

Greenspan's Geldpolitik war es nicht

von

Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker

Wirtschaftsdienst, Dezember 2008

Geld und die Finanzmarktkrise

Die Bundeskanzlerin (in der Süddeutschen Zeitung vom 13. 11. 2008) und der Sachverständigenrat (Ziffer 8 des Jahresgutachtens 2008) sind sich sicher: Zu viel Geld war eine wichtige Ursache der gegenwärtigen Krise. Zwar gab es auch eine vor allem von den Amerikanern und Engländern zu verantwortende unzureichende Regulierung der Finanzmärkte, die durch weltweit abgestimmte Reformen und Kontrollen des Finanzsystems abgestellt werden muss, aber ohne die amerikanische Politik des billigen Geldes, die im Jahre 2001 begann, wäre es zu diesen Exzessen nicht gekommen.

Wären die amerikanischen Zinsen, so geht die Argumentation konkret, nicht jahrelang so niedrig gewesen, wäre die massenhafte Vergabe unseriöser Kredite in den USA nicht so einfach und attraktiv gewesen. Dann hätten die amerikanischen Verbraucher nicht dermaßen auf Pump leben können und es wäre folglich nicht zu einer so gewaltigen Auslandsverschuldung der USA und damit zu einer enormen Streuung der Krise über die ganze Welt gekommen. Es sei also glattes Staatsversagen – zum einen in Form laxer Geldpolitik, zum anderen in Form laxer Regulierung und Kontrolle des Finanzsektors –, das in dieses Desaster geführt habe. Folglich wird das im Vergleich zu den USA zögerliche Vorgehen der Europäischen Zentralbank im damaligen und im heutigen Zinssenkungsprozess gerechtfertigt.

Diese Theorie ist aus vielen Gründen falsch. Aber selbst wer sie für richtig hält, muss sich die Frage stellen, wie sich die Weltwirtschaft in den vergangenen sechs Jahren entwickelt hätte, wenn die amerikanische Notenbank während und nach der dotcom-Krise nicht so energisch auf Expansion umgeschaltet hätte, wie sie es tat. Offenbar hätte es dann den sechs Jahre dauernden weltweiten Aufschwung und die gut drei Jahre währende Erholung in Deutschland nicht in der gleichen Form gegeben. Denn fast alle übrigen wichtigen staatlichen Akteure – von der europäischen Zentralbank über die Fiskalpolitik in den meisten europäischen Industrieländern bis hin zur japanischen Deflationspolitik – standen auf der konjunkturellen Bremse.

Insbesondere Deutschland hätte weitere Jahre mit einem Wirtschaftswachstum unterhalb der gesamtwirtschaftlichen Produktivitätssteigerung und folglich mit hoher und weiter steigender Arbeitslosigkeit leben müssen. Denn ausweislich der enormen Zunahme unserer Exportüberschüsse (von 2001 bis 2007 stiegen sie durchschnittlich jährlich um 28 Mrd. € bis auf ungefähr 180 Mrd. € in diesem Jahr) und der zeitlichen Reihenfolge, in der die einzelnen Komponenten des Bruttoinlandsprodukts die konjunkturelle Talfahrt nach 2002 beendeten – erst Exporte, dann Investitionen, nur zögerlich der private Konsum – war dieser Aufschwung eindeutig dem weltweiten Boom und dieser wiederum hauptsächlich der amerikanischen Konjunkturlokomotive zu verdanken und keineswegs einem Impuls aus dem Inland.

Zwar sahen die gleichen Wirtschaftsexperten, die heute die USA als Sündenbock betrachten, bis vor kurzem vor allem die Arbeitsmarktreformen der Agenda 2010 in Deutschland als grundlegend für die Arbeitsmarkterfolge an, doch um diese Deutung der Dinge ist es inzwi-

schen wesentlich stiller geworden, weil sich zeigt, dass die schönsten Strukturreformen zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes keinen massiven Abschwung der Konjunktur und keinen Anstieg der Arbeitslosigkeit verhindern können. Dafür zeigt sich aber, dass die privaten Haushalte noch immer so kleine Einkommenszuwächse haben und so stark verunsichert sind, dass der private Verbrauch im Abschwung keine stabilisierende Rolle spielen wird.

