

Die Finanzkrise

Werden die richtigen Lehren gezogen?

Eckhard Behrens

Die Finanzkrise hat weitreichende Folgen gehabt und sie dauert immer noch an. Die Realwirtschaft beginnt sich von den ungeahnten Verlusten ein wenig zu erholen; der Index der deutschen Industrieproduktion ist aber erst wieder auf dem Stand von 2005 angekommen;¹ auch die Aktienmärkte haben sich erholt. Aber die Ruhe ist trügerisch. Nach wie vor vertrauen die Banken einander so wenig, dass sie sich überschüssige Liquidität nicht mehr über Nacht gegenseitig ausleihen; sie deponieren sie bei der Europäischen Zentralbank (EZB) – neuerdings sogar wieder in Rekordhöhe.² Alan Greenspan sagte kürzlich: »The depth of financial crisis is properly measured by the degree of collapse in the availability of short term credit.«³

Die europäischen Kapitalmärkte sind also trotz aller Unterstützung des Bankensystems noch keineswegs wieder zur Ruhe gekommen. Selbst Anleihen europäischer Staaten gelten nicht mehr als sicher; ja sogar die europäische Gemeinschaftswährung ist angeblich in Gefahr und soll mit hunderten von Milliarden Euro durch konzertierte Staatsaktionen »gerettet« werden. Wenn immer noch so viel Unsicherheit in den Märkten wirksam ist, muss man sich fragen, ob all der Aufwand der Staaten und Notenbanken seit Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 umsonst oder gar kontrapro-

¹ Die WirtschaftsWoche Nr. 24 vom 14.06.2010 zeigt auf Seite 43 in einer Grafik die Entwicklung seit 2005 (damals 100); nachdem der Index 2008 auf 115 gestiegen und in der ersten Hälfte 2009 auf 90, also um 25 Prozentpunkte, abgestürzt war, steht er jetzt erst wieder auf 100. – Wäre das Wirtschaftswachstum durch die Finanzkrise nicht unterbrochen worden, stünde der Index der deutschen Industrieproduktion längst über 120; die aktuellen Verteilungskonflikte um Haushaltseinsparungen hätten wir dann nicht.

² Die WirtschaftsWoche Nr. 24 berichtet auf Seite 29, dass das Volumen der Übernachtanlagen bei der EZB jüngst das Rekordvolumen von 369 Milliarden Euro erreichte. Sie zeigt dort in einer Grafik, dass das Volumen bis zur Pleite von Lehman Brothers im Herbst 2008 praktisch Null war, dann rasch auf 300 Mia stieg, diesen Betrag nach starken Schwankungen Anfang 2009 überstieg, um bis Mitte 2009 unter Schwankungen wieder in die Nähe der Nulllinie zu kommen, aber danach die 300 Mia wieder rasch zu überschreiten und anschließend zwischen unter 50 und über 250 Mia heftig zu schwanken. – Im ZEIT-Interview vom 17.06.2010 erklärte Jürgen Stark, der Chef-Volkswirt der EZB: »Wir haben erneut eine Situation, in der sich Banken untereinander nicht vertrauen. Sie deponieren überschüssige Liquidität eher bei uns, statt sie an andere Banken weiterzugeben.«

³ Alan Greenspan, *The Crisis*, 15. April 2010, Seite 17; frei übersetzt: »Die Schwere einer Finanzkrise ist an dem Ausmaß abzulesen, in dem die Verfügbarkeit kurzfristigen Kredits kollabiert.« http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2010_spring_bppea_papers/spring2010_greenspan.pdf

duktiv gewesen ist. Sind weitere Maßnahmen überhaupt noch mobilisierbar, wenn es zu neuen Spekulations- und Pleitewellen an unvorhergesehener Stelle kommt? Oder haben Staaten und Notenbanken ihr Pulver schon restlos verschossen?

Die Krisentherapie hat bisher nicht ausreichend gewirkt. Schon die übliche Krisendiagnose ist nicht zum Kern des Übels vorgedrungen. Vereinzelte Prominente, die Hinweise in die richtige Richtung gaben, sind nach heftigem Gegenwind wieder verstummt. Staat und Notenbanken waren bereit, unorthodox zu handeln, aber nicht wirklich unorthodox neu zu denken. Jahrzehntlang bekämpfte makroökonomische Konzepte des sogenannten Keynesianismus wurden angewendet, statt die Geldpolitik weiterzuentwickeln, um die Kapitalmärkte ins Gleichgewicht zu bringen. Diese Kritik soll in Fortführung der in diesem Heft nachgedruckten Aufsätze vom Herbst 2007 und Frühjahr 2008 näher dargelegt werden.

