Wege aus der Finanzkrise / Ways out of the Financial Crisis

• Augen auf und durch – Gedanken zur Krisenbekämpfung und ihren Folgen

von Thilo Sarrazin

Im Verlauf der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise gerät zunehmend eine unausweichliche Folge in den Blickpunkt, die sowohl in der Krise selbst als auch in den Maßnahmen zu Ihrer Eindämmung begründet liegt: eine ausufernde Verschuldung der öffentlichen Haushalte weltweit. Eine der wichtigsten Aufgaben wird es sein, so früh wie möglich und konjunkturell vertretbar die unausweichliche Konsolidierung konsequent anzugehen. Auch in der Geldpolitik wird es darauf ankommen, die jetzige Niedrig- oder Nullzinspolitik und die Politik der „quantitativen Lockerung" zum richtigen Zeitpunkt zu beenden. Denn es zählt zu den klaren Lehren aus der aktuellen Krise, dass eine strikte Geldpolitik mit der gezielten Vermeidung dauerhafter großer Leistungsbilanzüberschüsse verbunden werden muss. Nur so lässt sich einer künftigen Wiederholung derartiger Krisen vorbeugen. Die Zeit des „billigen Geldes" wird zu Ende gehen müssen, insbesondere in den USA.

Whilst the international financial and economic crisis unfolds, an inevitable consequence of the crisis itself and the measures to cope with it is brought into focus: the accelerated worldwide growth of public debt. It will be one of the foremost tasks in the near future to aim at the necessary consolidation as early as responsibly possible. In the field of monetary policy, it will be essential to bring the current low- or no-interest policy and the policy of "quantitative easing" to a swift end. It is a clear lesson from the current crisis that a strict monetary policy should be combined with avoiding persisting large current account deficits. The time of "cheap money" will have to be over, especially in the US.

Einige Highlights der Nachrichtenlage der Tage, in denen dieser Text entsteht: Die Vereinigten Staaten von Amerika steigen mit 45 Mrd. US$ bei der *Citigroup* ein, die Staatsbeteiligung dort erreicht 36 %. Die Europäische Union lehnt den Antrag Ungarns ab, ein groß angelegtes Rettungspaket für Staaten in Mittel- und Osteuropa zu schnüren. Die Europäische Zentralbank senkt den Leitzins auf den

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

niedrigsten Satz seit Einführung des Euro. Die *Bank of England* startet mit Rückendeckung der Regierung den Aufkauf von Unternehmens- und Staatsanleihen im großen Stil. US-Präsident *Barack Obama* erklärt, dass auch er nicht mehr mit einer Erholung der Wirtschaft im Jahr 2009 rechnet.

Es grenzt an Unmöglichkeit, zu diesem Zeitpunkt das weitere Geschehen vorherzusagen. Schon bei Erscheinen dieser Zeilen wird wiederum Vieles passiert sein – sei es in Richtung erster positiver Signale, sei es in Richtung weiterer Alarmmeldungen und entsprechender Gegenmaßnahmen. Dies vorausgeschickt, sei hier im Folgenden dennoch der Versuch gewagt, die aktuelle Entwicklung zu diskutieren und thesenartig einige Folgerungen aus dem Geschehen der vergangenen Monate abzuleiten, auch mit Blick auf die Konsequenzen, die zur Verhinderung ähnlicher Entwicklungen in der Zukunft gezogen werden könnten.

Für mich war in den vergangenen Wochen besonders augenfällig, dass die rapide steigende Verschuldung der öffentlichen Haushalte als weltweite Folge der Krise immer offensichtlicher wird. Ihr tatsächliches Ausmaß wird natürlich abhängen von der unbekannten Dauer und Tiefe dieser Krise – dass wir über Besorgnis erregende Dimensionen sprechen, liegt aber klar auf der Hand und dringt allmählich ins öffentliche Bewusstsein. Dies und die aggressive Lockerungspolitik der US-amerikanischen und der britischen Notenbank tragen dazu bei, dass sich trotz der aktuellen Angst vor Deflationstendenzen bereits Stimmen mehren, die in der Krisenbekämpfung von heute das Risiko einer erheblichen Inflation von morgen angelegt sehen.

Ob man diese Sorge teilt oder nicht – es wird zum gegebenen Zeitpunkt darauf ankommen, die jetzt zur Krisenbekämpfung im Überfluss zur Verfügung gestellte Liquidität entschlossen wieder zu reduzieren. Denn: Zu viel „billiges Geld“ stand am Anfang dieser Krise, es hat die dafür wesentlichen ungesunden Entwicklungen erst ermöglicht oder zumindest erheblich getrieben. Zinsen nahe null, expansive Geldpolitik und ein vermeintlich modernes Bilanzrecht hatten ihren Anteil am Desaster.