Auch müssten sich die Greenspan Kritiker einmal fragen, auf welche Weise zu viel amerikanisches Geld nach Europa herübergeschwappt ist. Bei flexiblen Wechselkursen fließt offenbar überhaupt kein Geld zwischen Ländern, sondern jedes Land ist vollkommen autonom in seiner Geldversorgung. Zu viel Geld in einem Land kann aber wohl nur Abwertung der Währung dieses Landes bedeuten, was dazu geführt hätte, dass der amerikanische Konsumboom gar nicht bei uns angekommen und die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen (dort Defizit, hier Überschuss) gar nicht entstanden wären. Ohne diese Ungleichgewichte hätte es aber die deutsche Gläubigerposition nicht gegeben, womit es uns hätte egal sein können, was die amerikanischen Schuldner machen. Daraus würde folgen, dass das Währungssystem Schuld ist, das die notwendige amerikanische Abwertung verhindert hat.

Doch entbehrt die Kritik an der Greenspansche Geldpolitik auch jenseits des Streits, wie das Geld die deutschen Banken erreicht hat, jeder Stichhaltigkeit. Keine Zentralbank der Welt, auch nicht die amerikanische, verteilt Geld mit Helikoptern oder kontrolliert das Geldangebot, wie das in altmodischen, vom Monetarismus beeinflussten Lehrbüchern unterstellt wird. Notenbanken setzen den kurzfristigen Zins fest, sonst nichts. Welche Kreditsumme bei diesem Zinsniveau entsteht, ist eine offene Frage. „Zu viel Geld“ kann es jedenfalls nicht geben, sonst wäre der Zins immer Null.

Auch die Frage, an wen welche Kreditmengen gehen, ob beispielsweise Sachinvestoren oder Konsumenten bedient werden, ob eher seriöse oder eher zweifelhafte Schuldner zum Zuge kommen, hängt nicht von irgendeiner Geldmenge ab, sondern vom gesetzlichen Rahmen der Finanzmärkte und den Entscheidungen der Banken und Finanzinvestoren. Ebenso bestimmt die Zentralbank nicht die Art und den Umfang der Kreditbeziehungen zwischen In- und Ausländern. Außerdem hat keine Zentralbank direkten Einfluss darauf, wer wie viel zu sparen versucht, welche Einlagensummen Banken und Fonds also zum Wiederausleihen von Seiten der Sparer zur Verfügung gestellt werden. Sie kann nur die Konditionen gestalten, zu denen diese Einlagen weiterverliehen werden dürfen.

Ein niedriger Zins erleichtert es Sachinvestoren lediglich, Gläubiger für die Finanzierung ihrer Investitionsprojekte zu finden und sie auf diese Weise realisierbar zu machen, weil die erwartete Rendite ihrer Projekte die Verzinsung von Einlagen auf den Geldmärkten rascher übersteigt. Ein niedriger Zins bedeutet jedoch weder automatisch Inflation noch automatisch Aufbau spekulativer Preisblasen samt fauler Kredite und schon gar nicht automatisch hohe Auslandsverschuldung. Ein niedriger Zins bedeutet stattdessen für einen Finanzinvestor sogar eine Verringerung seines Verschuldungsrisikos, denn er muss bei gegebener Gesamtkapitalrendite weniger Fremdkapital aufnehmen, um eine bestimmte Eigenkapitalrendite zu erreichen.

Wenn der Vorwurf an die amerikanische Geldpolitik irgendeine Berechtigung hätte, müsste Japan nach zehn Jahren Niedrigstzinsen – immerhin verlangte die japanische Zentralbank von 2002 bis 2005 einen Zinssatz von fast Null Prozent und steht auch heute mit ihren gerade mal 0,3 Prozent nicht eben als geldpolitischer Hardliner da – ein im Ausland hochverschuldetes, von gewaltiger Spekulation und von Inflation gebeuteltes Land sein. Stattdessen wetteifert

Japan seit Jahren mit Deutschland und China um den Titel des Exportweltmeisters und taumelt weiter am Abgrund der Deflation.