Die übliche Krisendiagnose ist nicht zum Kern des Übels vorgedrungen

In den Darstellungen zur Entstehung der Krise wird fast ausschließlich von der US-amerikanischen Immobilienblase und von mangelnder Regulierung des Finanzsektors gesprochen. Es kann nicht bestritten werden, dass es Defizite des *rechtlichen* Ordnungsrahmens der Finanzmärkte gab.⁴ Aber diese Mängel waren nicht die Ursache der Krise, sondern nur die Ursache für viele ihrer Folgen, also für Symptome, die im Verlauf der Krise auftraten. Trotzdem ist es besorgniserregend, dass es auch drei Jahre nach dem Ausbruch der Krise keine internationale Einigkeit über die zu ergreifenden regulatorischen Maßnahmen gibt. Noch bedenklicher ist, dass viele Politiker sich von rechtlichen und steuerpolitischen Neuregelungen versprechen, damit künftige Finanzkrisen verhindern zu können. Folglich verbreitet sich in den Märkten die Stimmung, das Casino sei wieder eröffnet und das ganze Spiel beginne ungehindert erneut von vorn – nur vorerst nicht wieder auf den Immobilienmärkten, dafür einmal auf den Rohstoffmärkten, dann wieder auf den Devisenmärkten oder auf den Märkten für bestimmte Staatsanleihen;⁵ das Kapital ist ja global so beweglich, es wendet sich mal hierhin und mal dorthin.

⁴ Eine amüsante Analyse schrieb im April 2010 Ross Levine »An Autopsy of the U.S. Financial System: Accident, Suicide or Negligent Homicide?«
http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/other%20files/Autopsy-4-13.pdf

⁵ Die EZB legt in ihrem Monatsbericht Juni 2010, S. 36-45, dar, wie plötzlich die Lage auf den Finanzmärkten Anfang Mai so dramatisch wurde, dass sie die europäischen Staaten zu neuen Maßnahmen in dreistelliger Milliardenhöhe drängte und selbst die umstrittene Entscheidung traf, Staatsanleihen aufzukaufen.

Nur Alan Greenspan⁶ und sein Nachfolger Ben S. Bernanke⁷ haben auf einen wesentlichen *ökonomischen* Grund der Entstehung der Finanzkrise wiederholt hingewiesen, nämlich auf die seit der Jahrtausendwende global deutlich zunehmende Kapitalfülle und die deshalb verhältnismäßig niedrigen langfristigen Zinsen.⁸ Diese heizten in der ersten Hälfte des Jahrzehnts in vielen Ländern die Immobilieninvestitionen an.⁹ Greenspan¹⁰ und Bernanke¹¹ weisen mit Recht den vielstimmig erhobenen Vorwurf zurück, die niedrigen Leitzinsen in der ersten Hälfte des Jahrzehntes hätten die Immobilienblase verursacht, indem sie geltend machen, Häuser würden mit langfristigen Hypotheken finanziert und nicht mit der von den Notenbanken immer nur kurzfristig bereitgestellten Liquidität. Aber die Federal Reserve hat zugelassen, dass sich das Geldkapital zunehmend außerhalb (!) des einigermaßen regulierten Bankensektors in allerhand »Finanzinnovationen« (Schattenbanken) bewegte, um langfristige Anlagen (z. B. Hypothekenkredite) kurzfristig zu refinanzieren.

Die Leitzinsen waren zwar nicht für das Entstehen, aber für das Platzen der Immobilienblase *ökonomisch* ursächlich; denn sie wurden in der Mitte des Jahrzehnts so sehr angehoben, dass sie das Niveau der langfristigen Zinsen erreichten und in den USA sogar überschritten. Die jahrelang wegen niedriger Leitzinsen steile Zinsstrukturkurve wurde zunächst immer flacher und dann sogar invers.¹² Dies zerstörte die Finanzierungsbasis der Immobilienblase, die so genannten Finanzinnovationen,¹³ und destabilisierte auch

⁶ Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 23. September 2007, Seite 38, und *The Crisis*, 15.04.2010, a.a.O., Seite 4 f.

