

Gerhard Illing

Geld- und Fiskalpolitik in der Krise

„Staaten, die über einen fiskalpolitischen Handlungsspielraum verfügen, sollten ihn nun entschieden nutzen, um das Wirtschaftswachstum durch Stimulierung öffentlicher Investitionen in Gang zu bringen“, empfahl Gerhard Illing, Professor für Volkswirtschaft an der Universität München, im Rahmen der Tagung „Krisen der Weltwirtschaft“ am 13. März 2010 in der Akademie für Politische Bildung in Tutzing. Darüber hinaus hält Illing eine umfassende Regulierung der Finanzindustrie für unabdingbar. „Die entscheidende Herausforderung besteht darin, die Geldpolitik abzukoppeln von Fragen der Finanzstabilität. Ein robustes, krisenresistentes Finanzsystem ist zwingende Voraussetzung, um die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik zurückzugewinnen.“

► Die kurzfristige Stabilisierung ist dank massiver Stützungsmaßnahmen erfolgreich gelungen. Aber die Weltwirtschaft hängt derzeit am Tropf staatlicher Garantien. Kernproblem ist ein Konflikt zwischen Preis- und Finanzmarktstabilität: Die labile Konjunktur würde eigentlich niedrige Zinsen erfordern; niedrige Zinsen ermuntern aber die Akteure auf den Finanzmärkten zu riskanten „Carry Trades“. Die entscheidende Herausforderung besteht daher darin, die Geldpolitik abzukoppeln von Fragen der Finanzstabilität. Ein robustes, krisenresistentes Finanzsystem ist zwingende Voraussetzung, um die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik zurückzugewinnen. Die umfassende Regulierung der Finanzindustrie ist für die Funktionsfähigkeit moderner Geldpolitik unabdingbar.

Doch zunächst ein Blick zurück: Wie ist es zur Finanzkrise gekommen? Mit dem Zusammenbruch des New Economy Booms kam es in den USA Anfang des neuen Jahrtausends zu einem jähen Absturz der Aktienkurse und einem starken Einbruch der Konjunktur. Doch überraschend schnell gelang wieder eine wirtschaftliche Stabilisierung. Gestützt durch eine Politik aggressiver Zinssenkungen der amerikanischen Zentralbank, erholte sich die Konjunktur rasch. Motor dieser Erholung waren ein Konsum- und Bauboom, begleitet von einem spektakulären Produktivitätswachstum in der Finanz- und Konsumindustrie.

Die amerikanische Wirtschaft erwies sich scheinbar als erstaunlich robust; der Boom zog Finanzinvestoren aus aller Welt an. Doch das hohe Wachstumstempo ging mit einem dramatischem Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors

einher: Die Gesamtverschuldung der privaten Haushalte, gemessen am verfügbaren Einkommen, stieg in den USA von 60 Prozent um 1970 auf über 130 Prozent im Jahr 2007 – fast ausschließlich getrieben durch mit Immobilien besicherter Verschuldung. Im Gleichschritt schnellten entsprechend auch die Immobilienpreise immer weiter in die Höhe. Viele Experten sahen in dieser Entwicklung das wunderbare Wirken der unsichtbaren Hand moderner Finanzinnovationen: Sie ermöglichten, so die These, dank komplexer Verbriefungsmethoden eine effizientere Kreditvergabe mit verbesserter Risikoeinschätzung und -streuung. Auf jeden Fall verschafften sie vielen Finanzinstituten vor allem im unregulierten Schattenbank-Sektor traumhafte Eigenkapitalrenditen durch hohe, kurzfristige Fremdfinanzierung.

Mit dem Einbruch der Immobilienpreise ab Mitte 2006 setzte sich aber allmählich die Erkenntnis durch, dass vermeintliche Wertsteigerungen vielfach nur auf Sand gebaut waren. Eine laxen Regulierung der Finanzmärkte, unterstützt durch eine Politik niedriger Zinsen, hatte eine beispiellose Blase im Finanzsektor und auf dem Immobilienmarkt ausgelöst, die durch globale Ungleichgewichte – hohe Überschussersparnis in vielen asiatischen Ländern wurden überwiegend in den USA angelegt – noch verstärkt wurde.