Wenn es nach der unmittelbaren Krisenbekämpfung um eine wetterfeste neue Ausgestaltung der Systeme gilt, könnte sich eine gute Dosis konservativer deutscher Tradition als segensreich erweisen, in der Geldpolitik wie in Bilanzierungsfragen. Und nicht zuletzt wird man die öffentlichen Haushalte nach der Krise so schnell wie möglich konsolidieren müssen, wenn man das verloren gegangene Vertrauen wieder herstellen will.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

I. Aktuelle Lage

Aktuell, Anfang März 2009, ist die Situation dadurch geprägt, dass im Kernbereich der Krise, dem Bankensektor, trotz aller Stützungsaktionen das grundlegende Vertrauensproblem bislang noch nicht beseitigt ist. Nach wie vor gilt die Feststellung des Internationalen Währungsfonds, das Finanzsystem stehe weiterhin unter starkem Stress – verschärft durch die sich verschlechternden ökonomischen Bedingungen, die die Banken zu neuen, umfangreichen Abschreibungen zwingen.[1]

Die reale Wirtschaft ist längst weltweit negativ betroffen, die Wachstumsprognosen für 2009 werden beständig nach unten korrigiert. Die Weltbank prognostiziert inzwischen für dieses Jahr erstmals seit dem Zweiten Weltkrieg einen Rückgang des globalen Wirtschaftsprodukts. Für Deutschland prognostiziert der bislang größte Pessimist, *Norbert Walter* von der Deutschen Bank, einen Rückgang von 5 %, aber auch die optimistischeren Vorhersagen sehen die hiesige Wirtschaft deutlich im Minus.

Der Umfang der weltweiten staatlichen Programme zur Bankenrettung und zur Stützung der Konjunktur übersteigt mittlerweile 3 Billiarden Euro. Die Diskussion über den Sinn von Konjunkturprogrammen ist längst in den Hintergrund getreten, gestritten wird lediglich noch über ihr richtiges Maß und ihre optimale Ausgestaltung.

Was die Geldpolitik betrifft, so betreibt die US-Notenbank *Federal Reserve* bereits eine faktische Nullzinspolitik und setzt in zunehmendem Maße auf Wege, über die Verlängerung ihrer eigenen Bilanz Liquidität in den Markt zu geben. Die *Bank of England* hat am 5. März den wohl letzten noch möglichen Zinsschritt nach unten getätigt und greift nunmehr zum Aufkauf von Unternehmens- und Staatsanleihen, der ultimativen Lockerungspolitik des *„quantitative easing"*.

Die EZB hat demgegenüber noch etwas Zinsspielraum zur Verfügung und folgt diesem Muster bislang nicht. Sie setzt zunächst auf eine eher moderate Ausweitung ihrer Handlungsmöglichkeiten etwa durch die unbegrenzte Zuteilung von Liquidität. Allerdings fordern erste Stimmen in der öffentlichen Diskussion sie dazu auf, dem Londoner Beispiel zu folgen.[2]

1 *International Monetary Fund:* Global Financial Stability Report, Market Update, 28. 01. 2009.

2 „Was der EZB jetzt noch bleibt", Handelsblatt Online vom 05. 03. 2009, http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur-nachrichten/ezb-krisenstrategie-bald-ausgereizt;2189836.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

Parallel zu diesen Entwicklungen wird zunehmend erkennbar, wie stark die Finanzkrise die öffentlichen Haushalte belasten wird. Die vom neuen US-Präsidenten vorgelegte Haushaltsplanung sieht für 2009 ein Defizit von 12,3 % und für 2010 von 8 % des BIP vor – am Ende des zehnjährigen Planungszeitraums soll es sich um 3 % stabilisieren. Dann wird ein für amerikanische Verhältnisse gigantischer Schuldenstand von rund 60 % des Bruttoinlandsprodukts erreicht sein, eine Relation wie es sie zuletzt unmittelbar in Folge des zweiten Weltkriegs gab.

Die Finanzminister der Europäischen Union prognostizieren für das Jahr 2009 ein Haushaltsdefizit von 4,4 % des BIP, das wäre der höchste Wert seit 15 Jahren. Deutschland hat eine Erwartung von 3,3 % nach Brüssel gemeldet, basierend auf der Januar-Prognose eines BIP-Rückgangs von 2,25 %. Die für 2012 ins Auge gefasste Schuldenstandsrelation liegt bei 72,5 %, elf Prozent höher als noch im Dezember letzten Jahres geschätzt wurde. Falls es schlimmer kommt, kommt es schlimmer.