⁷ Ben S. Bernanke, »The Global Saving Glut ...«, 14. April 2005, und »Monetary Policy and the Housing Bubble«, 03. Januar 2010, beide <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2010speech.htm>

⁸ Siehe zur Entwicklung der langfristigen Realzinsen in USA, Japan und dem Euro-Raum die Grafik im Gutachten 2007/2008 des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Seite 25.

⁹ Bernanke, »Monetary ...«, a.a.O., Seite 18 f. mit Slide 10.

¹⁰ Alan Greenspan, *The Crisis*, 15. April 2010, a.a.O., Seite 38 f.

¹¹ »Monetary Policy and the Housing Bubble«, a.a.O., passim.

¹² Siehe Fußnote 2 auf Seite 3 dieses Heftes und <http://www.ecb.de/stats/money/yc/html/index.en.html>, wo die Zinsstrukturkurven frei wählbarer Tage abgebildet und verglichen werden können.

¹³ Siehe dazu meine vorstehend abgedruckten Aufsätze aus den Jahren 2007 und 2008; Bernanke geht in seinem Vortrag »Monetary Policy an the Housing Bubble«, a.a.O., auf die Wirkung der veränderten Zinsstruktur leider nicht ein; der Vortrag behandelt wegen der vielfach erhobenen Vorwürfe nur den Zeitraum der Entstehung der Blase; auch in seinem Vortrag »Fixing the Financial System« vom 16.06.2010, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2010speech.htm>, benennt er auf Seite 6/7 zwar die Liquiditätsprobleme der Finanzinnovationen, aber nicht deren Zusammenhang mit der Leitzinspolitik; er baut für die Zukunft allein auf verbesserte Regulierungen und Aufsicht auch über die Nichtbanken.

den Bankensektor. Wer die Entstehung der Krise verstehen will, beachte die Reihenfolge:

- Die Leitzinspolitik löste eine Finanzkrise aus.
- Die Krise auf dem Kapitalmarkt wendete die Immobilienpreisentwicklung nach unten.
- Das Platzen der Immobilienblase verschärfte dann die Kapitalmarkt-krise.¹⁴

Normalerweise wird leider nur das letzte Glied dieser Kette betrachtet.

Die zügige Anhebung der Leitzinsen Mitte des Jahrzehnts¹⁵, die die Immobilienblase platzen ließ¹⁶, wird den Notenbanken bis heute nicht öffentlich vorgehalten. Sie wollten nur den Anstieg der Verbraucherpreise, der sich seinerzeit abzeichnete,¹⁷ verhindern. Diese stiegen jedoch bei weitem nicht so dramatisch, wie die Immobilienpreise in vielen Ländern gestiegen waren.¹⁸ Die Frage, ob sie die Anhebung der Leitzinsen nicht übertrieben, die Labilität der Kapitalmärkte unterschätzt und unbewusst doch in die Blase hineingestochen haben, ist zumindest berechtigt, seit die amerikanische Notenbank schon im September 2007 und die Europäische Zentralbank im Oktober 2008 begannen, die Leitzinsen wieder zu senken¹⁹. Sie sind inzwischen auf einem niedrigeren Niveau angekommen als in der ersten Hälfte des Jahrzehnts. Man sollte in makroökonomischen Berechnungen nachträglich prüfen, ob bei den seinerzeitigen Vorausberechnungen, wie die Leitzinserhöhungen zu bemessen seien, Fehleinschätzungen der bevorstehenden Entwicklungen unterlaufen sind.²⁰ Hätte mit geringeren und/oder langsameren Leitzinserhöhungen der Totalzusammenbruch der Finanzinnovationen, der weite Teile des Bankensektors und dann auch der Realwirtschaft nach sich zog, vermieden werden können?

Es war jedenfalls falsch, die Inflationsraten unter die Nulllinie zu knüpfeln,²¹ also den Sicherheitsabstand zur Deflation auch nur zu gefährden. Diesen hatten die Notenbanken in der ersten Hälfte des Jahrzehnts als not-

¹⁴ Zu diesen Zusammenhängen auch mein Aufsatz »Die Notenbanken, die Kapitalmärkte und der Boden« in Zeitschrift für Sozialökonomie, Nr. 156-157/2008, Seiten 35–44.