Weil viele Finanzinstitute aufgrund kurzfristiger Finanzierung und hoher Verschuldung über keine „Puffer“ verfügten, um Schocks abzufedern, kam es nach dem starken Verfall der privaten Vermögenswerte zu einem gefährlichen Prozess des Deleveraging. Der Zwang zum Verkauf ließ die

» Die Weltwirtschaft hängt derzeit am Tropf staatlicher Garantien. «

Preise vieler verbriefteter Wertpapiere weiter verfallen. Als der Markt für Refinanzierung austrocknete und damit ein erheblicher Teil des Schattenbankensektors zusammenbrach, gerieten viele Finanzinstitute in Bankrottgefahr mit dem Risiko von Ansteckungseffekten.

Überschuldete Haushalte schränkten ihren Konsum ein; gleichzeitig gingen aber auch die privaten Investitionen zurück – es setzte eine Umkehr von negativer zu positiver privater Nettoersparnis ein. Auf lange Frist wäre eine solche Trendwende gerade Indiz eines erwünschten Anpassungsprozesses zum Abbau von Ungleichgewichten. Eine Hauptsorge vieler Experten, die schon lange vor dem Aufbau globaler Ungleichgewichten gewarnt haben, bestand aber gerade darin, dass dieser Prozess abrupt einsetzt und damit kurzfristig zum Ausfall privater Nachfrage mit dramatischer Unterauslastung der Volkswirtschaft führt.

Genau dieser Mechanismus kam im Verlauf der Finanzkrise 2007/2008 weltweit in Gang. Aufgrund der internationalen Vernetzung von Finanz- und Handelsströmen verbreitete sich die Finanzkrise rasch über die ganze Welt. Im Herbst 2008, nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers, war die Gefahr am greifbarsten, dass die Realwirtschaft sowohl in den Industrie- wie den Entwicklungsländern von einer gefährlichen Abwärtslawine erfasst wird, die eine drohende Rezession in eine große Depression verwandeln könnte.

Wie sieht eine angemessene Reaktion auf solch ein Szenario aus? Manche Ökonomen warnten selbst im Herbst 2008 – dem Höhepunkt der Krise – vehement vor staatlichen Stützungsmaßnahmen. Insbesondere Vertreter der Chicago-Schule plädierten dafür, endlich das freie Spiel der Marktkräfte entfalten zu lassen und sammelten sogar Unterschriften gegen lästige Staatseingriffe. Ähnlich wie Joseph Schumpeter zu Beginn der großen Depression Anfang der 1930er Jahre sahen sie die Chance einer großen Reinigungskrise gekommen. Die Pleite maroder Finanzinstitute würde endlich richtige Anreize für Finanzmarktakteure setzen; die Rezession wiederum biete die Chance, Arbeitskräfte aus unnützen Tätigkeiten in produktivere Sektoren zu treiben. Führe dies zu einem Anstieg der Arbeitslosenquote, so liege dies einfach daran, dass die Arbeiter nach der Panik auf den Finanzmärkten Zuflucht in Freizeit („Great Vacation“) suchen.

Diese Argumentation basiert auf der Überzeugung, dass die Wirtschaft von selbst jederzeit zu einem stabilen Vollbeschäftigungsgleichgewicht zurückkehrt. Nachfrageschocks können demnach selbst kurzfristig keine realen Effekte haben. Höhere Staatsausgaben wirken allenfalls schädlich, weil sie die private Nachfrage verdrängen. Dieses einfache Weltbild hat den Charme, als Lösung ein ganz simples Rezept

anzubieten: Das Verschlanken des Staats und der Abbau von Regulierungshemmnissen werden als solide Basis für den nächsten Boom propagiert, obwohl genau dieser Ansatz die jüngste Finanzkrise entscheidend mit ausgelöst hat.