Diese Entwicklung hat bereits erkennbare Folgen für das Vertrauen der Märkte gegenüber einzelnen Staaten, darunter auch Mitgliedsländer der Europäischen Union und sogar der Eurozone – erkennbar sowohl an den Einschätzungen der Rating-Agenturen als auch an der Entwicklung der *spreads* gegenüber Bundesanleihen. EU-Währungskommissar *Almunia* spricht inzwischen öffentlich von gegebenenfalls notwendiger kollektiver Hilfe im Rahmen der gegenseitigen Beistandspflicht: „Wenn eine solche Krise in einem Euro-Staat auftritt, gibt es dafür eine Lösung, bevor dieses Land beim Internationalen Währungsfonds (IWF) um Hilfe bitten muss.“[3] Eine Äußerung, die meines Erachtens völlig am Thema vorbei geht: Ein solches Handeln könnte allenfalls erst dann in Betracht kommen, wenn der Euroraum als solcher in währungspolitische Bedrängnis geriete. Davor handelt es sich um Finanzierungsprobleme einzelner Staaten, aber per Definition nicht um eine Währungskrise. In der derzeitigen Situation über einen möglichen *bailout* zu sprechen, widerspricht krass den Grundlagen der Europäischen Währungsunion – wer solches ins Spiel bringt, zeigt damit, dass er nicht wusste, was er tat, als er der Einführung des Euro zustimmte. Überflüssig darauf hinzuweisen, dass die Kosten eines solchen *bailouts* in besonderem Maße Deutschland zu tragen hätte.

3 „EU deutet Hilfe für defizitäre Euro-Staaten an“, FAZ vom 03.03.2009.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

Insgesamt wächst in den letzten Wochen nach der anfänglich bei vielen Akteuren gerade in Deutschland zu spürenden regelrechten Staatseuphorie die bedrückende Einsicht, dass auch und gerade der Akteur Staat unter der Krise leidet und Gefahr laufen könnte, sich bei ihrer Bekämpfung zu verheben. Allerdings lässt sich beobachten: Wenn aktuell in der veröffentlichten Meinung die späteren Nebenwirkungen und nicht-intendierten Folgen der momentanen Krisenbekämpfungspolitik thematisiert werden, dann spielen weniger die Staatsfinanzen eine Rolle als vielmehr die Angst vor einer vermeintlich unausweichlichen starken Inflation. Die Sorge um die eigenen Ersparnisse ist eben naheliegender als die um den Staatshaushalt.

Zugespitzt formuliert ließe sich die Situation so kennzeichnen: Schon weil niemandem Besseres einfällt und die bisherigen Maßnahmen nicht ausreichend erscheinen, werden sowohl fiskalisch als auch geldpolitisch weiterhin viele Schleusen geöffnet. Weil sie ahnen, dass dies nicht ewig gut gehen dürfte, richten die Akteure dabei aber Stoßgebete gen Himmel und halten sich die Augen zu. Die Bevölkerung steht staunend davor und hofft, dass die Verantwortlichen wissen, was sie tun.

II. Bekämpfung der Bankenkrise

Der bereits zitierte letzte IWF-Report schätzt den Umfang der 2009 und 2010 anstehenden weiteren Abschreibungen bei US-amerikanischen und europäischen Banken auf mindestens eine halbe Billion Dollar. Die Vertrauenskrise ist weiterhin so ausgeprägt, dass die Finanzunternehmen ihre vorhandene Liquidität lieber großteils über Nacht bei den Notenbanken parken, als sich gegenseitig Geld zu leihen (vgl. *Abbildung 1*).

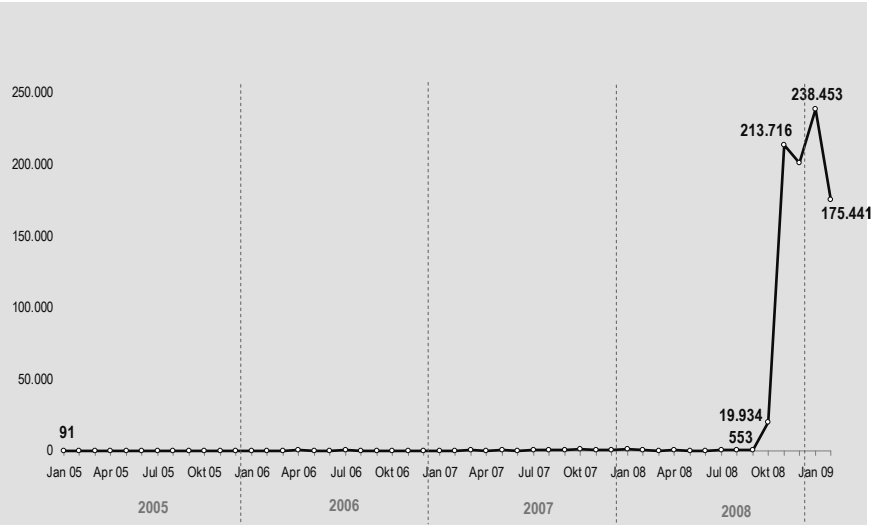
Die negativen Rückwirkungen aus der Realwirtschaft – insbesondere aus der besonders ausgeprägten Krise in Schwellenländern – auf die Banken führen zu einem regelrechten Teufelskreis. Um ihn zu durchbrechen, halten nicht nur die Ökonomen des IWF weitere und umfangreichere Maßnahmen zur Stützung der Kapitalkraft der Banken für unumgänglich.[4]