¹⁵ Bernanke, »Monetary ...«, a.a.O., Seite 3 und Slide 1.

¹⁶ Bernanke, »Monetary ...«, a.a.O., Seite 11 f. und Slide 5 zur Hauspreisentwicklung

¹⁷ Siehe Fußnote 3 auf Seite 3 dieses Heftes.

¹⁸ Bernanke, Vortrag »Monetary Policy an the Housing Bubble«, a.a.O., Seite 17f., die in Slide 9 und 10 gezeigten Hauspreisstärkungen verschiedener Länder sind inflationsbereinigt!

¹⁹ Siehe EZB-Monatsbericht Juni 2010, Anlage Seite I und Bernanke »Monetary ...«, a.a.O., Seite 3 ff. und Slide 1.

²⁰ Ben S. Bernanke hat in seiner Rede »Frequently Asked Questions« am 07.12.2009, Seite 5 unten, leider nur von einer Überprüfung der Fehler bei der Bankenaufsicht gesprochen.

²¹ Siehe Fußnote 3 auf Seite 3 dieses Heftes.

wendig erkannt, um japanischen Verhältnissen vorzubeugen.²² Es ist der gute Sinn eines Sicherheitsabstands, ihn in Gefahrensituationen zu nutzen. Aber er ist nur groß genug, wenn er den Crash vermeiden hilft und nach überstandener Gefahr sofort wiederhergestellt werden kann. Da es leider trotz des Sicherheitsabstands zum Crash kam und ihn die Notenbanken immer noch nicht wiederherstellen konnten, war er offenbar zu gering bemessen. Die auf Dauer anzustrebende Inflationsrate muss höher angesetzt werden.

Prominente gaben Hinweise in die richtige Richtung

Als infolge der Finanzkrise die Realwirtschaft einbrach, wurde mit Hilfe der so genannten Taylor-Regel²³ berechnet, dass die Leitzinsen nun negativ sein müssten, also unter die Nulllinie gesenkt werden müssten.²⁴ Das verbietet sich nach der Auffassung vieler Ökonomen jedoch aus einem leicht einsehbaren praktischen Grund: Die Banken wären ökonomisch nicht gehindert, sich Bargeld von der Notenbank zu leihen und dieses dann bis zur Fälligkeit der Kredite zu horten, um anlässlich der Rückzahlung an die Notenbank von dieser den versprochenen (negativen) Zins entgegenzunehmen. Für die Notenbanken bestehe daher eine »Nullzins-Schranke«, sagen die Ökonomen.

Wenn die Geldpolitik mit ihren Zinssenkungen bei null Prozent angekommen sei und die Wirkungen noch nicht ausreichten, müssten andere, unkonventionelle Maßnahmen der Geldvermehrung und der fiskalpolitischen Stärkung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ergriffen werden.²⁵ Das ist geschehen²⁶ und erweist sich zurzeit als problematisch für die Staatsver-

²² Siehe zu diesem historischen Zusammenhang meinen Aufsatz »Wieviel Inflation?«, FdF 265 (2004), Seite 3, und Ben S. Bernanke, Deflation: Making Sure »It« Doesn't Happen Here, 21.11.2002, Seite 3–4 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm> sowie derselbe, »Monetary Policy ...«, a.a.O., Seite 4; Greenspan, The Crisis, a.a.O., Seite 40.

²³ Bernanke stellt diese Formel und ihre Anwendungsprobleme im Vortrag »Monetary ...«, a.a.O., Seite 4–11 und Slide 2–4, ausführlich und kritisch dar.

²⁴ FAZ vom 29.04.2009, Seite 13, »Federal Reserve hält Leitzins von minus 5 Prozent für angemessen«; Handelsblatt vom 18.05.2009 »Negative Leitzinsen – das Undenkbare denken«.

²⁵ Ben S. Bernanke, Deflation: Making Sure »It« Doesn't Happen Here, 21.11.2002, Seite 4 ff. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm> – der Vortrag liest sich wie das Drehbuch für die Aktionen der Federal Reserve seit Ausbruch der Finanzkrise; er verschweigt die Unsicherheiten der vorgeschlagenen, ungewöhnlichen Instrumente nicht.