Schon die Erfahrungen während der Depression in den 1930er Jahren haben deutlich gemacht, dass Kontraktionen in Krisenzeiten kontraproduktiv wirken. Ein Abwürgen der Konjunktur kann eine gefährliche negative Abwärtsspirale auslösen. Der einfache Trugschluss von der Mikro- auf die Makroebene funktioniert nicht, wenn individuelle Tugend – ein Anstieg der gewünschten Ersparnis – gesamtwirtschaftlich als Folge externer Effekte in einen Teufelskreis – einen Rückgang der Gesamtproduktion – mündet. Bereits John Maynard Keynes hat dieses Sparparadox beschrieben und gezeigt, wie sich negative Nachfrageeffekte wechselseitig über Multiplikatoreffekte verstärken können. Diese Einsichten sind zu einem Grundbaustein der modernen Makroökonomie geworden, dem dynamischen Modellansatz der neuen Keynesianischen Makroökonomie.

Es verwundert daher nicht, dass während der Finanzkrise unter fast allen Makroökonomien einhellig Konsens darüber bestand, dass rasche Stützungsmaßnahmen notwendig sind, um ein Desaster zu verhindern. Die Finanzkrise stellte die Wirtschaftspolitik vor drei zentrale Herausforderungen: Erstens: Die Stabilisierung des Finanzsektors sowie zweitens die Stabilisierung der Konjunktur durch die Geldpolitik und drittens durch die Fiskalpolitik. Starker Dissens herrschte allerdings über die Frage, in welchem Ausmaß die verschiedenen Maßnahmen konkret genutzt werden und wie rasch sie wieder abgebaut werden sollten. Der Grund für lebhaftes Kontroversen liegt darin, dass es keine simplen Rezepte gibt, sondern ein komplexes Abwägen nötig ist zwischen dem, was kurzfristig angemessen und dem, was langfristig wünschenswert ist.

» Es gibt keine simplen Rezepte. «

Es verwundert daher nicht, dass während der Finanzkrise unter fast allen Makroökonomien einhellig Konsens darüber bestand, dass rasche Stützungsmaßnahmen notwendig sind, um ein Desaster zu verhindern. Die Finanzkrise stellte die Wirtschaftspolitik vor drei zentrale Herausforderungen: Erstens: Die Stabilisierung des Finanzsektors sowie zweitens die Stabilisierung der Konjunktur durch die Geldpolitik und drittens durch die Fiskalpolitik. Starker Dissens herrschte allerdings über die Frage, in welchem Ausmaß die verschiedenen Maßnahmen konkret genutzt werden und wie rasch sie wieder abgebaut werden sollten. Der Grund für lebhaftes Kontroversen liegt darin, dass es keine simplen Rezepte gibt, sondern ein komplexes Abwägen nötig ist zwischen dem, was kurzfristig angemessen und dem, was langfristig wünschenswert ist.

Rettungspakete für den Finanzsektor

Der Trade Off zwischen kurzfristiger Stabilisierung und langfristiger Strukturänderung wird plastisch deutlich bei der Gestaltung der Rettungspakete für die Finanzindustrie. Es geht dabei um eine schmale Gratwanderung zwischen angemessener Regulierung des Finanzsektors und dem Risiko einer Kreditklemme. Das kurzfristige Interesse liegt darin, durch Stützung der Finanzindustrie die Kreditvergabe wieder in Gang zu setzen und so eine Kreditklemme zu verhindern. Am schnellsten könnte dies durch eine rasche Rückkehr zum Modell vor der Krise gelingen – etwa durch Maßnahmen, die den Schattenbankensektor und die Verbriefungsaktivitäten wieder in Gang setzen. Der Verzicht auf Strukturänderungen verspricht kurzfristig eine rasche Erholung. Eine

solche Rückkehr zum alten Modell birgt aber mittel- bis langfristig die Gefahr des Aufbaus einer neuen Blase – genau so, wie nach dem Zusammenbruch der New Economy die Immobilienblase entstanden ist. Sie ermuntert die Akteure in der Finanzindustrie dazu, erneut exzessive Risiken einzugehen, so dass die Realwirtschaft beim Platzen der nächsten Blase noch dramatischer abzustürzen droht – mit fatalen destabilisierenden Auswirkungen.