Tatsächlich spricht vieles dafür, dass die jüngst erfolgte Teilverstaatlichung der *Citigroup* und die in Deutschland beschlossene Gesetzesgrundlage für eine Enteignung im Falle der *Hypo Real Estate* nicht die letzten spektakulären Staatseingriffe im Bankensektor sein werden. Das Thema des Aufkaufs oder der Absiche-

4 *International Monetary Fund,* a. a. O.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

Abbildung 1: Einlagen bei der Europäischen Zentralbank in Mio. €



Quelle: Europäische Zentralbank.

Stand: März 2009.

rung „fauler" Wertpapiere, in welcher konkreten Ausgestaltung auch immer, ist schon deshalb im Moment nicht abschließend zu behandeln, weil im derzeitigen *adverse feedback loop* – sprich Teufelskreis – ständig neuer Abwertungsbedarf entsteht.

Daher ist es durchaus plausibel, wenn sich inzwischen Stimmen mehren, die statt weiterer begrenzter Einzelfallentscheidungen eine eindeutige Politik der zeitweisen Verstaatlichung zumindest der schwächeren Institute einfordern.[5] Zumindest für Deutschland erscheint dies im Augenblick überzogen, aber es ist schwer, hierzu eine Vorhersage zu treffen. Wie viele andere westeuropäische Banken sind auch deutsche Institute umfangreich im Kreditgeschäft mit osteuropäischen Ländern engagiert, aus denen sich alarmierende Signale häufen.

Ein Argument hat der Schritt hin zu einer klaren Politik der Verstaatlichung der am schwersten betroffenen Institute in jedem Fall für sich: Sie würde die inzwi-

5 Vgl. etwa *Richardson, M./Roubini, N.*: Nationalize the Banks! We're all Swedes Now, in: Washington Post vom 15. 02. 2009; *Kaletsky, A.*: Radical Surgery is Required to Save this Patient, in: The Times vom 12. 02. 2009; *Krugman, P.*: The Big Dither, in: New York Times vom 06. 03. 2009.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

schen schier endlose Debatte um eine angemessene Bewertung der inzwischen despektierlich als Sondermüll bezeichneten *bad assets* beenden.

Eine erfolgreiche Sanierung des Bankensektors ist zwingende Voraussetzung für die wirtschaftliche Erholung. Er wird seine Funktion für die Wirtschaft erst dann wieder erfüllen, wenn alle Abschreibungen getätigt sind und wieder genügend Kapital vorhanden ist. Gelingt dies nicht, könnten selbst die größten Konjunkturprogramme wirkungslos bleiben, wie die Analyse früherer Krisenverläufe zeigt: *„[...] deficit spending will be absorbed into the sinkholes in private sector balance sheets and will not become effective until those holes have been filled.“*[6] Aufgrund dieses Zusammenhangs sind auch die erheblichen Kosten der staatlichen Hilfsprogramme für die Banken gerechtfertigt: Sie müssen im Verhältnis betrachtet werden zu den Kosten einer anhaltenden Rezession.

III. Fiskalpolitik

Es würde an dieser Stelle zu weit führen, in die Diskussion darüber einzutreten, wann die konjunkturelle Erholung einsetzen wird und welchen Einfluss die weltweit aufgelegten staatlichen Konjunkturprogramme letztlich darauf haben werden. Wenig sinnvoll wäre es auch, hier erneut ihre Notwendigkeit zu diskutieren: Bei allen Zweifeln an der Wirkungsmacht dieser Programme müssen angesichts der weltweiten Situation selbst eingefleischte Konsolidierungspolitiker zugestehen, dass die Staaten wenigstens den Versuch unternehmen müssen, durch antizyklisches Verhalten einen Beitrag zur Verbesserung der Lage zu leisten. Oder, um eine an dieser Stelle jüngst erschienene Ausarbeitung zu zitieren: „Ein Finanzminister, der für den Katastrophenfall – denn darum handelt es sich dann – keinen Eventualhaushalt im Aktenkoffer hätte, würde seine Pflicht versäumen.“[7]