²⁶ Donald L. Kohn, The Federal Reserve's Policy Actions during the Financial Crisis ..., 13. Mai 2010 in Ottawa; <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100513a.pdf>

schuldung, ohne die Unsicherheit aus den Märkten vertrieben zu haben. Die Notenbanken stehen nach wie vor an der Nullzins-Schranke.

Der Harvard-Professor N. Gregory Mankiw zeigte in der New York Times²⁷ auf, dass die berühmte Nullzins-Schranke auf zweierlei Weise durchbrochen werden kann. Man könne den Weg gehen, den Silvio Gesell vorgeschlagen habe, nämlich das Bargeld zu besteuern. Dann könnte es niemand – auch die Banken nicht – verlustlos horten. Bis zur Höhe der Bargeldsteuer wären negative Leitzinsen praktisch möglich, die den Unternehmen das Investieren verbilligen würden. Mankiw machte im selben Zeitungsartikel auch darauf aufmerksam, dass die Notenbank ökonomisch denselben Effekt erzielen könne, wenn sie eine spürbare Inflation erzeuge. Dann würden die Zinsen, die von den Banken an die Notenbank zu zahlen sind, zwar weiterhin positiv bleiben, bei Leitzinsen nahe Null Prozent, wie es sie aktuell in den USA gibt (0 bis 0,25%), wäre die Realverzinsung jedoch maximal bis zur Höhe der Inflationsrate negativ (Nominalzins minus Inflationsrate gleich Realzins). Obwohl Zeitungen²⁸ über den launig formulierten Artikel des angesehenen Ökonomen Mankiw sachlich zutreffend berichteten, entzündete sich daran keine weitere Debatte. Er berichtete in seinem Blog jedoch von heftigen Reaktionen²⁹.

Ein weiterer prominenter Debattenbeitrag wählte einen anderen Ausgangspunkt. Olivier Blanchard³⁰, der Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds (IWF) fragte, ob die Regierungen und Notenbanken in Zukunft bei erneuter Notwendigkeit einer Krisenbekämpfung nicht billiger zum Ziel einer Wiederbelebung der Wirtschaft kommen könnten. An der Nullzins-Schranke müssten die Notenbanken und die Fiskalpolitik stets zu Maßnahmen greifen, die teuer und in ihren Wirkungen teilweise recht unbekannt seien. Er fragt deshalb, ob der Spielraum für Zinssenkungen der Notenbank nicht erhöht werden sollte durch die Verkündung höherer Inflationsziele. Weil höhere Inflationsraten die Zinsen hochtreiben, habe die Notenbank dann auch einen größeren Spielraum für Zinssenkungen, bevor sie an die Nullzins-Schranke komme. Er empfahl abzuwägen, ob eine Inflationsrate von 4% nicht geringere volkswirtschaftliche Kosten hätte, als die hohe Staatsverschuldung und die Verunsicherung der Märkte durch uferlose Kreditgewährung und Geldvermehrung der Notenbanken. Auch Blanchard

²⁷ The New York Times vom 19. April 2009, »It May be Time for the Fed to Go Negative«, auch auf <http://gregmankiw.blogspot.com/2009/04/going-negative.html> mit Links zu weiteren Beiträgen zum Thema.

²⁸ Handelsblatt vom 18.05.2009 »Negative Leitzinsen – das Udenkbare denken«.

²⁹ Am 19.04.2009 auf <http://gregmankiw.blogspot.com>

³⁰ Olivier Blanchard u. a., »Rethinking Macroeconomic Policy«, IMF Staff Position Note SPN 10/03 v. 12.02.2010; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>

will negative Realzinsen volkswirtschaftlich wirken lassen. Nach einer wütenden Stellungnahme Axel Webers³¹, des Präsidenten der Bundesbank, die auf ein Denkverbot hinauslief, gab es nur eine kurze öffentliche Debatte³².