Nicht Geld, sondern Geldvermögensbeziehungen sind international entscheidend

Die zentrale Frage zur Beurteilung der amerikanischen Wirtschaftspolitik und ihrer globalen Auswirkungen ist folglich: Warum ist die Niedrigzinsphase nach 2001 nicht stärker seriösen Sachinvestoren in den USA zugute gekommen als unseriösen Konsumentenkrediten? Ein Teil der Antwort steckt in der mangelhaften Finanzmarktregulierung, die zu unseriöser Kreditvergabe und Weiterveräußerung dieser "faulen" Produkte, die alle ihre vermeintlich gute Rendite aus der Hauspreisblase saugten, einlud. Ein entscheidender Teil der Antwort steckt aber in einem realwirtschaftlichen Zusammenhang, der bis heute von Seiten derer, die ihn wirtschaftspolitisch gefordert und gefördert haben, glatt geleugnet wird. Es handelt sich um die globalen Handelsungleichgewichte, aus denen die immensen Gläubiger-Schuldner-Beziehungen zwischen ganzen Volkswirtschaften stammen. Sie sind nicht Folge einer fehlgeleiteten amerikanischen Geldpolitik, sondern Teil der Ursache für die Unwirksamkeit der amerikanischen Geldpolitik in den USA selbst. Warum?

Auf den Weltmärkten waren amerikanische Anbieter mit Unternehmen aus Lohndumpingländern wie Deutschland oder den Niederlanden und aus Ländern mit unterbewerteter Währung wie Japan, der Schweiz sowie China und anderen Schwellenländern konfrontiert, die nach ihren jeweiligen Finanzkrisen an einer Unterbewertung festgehalten haben, weil ihnen die Weltgemeinschaft keine funktionierende Währungsordnung angeboten hat. Deren überlegene preisliche Wettbewerbsfähigkeit lenkte die unter anderem durch die spekulative Immobilienpreisblase geschürte kreditfinanzierte Kauflust der amerikanischen Verbraucher zu einem erheblichen Teil auf ausländische Waren und ließ so die Auslastung des amerikanischen Sachkapitalstocks nicht in dem Maße steigen, wie es der konjunkturellen geldpolitischen Stimulierung entsprochen hätte. Das machte Sachinvestitionen in den USA tendenziell unattraktiver. Wäre mehr amerikanische Nachfrage in den USA geblieben, wäre dort mehr investiert worden. Dann wäre das unvermeidliche Platzen der Preisblase am amerikanischen Immobilienmarkt wenigstens etwas abgefedert gewesen über steigende Arbeitseinkommen aufgrund eines größeren produktiven Sachkapitalstocks in den USA. Auf diese Weise wären viele der faulen Kredite in den USA verblieben, so dass heute nicht rund um den Globus Gläubiger auf amerikanischen Schrottpapieren säßen.

Das Problem der USA liegt vor allem darin, dass die "Ersparnis" einiger wichtiger Gläubigerländer, darunter vor allem Deutschland, auf gesamtwirtschaftlichem Gürtel-enger-Schnallen beruht, d.h. Ergebnis einer durch Preisdumping verursachten Umverteilung von Weltmarktanteilen ist. In einer solchen Konstellation haben Defizitländer keine guten Aussichten, ihre Schulden seriös zu begleichen. Sie können sich von ihrem Schuldenberg nur durch Abwertung ihrer Währung befreien oder selbst den Weg des Lohndumpings einschlagen. Ersteres bringt Wechselkursturbulenzen mit sich, letzteres birgt deflationäre Gefahren.

Wie lässt sich Lohndumping identifizieren? Nun, Lohndumping liegt immer dann vor, wenn die Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten eines Landes hinter der Zielinflationsrate der für dieses Land zuständigen Zentralbank zurückbleibt und dies nicht durch Aufwertung der eigenen Währung korrigiert wird. Im Falle Deutschlands hat sich dieses Zurückbleiben seit dem Jahr 2000 auf 17 Prozentpunkte kumuliert, im Falle Japans sogar auf über 30 Prozentpunkte. Beide Länder sahen sich jahrelang keiner Korrektur dieser Fehlentwicklung durch eine nominale Aufwertung ihrer Wechselkurse ausgesetzt. Im Falle Japans (und der Schweiz) wurde dieses Gefälle sogar durch destabilisierende Spekulation, den so genannten