Klar ist: wenn die Erholung kommt, werden die Schuldenstände der Staaten weltweit auf bis dato ungeahnte Höhen gewachsen sein. Die Hauptursache dafür liegt neben den Kosten der Konjunkturprogramme vor allem im erheblichen Einbruch der Steuereinnahmen aufgrund der Wirtschaftskrise. Dies zumindest legt wiederum die historische Analyse nahe. *Carmen Reinhart* und *Kenneth Rogoff* haben in einer hoch interessanten Studie die aktuelle Situation mit insge-

6 *Leijonhufvud, A.*: No Ordinary Recession, 13. 02. 2009, http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3065.

7 *Abelshauser, W.*: Geschichte wiederholt sich nicht. Oder doch? Szenarien der Finanzmarktkrise, in: ZSE, 6/4 (2008), 565–576, hier 574.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

samt 18 Bankenkrisen nach dem zweiten Weltkrieg verglichen. Ihr Fazit: *„In fact, the big drivers of debt increases are the inevitable collapse in tax revenues that governments suffer in the wake of deep and prolonged output contractions, as well as often ambitious countercyclical fiscal policies aimed at mitigating the downturn."* Und: *„The much ballyhoed bank bailout costs are, in several cases, only a relatively minor contributor to post-financial crisis debt burdens."*[8]

Aufgrund der Notwendigkeit einer dann wieder strikteren Geldpolitik mit höheren Zinssätzen, auf die noch gesondert eingegangen wird, werden diese Staatsschulden besonders stark drücken und die realen Ausgabenspielräume empfindlich beschränken. Schon deshalb ist es wichtig, in der derzeitigen Situation zumindest so weit einen kühlen Kopf zu bewahren, dass man weiterhin jede staatliche Aktivität zur Krisenbekämpfung sorgfältig auf ihren Sinn und ihre Effizienz hin abklopft. Die zum Zeitpunkt der Niederschrift dieser Zeilen noch in der Diskussion befindliche staatliche Rettung von Untenehmen wie Opel oder Schaeffler/Continental dürfte einer solchen strengen Betrachtung schon deshalb nicht standhalten, weil diese und andere Unternehmen für die Gesamtwirtschaft keine mit Banken vergleichbare „Systemrelevanz" entfalten. Dem politisch verständlichen Impuls, nicht nur Banken, sondern auch Arbeitgeber der sprichwörtlichen „kleinen Leute" retten zu wollen, sollte daher, selbst im Wahljahr, besser widerstanden werden.

Dies gilt erst recht für den momentan wieder häufiger wahrnehmbaren Impuls in Richtung Steuersenkungen, sei es für die Unternehmen oder für die arbeitende Bevölkerung. Jeder ehrliche Politiker wird im Vorfeld der Bundestagswahl deutlich sagen müssen, dass in den kommenden Jahren dafür nicht der geringste Spielraum vorhanden sein wird.

Auch ohne ein Nachgeben an diesen Fronten wird das Defizit gewaltig genug, und es wird hinreichend schwer werden, seinen Abbau mit den notwendigen politischen Entscheidungen zu untersetzen. Erfahrungsgemäß dürfte von einigen Akteuren – wie auch in der Geldpolitik – noch weit in den Aufschwung hinein das Argument benutzt werden, man dürfe das zarte Pflänzchen Konjunktur nicht vorzeitig „abwürgen". Worauf es ankommen wird, hat zuletzt EZB-Präsident *Jean-Claude Trichet* in aller wünschenswerten Klarheit formuliert:

8 *Reinhart, C.M./Rogoff, K.S.*: The Aftermath of Financial Crises, NBER Working Paper 14656, Januar 2009.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

„Regarding the fiscal policy responses to the economic downturn, the euro area countries' updated stability programmes and recent addenda confirm the prospect of a sharp and broad-based deterioration in euro area public finances. A credible commitment to a path of consolidation in order to return to sound fiscal positions, respecting fully the provisions of the Stability and Growth Pact, is necessary to maintain the public's trust in the sustainability of public finances, which is important both for the economy to recover and for supporting long-term growth. […] It is important that clear deadlines are set for correction of the excessive deficits and that consolidation plans are based on firm and well-specified structural measures."[9]

IV. Geldpolitik

Zurück zu den jüngsten Beschlüssen der *Bank of England.* In einem im Internet veröffentlichten Briefwechsel verständigten sich in diesen Tagen der britische Schatzkanzler *Alistair Darling* und der Gouverneur der *Bank of England, Mervyn King,* auf eine Erweiterung des geldpolitischen Instrumentariums um das sogenannte *„quantitative easing"*: Im Umfang von bis zu 150 Mrd. £ kann die Notenbank nunmehr Unternehmens- und Staatsanleihen aufkaufen, mit der Hälfte dieses Betrages beginnt sie umgehend.[10] Die Medien bezeichnen diese Strategie, vergröbernd aber plastisch, als „Geld drucken" bzw. „Anwerfen der Notenpresse".