Es ist ein interessantes Paradox, dass die Risiken eines erneuten langfristigen Zusammenbruchs umso höher sind, je erfolgreicher die kurzfristige Stabilisierung gelingt. Umgekehrt birgt ein Paradigmenwechsel mit starker Regulierung der Finanzindustrie das Risiko, durch Innovationshemmnisse den Aufschwung abzuwürgen und so eine Periode lang andauernder Stagnation mit niedrigen Wachstumsraten einzuleiten.

Auf kurze Sicht waren die Rettungspakete überaus erfolgreich. Die Aktienkurse vieler Banken haben sich mittlerweile schon wieder prächtig erholt. Dieser Erfolg ist aber nur der massiven Ausweitung staatlicher Garantien zu verdanken. Kernfrage bei allen Rettungspaketen ist die Frage, wer letztlich die Verluste trägt. Viele Maßnahmen weltweit haben die Verluste den Steuerzahlern aufgebürdet, ohne sie adäquat an zukünftigen Erträgen partizipieren zu lassen. Letztere fließen größtenteils den Anteilseignern und Gläubigern zu. Damit wurde private in staatliche Verschuldung umgewandelt – eine Sozialisierung der Verluste im Finanzsektor, die mit einem starken Anstieg der Staatsverschuldung erkauft wird. Diese asymmetrische Behandlung verstärkt das Risiko noch weit gravierenderer Krisen in der Zukunft.

Die direkten Kosten der Rettungspakete (in Form von Kapitalzufuhr, staatlichen Übernahmen sowie explizite, aber auch implizite staatliche Garantien) sind – gemessen als Anteil am Bruttoinlandsprodukt – wesentlich höher als die der Konjunkturpakete.

Clevere Politik sollte einen Mittelweg suchen, um Extreme wie staatliche Garantien zur Sozialisierung der Verluste einerseits, Risiko eines Absturzes ohne Garantien andererseits, zu vermeiden. Ein wichtiger Bestandteil einer solchen Lösung besteht darin, durch pro-zyklische Eigenkapitalvorschriften die inhärente Instabilität durch Pro-Zyklizität des Finanzsektors zu dämpfen: Die Forderung nach höherer Eigenkapitalhaltung in Boomzeiten könnte genutzt werden, um der Finanzindustrie Anreize zum Aufbau von Puffern als automatische Stabilisatoren zum Abfedern von Schocks zu geben.

Ebenso wichtig ist die Einführung glaubwürdiger Insolvenzmechanismen zur Zählung des Moral Hazard Problems. Die Pleite von Lehman Brothers, eigentlich intendiert als

Demonstration dafür, dass selbst große (Investment-)Banken dem Solvenz-Risiko ausgesetzt werden, wurde zur eindrucksvollen Illustration der Unmöglichkeit, im bestehenden System die Verpflichtung glaubwürdig umzusetzen, große fragile Institute nicht zu stützen. Angesichts der drohenden Ansteckungsgefahren musste unmittelbar nach dem Zusammenbruch von Lehman die größte amerikanische Versicherung AIG vom Staat übernommen und ein 700-Milliarden-Dollar-Bailout-Plan für die Finanzindustrie präsentiert werden. Die Fed sah sich zudem gezwungen, alle Einlagen bei Geldmarktfonds zu garantieren und ihre Liquidität massiv auszuweiten. Das Wissen um die Sozialisierung systemischer Verluste führt das Geschäftsmodell des kapitalistischen Finanzsystems aber ad absurdum. Solange Teile des Bankensystems nicht dem Bankrottrisiko ausgesetzt sind, bedeutet dies, dass Gewinne privatisiert, Verluste aber sozialisiert werden.

Ein solches System erzeugt massive Anreizverzerrungen und untergräbt die demokratische Legitimation. Da jede Ankündigung, in Zukunft anders zu handeln, dynamisch nicht konsistent ist, bleiben als wirksame Lösung nur eine umfassende Regulierung aller fragilen Finanzinstitute, etwa eine Aufspaltung der systemisch relevanten Institute.