carry trade, noch verstärkt. Diese Art von pervertierter Spekulation (die Währung von Hoch-Inflationsländern wird auf- statt abgewertet) verhinderte die notwendige Aufwertung des Yen (und des Schweizer Franken) auf den Devisenmärkten, weil die Kreditnachfrage in den Niedriginflations- und Niedrigzinsländern deren Währung jahrelang unter Druck setzte. Deutschland konnte seine de facto Unterbewertung hinter dem breiten Rücken seiner Euro-partnerländer verstecken. Die verfolgten nämlich ihrerseits (mit Ausnahme der Niederlande) keine Lohndumpingstrategie und sorgten mit ihren permanent steigenden Leistungsbilanzdefiziten für eine mehr oder weniger ausgeglichene Leistungsbilanz des Eurogebietes insgesamt. Die Devisenmärkte bewerkstelligten also selbst über lange Zeiträume keinen Ausgleich von internationalen Inflationsdifferenzen, sondern verstärkten sie. Und wenn sie wie jetzt in Panik reagieren, dann bringt das natürlich realwirtschaftlich nur schwer verkraftbare Turbulenzen mit sich.

Wer jedoch massive Handelsungleichgewichte als notwendige und marktkonforme Folgererscheinung einer überzogenen Politik des Schuldenmachens durch Niedrigzinsen bzw. mangelnder Sparbereitschaft der privaten Haushalte in Defizitländern ansieht und auf die langfristig ausgleichenden Selbstheilungskräfte der Devisenmärkte setzt, der kann solche elementaren Zusammenhänge nicht verstehen. So schreibt etwa der Sachverständigenrat in seinem aktuellen Herbstgutachten an prominenter Stelle: " Die viel diskutierten globalen Ungleichgewichte ... haben in der Vergangenheit letztlich dafür gesorgt, dass sich die Weltwirtschaft bei einem so unterschiedlichen Sparverhalten (gemeint ist das der amerikanischen Privathaushalte im Gegensatz zu dem der Überschussländer, Anm.d.Verf.) dynamisch entwickeln konnte." (Ziffer 5) Hinter diesem Satz steht offenbar die Auffassung, dass das Investieren vor allem die Folge von Sparen ist, unterschiedliches Sparverhalten also die Handelsungleichgewichte erklärt, und dass es große Verzerrungen in der Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften nicht geben kann. UNCTAD hat gerade in einer groß angelegten empirischen und theoretischen Untersuchung gezeigt, dass das falsch ist (Trade and Development Report 2008, Chapter III).

Sparen oder Investieren?

Zu einer solchen Vorstellung vom Sparen als Voraussetzung für das Investieren passt aber die an gleicher Stelle gemachte Feststellung nicht, dass die US-amerikanischen Privathaushalte "(mit) ihrer hohen Verschuldungsbereitschaft ... in den letzten Jahren massive Nachfrageimpulse für die Weltwirtschaft geleistet (haben)." (SVR Ziffer 5), weil das ja heißt, dass die Schuldenmacher die Initiatoren von Wachstum wären und nicht die Sparer. Da definitionsgemäß niemand sparen kann, ohne dass sich ein anderer verschuldet, versucht man sich mit der Synthese beider Aussagen zu behelfen: Beides, Nachfrageimpulse durch Verschuldungsbereitschaft auf der einen Seite und Mittelbereitstellung für Investitionen durch Ersparnisbildung auf der anderen, seien notwendig für eine dynamische Wirtschaftsentwicklung.

Diese Synthese verbietet es allerdings, internationale Handelsungleichgewichte als realwirtschaftliche Quelle von Finanzmarktkrisen überhaupt in Betracht zu ziehen, geschweige denn als entscheidend anzusehen. In dem schlichten Gedankenmodell, in dem Sparen die Voraussetzung für Wachstum ist, wären internationale Wirtschaftskrisen wie die derzeitige dann ja systematische Folge eines marktwirtschaftlichen Wachstumsprozesses in einer globalisierten Welt. Die Kausalkette „Kein Wachstum ohne Sparen, kein Sparen ohne Verschuldung, keine Verschuldung ohne Ungleichgewichte“ würde bedeuten, dass Ungleichgewichte für einen Wachstumsprozess notwendig sind. Also dürfen sie nicht die Ursache von Systemkrisen sein, weil es sonst keine stabile Entwicklungsmöglichkeit innerhalb des marktwirtschaftlichen Systems gäbe.