Vor dem Hintergrund der Tatsache, dass die *Bank of England* am gleichen Tage eine Senkung des Leitzinses auf 0,5 % verkündet hat, hielt man dieses Signal offenbar für unumgänglich, um die weiterhin vorhandene geldpolitische Handlungsfähigkeit in der Krisenbekämpfung zu demonstrieren. Die US-Notenbank *Fed,* die im großen Stil Anleihen aufkauft und dreistellige Milliardenbeträge für Konsumentenkredite bereitstellt, weist den Begriff *„quantitative easing"* zurück: *Ben Bernanke* spricht lieber von *„credit easing"*.[11] Er will so auf die Unterschiede der derzeitigen Situation zu derjenigen in Japan zu Beginn dieses Jahrzehnts verweisen: im Fokus stehe nicht der Umfang der Reserven der Banken, vielmehr wolle die *Fed* gezielt die Kreditkonditionen für Unternehmen und Verbraucher beeinflussen.

9 *Trichet, J.-C.*: Introductory Statement, 05. 03. 2009, http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2009/html/is090305.en.html.

10 Mitteilung der Bank of England vom 05. 03. 2009, http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2009/019.htm.

11 *Bernanke, B.*: Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, 13. 01. 2009, http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

Wie auch immer man es benennt – wir befinden uns in einer Situation, in der die Notenbanken die Verlängerung der eigenen Bilanz einsetzen, um Liquidität zu schaffen. Dies tut – auf unspektakuläreren Wegen – auch die Europäische Zentralbank, die von direkter Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte sowie dem Aufkauf von Anleihen bislang absieht. Auch wenn ernst zu nehmende Stimmen wie der Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung DIW, *Klaus Zimmermann,* inzwischen den Einsatz genau dieser Instrumente fordern,[12] halte ich diese Zurückhaltung für richtig und hoffe, dass sie aufrecht erhalten werden kann. Gerade aus deutscher Perspektive empfinde ich ein deutliches Unwohlsein gegenüber groß angelegter „Geldproduktion“: Der Missbrauch solcher Instrumente, man denke an die „Mefo-Anleihen“ des Notenbankpräsidenten *Hjalmar Schacht,* hat in Deutschland schon einmal zu einer großen Inflation geführt.

Die Politik der quantitativen Lockerung wird in jedem Falle eine der besonderen Lage geschuldete Episode bleiben müssen, der Leitzins wird auch künftig Hauptinstrument der Geldpolitik sein. Im komplexen Wechselspiel zwischen Leitzins, Inflationserwartungen und tatsächlicher Inflation lassen sich grundsätzlich zwei Fehler machen: Man unterschätzt die Wahrscheinlichkeit eines Deflationsszenarios, lässt die Zinssätze zu hoch und steigert damit die Deflationstendenz – oder man überschätzt diese Wahrscheinlichkeit, senkt den Zins zu stark und legt damit die Basis für erneute Blasenbildung. Mit Blick auf die Entstehung der aktuellen Krise und den Beitrag, den die amerikanische Geldpolitik hierzu geleistet hat, erscheint es sehr angemessen, dass die EZB bislang nicht zur Nullzinspolitik à la *Fed* und *Bank of England* übergegangen ist.

Solide Zinssätze, real etwa bei 4 oder 4,5 %, hätten den irrationalen Überschwang der Märkte, der in die Krise führte, niemals entstehen lassen. Das Phänomen der *asset price inflation* wäre so nicht entstanden, es hätten nicht Millionen Amerikaner Häuser gebaut, die sie sich eigentlich nie leisten konnten.

Dieses mäßigende Element einer bestimmten Zinshöhe ist vielleicht das bedeutendere Argument als die Vorbeugung von Inflation: Szenarien überbordender Inflation erscheinen auch künftig schon aufgrund des anhaltenden Lohndrucks im globalen Weltmarkt wenig wahrscheinlich.