Einfluss der Geldpolitik

Zeitgleich mit den Rettungspaketen hat auch die Geldpolitik massiv zur Stützung der Finanzindustrie beigetragen.

Weil in vielen Staaten die Zinsen bereits auf die Untergrenze von Null gefallen waren, mussten die Zentralbanken zu unkonventionellen Maßnahmen greifen. Sie weiteten ihre Bilanz in noch nie gekanntem Umfang aus.

Die amerikanische Fed erhöhte ihre Bilanzsumme in kurzer Zeit von 900 Milliarden Dollar auf 2,3 Billionen Dollar. Auch die Europäische Zentralbank zog nach und stellte massiv Liquidität bereit.

Das primäre Ziel der Ausweitung der Geldbasis lag darin, durch den massiven Aufkauf privater Anleihen den Markt für verbriefte Wertpapiere wieder in Gang zu setzen, der in der Finanzkrise völlig zusammengebrochen war. So hält die amerikanische Zentralbank in ihrer Bilanz mittlerweile verbrieft Immobilienkredite MBS im Umfang von 1,25 Billionen Dollar. Der Versuch, die Risiko-Aufschläge zu senken, war überaus erfolgreich. Viele Spreads sind heute wieder auf das Niveau vor der Krise gesunken. Dieser Erfolg beruht aber de facto wieder auf staatlichen Garantien. Letztlich ist die Bilanzausweitung eine quasi-fiskalische Aktion der Zentralbanken: Sie übernehmen damit implizite Garantien für die Funktionsfähigkeit bestimmter Märkte. Der Aufkauf von Immobilienanleihen durch die Fed ist de facto eine staatliche

» Die Zentralbanken mussten zu unkonventionellen Maßnahmen greifen. «

Stützung des privaten Hypotheken-Markts im Bemühen, die Zinsen für langfristige Hypotheken-Kredite auf niedrigem Niveau zu stabilisieren und so einen weiteren Einbruch der Immobilienpreise zu verhindern. Viele Ökonomen sahen den Vorzug der Geldpolitik im Vergleich zur Fiskalpolitik darin, dass sie sich neutral verhalte, weil sie nicht in Marktmechanismen eingreife. Die aktuelle Entwicklung ist eine eindringliche Widerlegung dieser These.

Die enorme Ausweitung der Geldbasis weckt in manchen Kreisen der Öffentlichkeit Furcht vor Inflation. Im Vertrauen auf tradierte Lehrbuchweisheiten befürchten sie, die Ausweitung der Geldbasis führe über den Geldschöpfungsmultiplikator zu einer entsprechenden Ausweitung der Geldmenge und damit letztlich zu Inflation. Alt vertraute Lehrbuchweisheiten sind aber wenig hilfreich, um die unkonventionellen Maßnahmen der Zentralbanken zu verstehen. Die zusätzliche Liquidität der Banken wird derzeit wieder bei den Zentralbanken angelegt; sie setzt sich also nicht in zusätzlicher Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft um. Im Gegenteil – die Kreditvergabe der Banken geht sogar zurück.

Gemessen am Ziel, die Kreditvergabe an die Realwirtschaft wieder in Gang zu setzen, war die Geldpolitik bislang somit keineswegs erfolgreich. Selbst die Wachstumsrate der Geldmenge M3 im Euroraum ist mittlerweile auf Null gesunken. Weltweit sind die Inflationsraten rückläufig. Aktuell gibt es auch keinerlei Anzeichen für den Anstieg der Inflationserwartungen im Verlauf der nächsten Jahre, egal ob gemessen anhand der Differenz zwischen nominalen und indexierten Staatsanleihen oder anhand von Umfragen. Die langfristigen Zinsen für Staatsanleihen sowohl in den USA wie im Euroraum befinden sich im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau.

Die entscheidende Frage ist die der angemessenen Exitstrategie: Wird den Zentralbanken das richtige Timing für den Ausstieg gelingen? Werden sie zu früh auf eine restriktive Politik umsteigen und so einen zarten Aufschwung wieder abwürgen oder werden sie zu spät damit beginnen, die Zinsen wieder zu erhöhen und damit steigende Inflation riskieren?