Warten die Kundigen einfach ab, ob die in der Bevölkerung weit verbreitete Furcht, dass die hohe Staatsverschuldung zu ungezügelter Inflation führen werde, das Unausprechliche, aber Unvermeidliche, nämlich höhere Inflationsraten auch ohne ihr Zutun herbeiführen wird? Man kann darauf hoffen, dass höhere Inflationserwartungen³³ Inflation erzeugen, weil sie die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes erhöhen, also zu höheren Konsumausgaben führen. Außerdem senken höhere Inflationserwartungen die Realverzinsung bestehender Schulden und ermuntern so auch zur Aufnahme neuer Schulden für Unternehmensinvestitionen. Gegen die Hoffnung auf einen solchen Selbstläufer spricht jedoch, dass in Zeiten der konjunkturellen Unsicherheit nur recht hohe Inflationserwartungen zu höheren Ausgaben motivieren. Noch deutet Vieles darauf hin, dass die EZB (leider) Recht hat, wenn sie darauf hinweist, dass die Inflationserwartungen immer noch bei ca. 2 % fest verankert sind.

Die Inflationserwartungen erhöhen

Zur Geschichte der jüngsten Finanzkrise gehören unerfreuliche Entwicklungen der tatsächlichen Inflationsraten einerseits und der Inflationserwartungen³⁴ andererseits. Es war den Notenbanken im Laufe der letzten Jahrzehnte gelungen, die Schwankungen und auch das Durchschnittsniveau der Inflationsraten zu begrenzen. Besonders erfolgreich waren sie darin, seit sie sich in den Jahren 2002/2003 entschlossen hatten, mit einer Mindestinflationsrate einen Sicherheitsabstand von der Deflation zu halten.³⁵ Bis September 2007 gelang es ihnen – wenn auch nur mit starken Bewegungen der Leitzinsen – die Inflationsraten in einem schmalen Band von zwei bis drei Prozent zu halten und damit auch die Inflationserwartungen auf diesem

³¹ FTD 25.02.2010, Seite 24; FAZ 26.02.2010, Seite 13, »Weber kritisiert IWF-Haltung zu höherer Inflation«; auch im WirtschaftsWoche-Interview in Nr. 10 vom 08.03.2010, Seite 24 ff., wendet sich Axel Weber entschieden gegen den IWF-Vorschlag, höhere Inflationsziele doch einmal zu erwägen. <http://www.wiwo.de/politik-weltwirtschaft/kein-problem-der-gesamten-waehrungsunion-424075/>

³² FTD 24.02.2010, »Viel Lärm um eine Vier«; FAZ 25.02.2010, Seite 11, »Währungsfonds auf Irrwegen«.

³³ Axel Weber hat im WiWo-Interview vom 08.03.2010 für den Fall steigender Inflationserwartungen angedroht, dass die Notenbanken einen restriktiveren Kurs in der Geldpolitik einschlagen werden, an dem die Regierungen kein Interesse haben könnten.

³⁴ WirtschaftsWoche Nr. 10 vom 08.03.2010, Seite 25 – Grafik der fünfjährigen Erwartungen von 2007 bis 2010.

³⁵ Mein Aufsatz »Wieviel Inflation?«, FdF 265 (2004), Seite 15.

Niveau zu stabilisieren. Man sprach von der »Great Moderation« und fühlte sich währungs- und konjunkturpolitisch schon in einem neuen Zeitalter.³⁶ Mitte 2008 schossen die Inflationsraten dann nach oben, um kurz darauf in den Deflationsbereich zu fallen.³⁷

Die Notenbanken haben es zu diesem Zeitpunkt, also im Sommer 2008, versäumt, sich zu höheren Inflationszielen zu bekennen. Sie hätten die Inflationserwartungen auf das Niveau der damals bereits erreichten Inflationsraten anheben und sie dort verankern können. Weil sie am unzureichenden 2%-Ziel und zunächst auch an den damals hohen Leitzinsen festhielten, kam es zum Absturz in den Deflationsbereich. Wegen der immer wiederholten Bekräftigung des zu niedrigen Inflationsziels sind die Inflationsraten sogar nach zwei Jahren immer noch unterhalb des schmalen Bandes, in dem sie sich bis September 2007 befanden.