12 „EZB-Zinspolitik bald an kritischem Punkt“, Handelsblatt Online vom 06. 03. 2009, http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur-nachrichten/ezb-zinspolitik-bald-an-kritischempunkt;2191420.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

V. Schlussbemerkungen

Wer vor zwei Jahren gewagt hätte, die heutige Bedeutung des Konzepts der Konjunkturbeeinflussung mit Mitteln der Fiskalpolitik vorherzusagen, wäre verspottet worden. Dies sollte aber den Blick auf die Geldpolitik nicht verstellen, denn sie ist letztlich wichtiger, wenn es darum geht, aus der Entstehung dieser globalen Krise zu lernen und Konsequenzen für künftige Präventionsstrategien abzuleiten.

Natürlich ist es wichtig und richtig, bislang unterregulierte Bereiche der Finanzmärkte nun international koordiniert unter Kontrolle zu bringen – mit hoffentlich möglichst einfachen und transparenten Mechanismen. Rechtsfreie Räume müssen beseitigt, die Krallen der Aufsichtsbehörden geschärft werden. Wichtiger noch ist es, die Eigenkapitalregeln zu verschärfen – das Konzept der risikogewichteten Aktiva ist zu überprüfen, es sollte ernsthaft über eine generelle Mindestunterlegung jeder Art von Bankgeschäft mit 10 % Eigenkapital nachgedacht werden. Eine gute Dosis Konservatismus bei den Bilanzregeln wäre heilsam – *Schmalenbachs* Bilanztheorie und das deutsche Handelsgesetzbuch hätten vor Einigem schützen können. Letztlich geht es um einen Puffer an Sicherheit: Als die Statiker noch nicht so präzise rechnen konnten wie heute, haben sie höhere Sicherheitsaufschläge einkalkuliert. Man spürt den Unterschied, wenn man das seit bald 2000 Jahren stehende Pantheon in Rom mit den Einkaufszentren unserer Tage vergleicht.

Aber: jenseits technischer und regulatorischer Konsequenzen wird sich auch die Geldpolitik der Notenbanken, insbesondere diejenige der *Fed,* verändern müssen. *Alan Greenspan* hatte mit seinem Ansatz zwei Jahrzehnte lang Erfolg, was den verbreiteten Glauben nährte, man habe das Rezept zur Beherrschung des Konjunkturzyklus gefunden. Doch seine Politik trug zum Aufbau genau jener Risiken bei, die sich inzwischen auf so fatale Weise materialisiert haben.[13] Es bestätigt sich eine Gesetzmäßigkeit, nach der der Mensch dazu tendiert, ein Risiko, das für längere Zeit nicht eintritt, für unmöglich zu halten – bis der schwarze Schwan schließlich vor ihm steht.[14]

Die – salopp gesagt – Krisenbekämpfung durch Geldschwemme ist in dieser Situation zwar notwendig, aber eben auch paradox: Die Krise wird letztlich mit

13 Vgl. etwa die Analyse von *Taylor, J.B.*: The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong, NBER Working Paper 14631, Januar 2009.

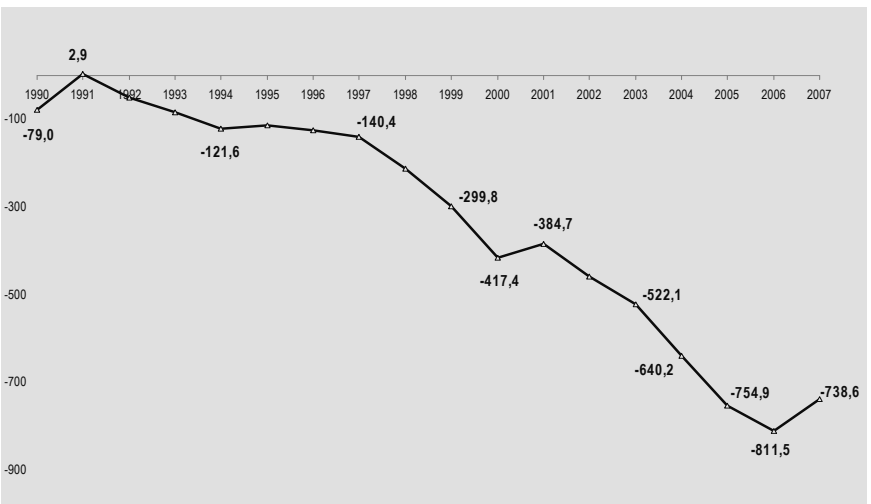
14 *Taleb, N.N.*: Der schwarze Schwan. Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse, München, 2008.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

den gleichen Mitteln bekämpft, die sie verursacht haben. Umso mehr lohnt sich das Nachdenken über die Zeit danach. Zum richtigen Zeitpunkt muss die Geldpolitik die Zügel wieder anziehen; wer diesen Zeitpunkt exakt benennen kann, ist Kandidat für einen Nobelpreis. Das Ende des billigen Geldes wird auch die Staatsverschuldung wieder teurer machen – was bittere Kosten, vielleicht aber auch heilsame Disziplin mit sich bringen wird.