Offensichtlich besteht aktuell ein Konflikt zwischen Preis- und Finanzmarktstabilität: Die labile Konjunktur würde eigentlich niedrige Zinsen erfordern; niedrige Zinsen ermuntern aber die Akteure auf den Finanzmärkten im Wissen um die Sozialisierung der Verluste in der Finanzindustrie zu riskanten „Carry Trades“.

Die entscheidende Herausforderung besteht daher darin, die Geldpolitik abzukoppeln von Fragen der Finanzstabilität. Ein robustes, krisenresistentes Finanzsystem ist zwingende Voraussetzung, um die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik zurückzugewinnen. Die umfassende Regulierung der Finanzindustrie ist also auch für die Funktionsfähigkeit moderner Geldpolitik unabdingbar.

Renaissance keynesianischer Konjunkturprogramme

In der Finanzkrise wurden auch milliardenschwere Konjunkturpakete verabschiedet, um die Nachfrage zu stimulieren. Die direkten diskretionären Ausgaben, gemessen als Anteil am Bruttoinlandsprodukt, fallen im Vergleich zu den Finanzhilfen relativ niedrig aus. Während Deutschland anfänglich sehr zurückhaltend mit dem Einsatz diskretionärer Maßnahmen war, zählt es nach dem Verabschieden zweier Konjunkturpakete zu den aktivsten Staaten. Dies gilt insbesondere unter Berücksichtigung der automatischen Stabilisatoren, die hier ein wesentlich stärkeres Gewicht haben als etwa in den USA. Weil dort die einzelnen Bundesstaaten in Rezessionen ihre Ausgaben drastisch einschränken müssen, haben die Konjunkturpakete der US-Regierung letztlich nur den Ausgaberrückgang der Bundesstaaten aufgefangen.

Auch in der Fiskalpolitik sind keine einfachen Rezepte verfügbar, notwendig ist ein sorgfältiges Abwägen. Konjunkturprogramme belasten den Staatshaushalt. Wenn sie in Zukunft nicht zurückgefahren werden, führen sie langfristig zu entsprechenden Steuerbelastungen und können so Verdrängungseffekte auslösen. Für antizyklische Fiskalprogramme jedoch, die langfristige staatliche Investitionen in Zeiten der Unterauslastung der Gesamtwirtschaft tätigen, gilt dies jedoch gerade nicht. Eine wesentliche Voraussetzung für die Wirksamkeit der Fiskalpakete besteht deshalb in der Konzeption eines langfristigen Konsolidierungsprogramms, also einem glaubwürdiger Abbau der Schuldenquote in Boomzeiten. Ganz analog zur Forderung nach pro-zyklischen Eigenkapitalvorschriften im Finanzsektor ist der Aufbau eines Puffers in guten Zeiten – der Abbau der Staatsverschuldung – eine wichtige Voraussetzung für die Fähigkeit zum Abfedern von Schocks in Krisenzeiten. Diese Einsicht darf aber nicht zum Fehlschluss verleiten, auf das Abfedern von Schocks zu verzichten. Gerade Staaten, die über fiskalpolitischen Handlungsspielraum verfügen, sollten ihn nun entschieden nutzen, um das Wirtschaftswachstum durch Stimulierung öffentlicher Investitionen wieder in Gang zu bringen und auf diese Weise gerade einen Anstieg der Schuldenquote zu verhindern.

Prof. Dr. Gerhard Illing

Gerhard Illing, geboren 1955, ist seit 2001 Inhaber des Lehrstuhls für Makroökonomie an der Ludwig-Maximilians-Universität in München. Illing hat Volkswirtschaftslehre in München und Cambridge studiert und nach seiner Habilitation 1991 in München als Professor in Bamberg, Frankfurt und München gearbeitet. Seine Hauptforschungsthemen sind die Geldtheorie und Geldpolitik. Illing ist Herausgeber und Autor zahlreicher Bücher und wissenschaftlicher Aufsätze; zu seinen bekanntesten Werken zählt das Lehrbuch „Makroökonomie“, das er zusammen mit Olivier Blanchard verfasst hat.