Im kurzfristigen Bereich – z. B. hinsichtlich der Leitzinsen – werden die Realzinsen nicht durch mäßige Inflationserwartungen, sondern nur insoweit negativ, als die aktuelle Inflationsrate höher ist als die Nominalzinsen. Auf längerfristige Erwartungen kommt es bei kurzfristigen Kapitaldispositionen nicht an. Nur mittel- und langfristige Dispositionen werden – auch unabhängig von der aktuellen Inflationsrate – von Erwartungen hinsichtlich der künftigen Inflationsraten beeinflusst. Die Notenbanken agieren an den kurzfristigen Kapitalmärkten, also in dem Bereich, in dem es auf die aktuellen Inflationsraten ankommt, wenn sie negative Realzinsen anstreben. Der regelmäßige Hinweis der EZB, dass die Inflationserwartungen nach wie vor stabil bei 2% verankert sind, muss vor diesem Hintergrund bewertet werden: Sie misst nur die fünf- und die zehnjährigen Erwartungen und diese sind für die Wirkungen ihrer Geldpolitik bei weitem nicht so bedeutend wie die jeweils aktuelle Inflationsrate. Diese muss stabil sein und durch ihre ausreichende Höhe der Notenbankpolitik Spielraum verschaffen. Je stabiler die Inflationsraten sind, umso stabiler werden auch die Inflationserwartungen. Beider Stabilität hängt davon ab, ob sie eine Mindesthöhe überschreiten, die inflationsgerechtes Verhalten hervorruft, das sich vom Verhalten bei Geldwertstabilität unterscheidet.

Es zeigt sich, dass es gar nicht einfach ist, die Inflationserwartungen als ein wirksames Steuerungsinstrument zur Stabilisierung der Inflationsraten einzusetzen. Wenn sie zu niedrig sind, werden sie vernachlässigt; das Verhalten der Bevölkerung wird von »gefühlter Geldwertstabilität« bestimmt.³⁸

³⁶ Der IWF-Volkswirt Olivier Blanchard, a.a.O., Seite 3 – 7 im Kapitel II »What we Thought we knew«.

³⁷ Siehe auf Seite 3 Fußnote 3 dieses Heftes; die Instabilität erklärt »Wieviel Inflation?«, a.a.O., S. 14.

³⁸ Mein Aufsatz »Wieviel Inflation?«, FdF 265 (2004), Seite 14.

Diese Einschätzung bestätigte der Vice Chairman des Board of Governors of the Federal Reserve, Donald L. Kohn, erst kürzlich bei einem Vortrag vor Akademikern mit den Worten: »Central Banks around the world have been working for 30 years to get inflation down to levels where it can largely be ignored by businesses and households when making decisions about the future.«³⁹ Erst ab einer Mindesthöhe erwarteter Inflationsraten bestimmt »gefühlte Inflation« das Verhalten.

Die Inflationserwartungen sind ein zusätzliches Instrument der Notenbanken; diese können und dürfen nicht abseits stehen, wenn es um seinen Einsatz geht. Die Inflationserwartungen der Bevölkerung werden geprägt von Erfahrungen mit der Geldwertentwicklung einerseits und dem Vertrauen in die Ziele und in zielbewusstes Handeln der Geldpolitik andererseits. Die Verantwortlichen, also die Notenbanken, müssen sich öffentlich dazu bekennen, dass sich die von ihnen bisher verfolgten Inflationsziele als zu niedrig erwiesen haben. Diese Ziele wurden ihnen bisher geglaubt – selbst in den jüngsten Krisenzeiten. Letztlich können nur die Notenbanken die Bevölkerung davon überzeugen, dass höhere Inflationsraten gewollt sind, aber auch auf ein erträgliches Niveau begrenzt bleiben und dort vor allem auf Dauer stabil gehalten werden. Die Lenkung der Inflationserwartungen auf die unerlässliche, wirklich »gefühlte« Höhe ist eine Aufgabe der Notenbanken, die ihnen niemand abnehmen kann. Die Inflationserwartungen sind ihr ureigenstes Instrument, mit dem sie

- einerseits die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes auf den Konsummärkten beeinflussen (stabilisieren) können und
- andererseits die Ersparnisse in die mittel- und langfristigen Anlagen steuern können.

Zu dieser unkonventionellen Erkenntnis müssen sie sich durchringen und ihre Gründe der Öffentlichkeit darstellen. Nur so können sie auch der Befürchtung entgegentreten, dass Inflationsschübe die unkontrollierbare Folge all der unkonventionellen Maßnahmen sein werden, die sie selbst in den letzten Jahren in unerwarteter Weise ergriffen haben.