Der Schlüssel bezüglich einer Geldpolitik, die geeignet ist, künftigen Krisen vorzubeugen, liegt meines Erachtens in den USA, dem Mutterland der Krise. Je nach ordnungspolitischem Standpunkt des Betrachters fällt natürlich die Ursachenanalyse höchst unterschiedlich aus. Ich bin der Meinung, dass die Krise insbesondere durch zu laxe Geldpolitik und unzureichende Kapitalbildung verursacht wurde. Nobelpreisträger *Paul Krugman* dagegen meint, dass der Sparüberschuss in Fernost die eigentliche Ursache sei.[15] Entsprechend muss aus meiner Sicht im Zentrum der langfristigen Krisenbekämpfung die Anpassung der US-amerikanischen Nachfrage an die realwirtschaftlichen Möglichkeiten stehen – während *Krugman* die Beeinflussung des Sparverhaltens in Fernost und auch in Deutschland als die eigentliche Herausforderung sieht.

Abbildung 2: Leistungsbilanzdefizit der USA in Mrd. US$



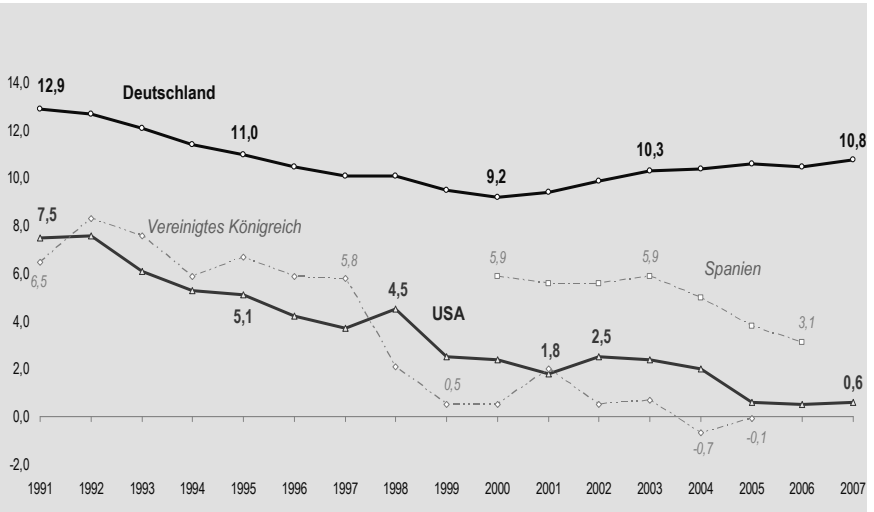
Quelle: Internationaler Währungsfonds. *Stand:* Februar 2009.

15 *Krugman, P.*: Revenge of the Glut in: New York Times vom 02. 03. 2009.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.

Die Frage ähnelt derjenigen nach der Henne und dem Ei. Zwar ist es richtig, dass viel ausländisches Kapital in die USA kam – aber dazu gehören immer zwei. Es wäre nicht so gekommen, wie es kam, wenn die Amerikaner selbst gespart und nicht ein immenses Leistungsbilanzdefizit zugelassen hätten (vgl. *Abbildungen 2 und 3)*.

Abbildung 3: Sparquoten privater Haushalte im Vergleich (Angaben in v. H.)



Quelle: Deutsche Bundesbank (Deutschland); OECD Factbook 2008 (Spanien, USA, Vereinigtes Königreich).

Stand: Februar 2009.

Ihre sich jetzt kumulierende Staatsverschuldung werden sich die Amerikaner nur leisten können, wenn sie beginnen zu sparen. Wenn und solange es als normal gilt, zwei bis drei Monatsgehälter Kreditkartenschulden zu haben, das Auto auf Pump zu kaufen und obendrein ohne jedes Eigenkapital ein Haus per 100 %-Hypothek zu finanzieren – solange spart natürlich auch niemand. Ein Realzins von mindestens 3 % in den USA, eine Finanzierungsgrenze für Eigenheime bei 80 % des Beleihungswertes und eine Abschaffung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Schuldzinsen hätten eine sichere Folge: Die Nachfrage nach Häusern würde sich auf den tatsächlichen Bedarf reduzieren, spekulative Blasen entfielen. Das wäre eine tauglichere Risikovorsorge als manches komplexe Reformprogramm.

https://doi.org/10.5771/1610-7780-2009-1-121
Generiert durch IP '18.226.165.169', am 12.10.2024, 07:58:16.
Das Erstellen und Weitergeben von Kopien dieses PDFs ist nicht zulässig.