Wer hingegen Sparen nicht als Voraussetzung eines Wachstumsprozesses, sondern als seine automatische Folge versteht (vgl. Flassbeck/Spiecker, 2007, ...) und gesamtwirtschaftlich relevante Preisschocks wie Unter- oder Überbewertung in seine Analyse mit einbezieht, kann sich die schonungslose Analyse der internationalen Handelsungleichgewichte leisten, ohne am Ende die Marktwirtschaft als Wirtschaftssystem verdammen zu müssen. Eine solche auf Schumpeter und Keynes basierende Analyse führt zu einem völlig anderen Verständnis marktwirtschaftlicher Entwicklungsprozesse: Investitionen werden nicht durch Ersparnisse ermöglicht, sondern durch die Geldpolitik vorfinanziert und „rechtfertigen“ sich am Ende durch die Einkommenszunahme, die sie mit ihrer Produktivitätssteigerung hervorrufen. Aus diesem zusätzlichen Einkommen fließt dann die "Ersparnis", mit der die Investitionskredite nachträglich bezahlt werden.

Mehr Sparen im Sinne einer höheren Sparquote der privaten Haushalte ist in dieser Sichtweise kontraproduktiv, weil es die Auslastung der vorhandenen Kapazitäten, die Gewinne der Unternehmen und damit die Investitionsneigung reduziert. Diese Sicht stellt aber die gesamte Basis der wirtschaftswissenschaftlichen Empfehlungen der letzten 15 Jahre in Deutschland fundamental in Frage. Alles lohnpolitische Gürtel-enger-Schnallen war nicht nur umsonst, sondern sogar für die gegenwärtige Misere mitverantwortlich. Die herrschende Lehre verzichtet aber lieber auf eine konsistente Erklärung der zu Tage getretenen Fehlentwicklungen, als sich von der Sparthese und der Fiktion abzuwenden, die an Märkten einschließlich der Finanz- und Währungsmärkte zustande gekommenen Preise seien immer richtig und daher keiner näheren Betrachtung wert.

Diese Denkbarriere hat in der gegenwärtigen Krise gravierende Folgen: Wer jenseits der Regulierungsdefizite die realwirtschaftlichen Ursachen der Finanzmarktkrise nicht erkennt, kann sie weder beenden noch systematisch in Zukunft solche Verwerfungen verhindern. Denn wer den Deutschen wie etwa der Sachverständigenrat weiterhin Lohnmoderation, also Lohnabschlüsse unterhalb von Produktivitätszuwachs und Zielinflationsrate, sowie weitere Arbeitsmarktflexibilisierung, die ebenfalls auf eine Senkung der durchschnittlichen Lohnkosten hinausläuft, empfiehlt, der setzt erneut auf die Verschuldung des Auslands bei uns und, unfreiwillig aber zwingend, auf eine schwache Konsumnachfrage im Inland. Auch die beste weltweite Regulierung des Finanzsystems wird dann nicht verhindern können, dass sich die daraus notwendigerweise entwickelnden Ungleichgewichte irgendwann wieder schockartig entladen (z.B. auf den Devisenmärkten) oder die Handelspartner gezwungen sind, die Dumping-Strategie zu kopieren. Dann begeben sich alle zusammen auf einen deflationären Abwärts-pfad, der die Weltwirtschaft nur noch tiefer in den Sumpf führt.

Die Sparideologie ist offenbar auch nicht vereinbar mit dem von fast allen Beobachtern nun befürworteten Konjunkturprogramm zur Nachfragestimulierung oder gar mit der Zinssenkung in den USA. Müssten dort nicht die Zinsen erhöht und die Nachfrage eingeschränkt werden zur Anregung der Sparwilligkeit? Wer aber würde weltweit die Nachfrage stimulieren, wenn die USA das Gegenteil täten? Offenbar wären dann die Überschussländer Deutschland und Japan in noch weit größerem Ausmaß gefordert. Da nimmt der Mainstream lieber eine weitere Inkonsistenz im eigenen Aussagegefüge hin, als dass er sich diesen konjunkturellen Mühlstein an den Hals wünsche.

