfolgreichen wirtschaftspolitischen Philosophie der Schweiz folgend – weniger interventionistische Massnahmen zu bevorzugen: also eher breite Steuerentkürzungen als komplizierte Programme mit neuen Staatsausgaben. Das wäre auch rascher realisierbar als ein meist baulastiges Ausgabenprogramm, das allein schon wegen der stark ausgebauten Einsparungsmöglichkeiten kaum zeitgerecht im notwendigen Umfang realisierbar wäre.

Das dritte Szenario: Überhitzung und Inflationsdruck: Die spezielle Art des Schocks führt dazu, dass – anders als bei «normalen» Rezessionen – noch eine zusätzliche, wenn auch momentan wohl weniger wahrscheinliche Gefahr drohen könnte. Weil wir es mit einem negativen Angebotschock zu tun haben, könnte es sein, dass eine allfällige robuste Erholung der Nachfrage die Wirtschaft rasch an Kapazitätsgrenzen bringen könnte. Der daraus resultierende Preisdruck hätte das Potenzial, einen Inflationsprozess in Gang zu bringen.

Diese Gefahr steht im Moment kaum im Fokus der wirtschaftspolitischen Diskussion, ist aber mit-

telfristig unter gewissen Umständen nicht unplausibel. Es gibt nämlich hier zumindest zwei zusätzliche potenzielle Brandbeschleuniger: Erstens war die Geldpolitik schon vor Ausbruch der Corona-Krise extrem expansiv und ist es – wegen der Reaktionen auf die Krise – heute noch in viel ausgeprägterem Masse. Wir schwimmen buchstäblich in einem bisher noch nie da gewesenen Ozean von durch die Zentralbanken geschaffener Liquidität. Ein denkbarer, starker Stimmungsumschwung in die positive Richtung hätte bei dieser Geldpolitik durchaus das Potenzial, einen Inflationsschub auszulösen.

Zweitens sehen wir deutliche Anzeichen, dass der Aussenhandel durch die Krise empfindlich reduziert werden könnte – über anhaltende Reise- und Transportbeschränkungen und/oder über Protektionismus. Eine Renationalisierung gewisser Produktionen und das Ausbleiben von preis-senkenden Effekten von Importen könnte ebenfalls zu Inflationsdruck führen. Die verschiedenen Effekte zusammen hätten das Potenzial, die Inflationserwartungen ansteigen zu lassen. Für dieses Szenario wären die wirtschaftspolitisch notwendigen Massnahmen das pure Gegenteil dessen, was im Falle der langanhaltenden Rezession nötig wäre. Die Geldpolitik müsste relativ rasch gestrafft werden, und in der Fiskalpolitik wäre eher eine Konsolidierung und Schuldenabbau mit steigenden Steuern und tieferen Ausgaben angebracht.

Schrittweises Vorgehen

Niemand kann heute sagen, welches dieser Szenarien in den kommenden Monaten im Vordergrund stehen wird. Und deshalb ist die einzige sinnvolle Strategie, in Varianten zu denken, Eventualplanung mit Massnahmenpaketen (hoffentlich für die Schublade) zu betreiben und erst dann – und schnell – zu handeln, wenn mehr Klarheit herrscht. Die bisherige Strategie folgt einem solchen stufenweisen Vorgehen, wie es sich schon in der (weniger komplexen) Finanzkrise bewährt hatte. Als sich die verheerenden Effekte des Lockdowns auf die Liquidität zahlreicher Unternehmen abzuzeichnen begannen, reagierte man rasch mit einem Massnahmenpaket, das genau dieses Problem adressierte; und man signalisierte Flexibilität, das Ganze bei Bedarf auszudehnen. Da das Paket in bestehenden Strukturen und einfach aufgegriffen war, wird die erste Schweizer Reaktion im internationalen Kontext inzwischen als vorbildlich bezeichnet.

Der nächste Schritt bestand dann darin, Lücken des Konzeptes zu stopfen und ein Ausstiegskonzept zu präsentieren. Über Details und die logische Stringenz einzelner Teile dieser Lockerungsstrategie kann man geteilter Meinung sein. Aber der grundsätzliche Ansatz entspricht ebenfalls dem adäquaten schrittweisen Vorgehen, das sich an Szenarien orientiert und Korrekturen zulässt.

Bevor man jetzt allfällige fiskalische Stimulierungsmassnahmen beschliesst, gilt es, die weiteren Entwicklungen abzuwarten. Man darf nicht vergessen, dass schon die bisherigen Massnahmen ein fiskalpolitisches Stützungsprogramm bisher unbekanntem Ausmasses bedeuteten. Der bevorstehende starke Anstieg der Staatsverschuldung zeigt dies unmissverständlich. Es ist wichtig, in Szenarien über Weitergehendes nachzudenken, und die Schweiz kann es sich dank ihrer bisher so soliden Finanzpolitik im Falle eines negativen Szenarios auch leisten, weiter zu gehen. Aber es ist ein Gebot der Vorsicht, solche Massnahmen nur dann zu ergreifen, wenn sie wirklich notwendig sind, und sich bis dahin möglichst alle Optionen offenzulassen. Am widersinnigsten wäre es, heute ein Stimulierungspaket zu beschliessen, das dann vom günstigen Szenario der relativ gesunden Erholung mit teuren Massnahmen direkt ins ungünstige Szenario der Überhitzung führt. Damit würde das Gegenteil der angestrebten Stabilisierung erreicht. Auf keinen Fall sollten wir also potenziell kontraproduktive und teure Massnahmen ergreifen, bevor wir genügend Informationen haben.