In Deutschland ist es unumgänglich, dass die Finanzpolitik rasch ein massives, rein kreditfinanziertes Konjunkturprogramm in Form öffentlicher Investitionen auf den Weg bringt, das sektoral so breit gestreut ist wie irgend möglich. Die Größenordnung sollte angesichts der zu erwartenden Rezession etwa drei Jahre lang bei ungefähr einem Prozent des Bruttoinlands-

produkts liegen, also bei jährlich etwa 25 Mrd. Euro. Steuer- und Abgabensenkungen sind wegen der Verunsicherung des privaten Sektors und der damit verbundenen steigenden Sparneigung in der jetzigen Situation wirkungslos und daher kontraproduktiv, weil sie nicht die Auslastung des privaten Kapitalstocks erhöhen und daher nur den Staatshaushalt belasten. Der Stabilitätspakt zwischen den Euroländern wird durch die Notwendigkeit einer aktiven anti-zyklischen Finanzpolitik nicht nur de facto außer Kraft gesetzt, sondern muss auch formal abgeschafft werden, um die Glaubwürdigkeit der wirtschaftspolitischen Kehrtwende zu untermauern.

Die Lohnpolitik muss ab sofort flächendeckend zu Lohnsteigerungen in Höhe der durchschnittlichen gesamtwirtschaftlichen Produktivitätssteigerung plus Zielinflationsrate der EZB (das sind weiterhin 2%!) gelangen, also bei etwa 3,5% abschließen. Dies stellt ein enormes Entgegenkommen der Gewerkschaften nach Jahren des Realeinkommensverlustes der Arbeitnehmer und der Verschlechterung ihrer Arbeitsbedingungen dar, bedenkt man, dass dieselben Arbeitnehmer auch noch in ihrer Eigenschaft als Steuerzahler zur Kasse gebeten werden für das Fehlmanagement von Bankern und in ihrer Eigenschaft als Sparer bereits eingetretene und noch drohende Vermögensverluste zu verkraften haben. Um die Gewerkschaften zu einem solchen Stillhalten zu bewegen und von der verständlichen Forderung einer Verteilungskorrektur abzubringen, müssen Staat und Arbeitgeberverbände die teils gesetzlichen, teils tariflichen und betrieblichen Regelungen, die die Arbeitsverhältnisse destabilisieren, zurücknehmen. Das hat nicht nur den Vorteil, einem durch die Krisenfolgen empfindlich verletzten Gerechtigkeitsgefühl breiter Bevölkerungskreise Rechnung zu tragen. Es stellt auch ein klares Signal dar, dass die Politik einsieht, dass sie den privaten Haushalten mit ihrem auf einmal so wichtigen Konsumverhalten (und eben nicht Sparverhalten, wie zuvor stets behauptet) nicht einfach eine höhere Stabilität abverlangen kann, ohne ihnen die dafür notwendigen Rahmenbedingungen zu geben.

Die europäische Geldpolitik muss einsehen, für die konjunkturelle Entwicklung mit verantwortlich zu sein, weil sie sonst ihr Ziel der Geldwertstabilität grandios verfehlen und in einer deflationären Abwärtsspirale zur völligen Handlungsunfähigkeit verurteilt sein wird. Das heißt, sie muss sofort und noch viel beherzter als bislang die Zinsen weiter senken, und zwar auf das derzeitige Niveau in den USA. Niedrige Zinsen stützen den verbliebenen Rest an privater Investitionsneigung und verbilligen die notwendige staatliche Neuverschuldung. Zudem würde ein mit den USA zusammen offen angestrebtes einheitliches Zinsniveau dafür sorgen, dass keine Spekulationen auf Zinsarbitragemöglichkeiten zur weiteren Destabilisierung der Wechselkurse beitragen. Die EZB muss in diesem Zusammenhang auf eine neue institutionelle Grundlage gestellt werden.

Das völlige Versagen der Devisenmärkte beim Ausgleich internationaler Handelsungleichgewichte innerhalb überschaubarer Zeiträume lässt nur den Schluss zu, dass die globalisierte Wirtschaft ein globales Währungssystem braucht, das den mittel- bis langfristigen realwirtschaftlichen Gegebenheiten absoluten Vorrang einräumt gegenüber kurzfristigen finanzwirtschaftlichen Spekulations- und Arbitragemöglichkeiten.