Vor dem Ausbruch der Finanzkrise haben die Notenbanken die Kapitalmärkte nicht sorgfältig genug beobachtet und der weit verbreiteten Tendenz, das Kapital nur kurzfristig anzulegen, nicht entgegengewirkt. Soweit beobachtbar, haben sie immer noch nicht erkannt, dass sie etwas dafür tun

³⁹ Donald L. Kohn, The Federal Reserve's Policy Actions during the Financial Crisis and Lessons for the Future, 13. Mai 2010 in Ottawa, Seite 16; <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100513a.pdf>. In freier Übersetzung: »Die Zentralbanken der ganzen Welt haben 30 Jahre lang daran gearbeitet, die Inflation auf ein Niveau niederzudrücken, auf dem Unternehmen und Haushalte sie weitgehend ignorieren können, wenn sie Entscheidungen für die Zukunft treffen.«

können und auch dazu tun müssen, dass die zunehmenden Ersparnisse von jedem einzelnen Sparer so langfristig angelegt werden, wie er sie entbehren kann. Die Bankenregulierung erfasst die Sparer selber nicht; sie sorgt nur dafür, dass die Banken kurzfristige Einlagen nicht langfristig ausleihen (Fristentransformation) und dass jede Ausleihung in einem angemessenen Maße mit Eigenkapital unterlegt wird.

Die Krise hat die Kapitalfülle nicht beseitigt. Zwar haben viele Anleger sehr viel Geld verloren. Aber meistens wanderte es nur in andere Taschen. Zu wirklichen volkswirtschaftlichen Kapitalverlusten führten erst die bei Beginn der Finanzkrise noch gar nicht erwarteten Einbrüche der Realwirtschaft. Trotzdem sind die langfristigen Zinsen so niedrig wie noch nie.

Die Marktwirtschaft richtig ausgestalten

Die Kapitalfülle ist wünschenswert. Problematisch ist nur, dass viele Ökonomen noch nicht verstehen, wie der Finanzsektor, dessen Spekulationsfreude ihnen Sorgen macht, nicht nur rechtlich, sondern auch ökonomisch geordnet werden muss. Moralische Appelle reichen nicht. In einer Marktwirtschaft kommt es darauf an, die ökonomischen Interessenlagen so zu gestalten, dass jeder Einzelne seine freien Entscheidungen so trifft, dass sie jeweils nicht nur in seinem persönlichen Interesse, sondern gleichzeitig auch im gesamtwirtschaftlichen Interesse liegen. Das ist selbst in einer Marktwirtschaft nicht automatisch gegeben, sondern nur dann, wenn sie sorgfältig ausgestaltet worden ist. Leider wird diese Erkenntnis oft vernachlässigt und die moralische Anstrengung nicht ausreichend darauf gerichtet, Mängel der bestehenden Ordnung zu erkennen und durch kluge Ordnungspolitik zu beseitigen. Wo die Koordination der Einzel- mit den Gesamtinteressen wirtschaftspolitisch unterblieben oder nicht gelungen ist, zeigen sich bald Verwerfungen, die dann als »Marktversagen« wahrgenommen werden und oft vorschnell Zweifel an der marktwirtschaftlichen Idee aufkommen lassen.

Die Kapitalfülle ist zwar gesamtwirtschaftlich an sich wünschenswert, jedoch dann potentiell schädlich, wenn sie im Bereich kurzfristiger Anlageformen verharrt und zu sehr großen Teilen nur kurzfristig spekulierend bewegt wird. Das gesamtwirtschaftliche Wohl erfordert die Umwandlung des Geldkapitals (der Ersparnisse aus Geldeinkommen) in Sachkapital,⁴⁰ also

- kurzfristige Ausleihungen an Unternehmen für die Unterhaltung von Lagerbeständen an Vor-, Halbfertig- und Fertigprodukten in der Produktion sowie beim Groß- und Einzelhandel;

⁴⁰ Alan Greenspan, *The Crisis*, 15.04.2010, a.a.O., Seite 13.

- mittelfristige Ausleihungen zur Anschaffung von Maschinen, Einrichtungsgegenständen und Fahrzeugen durch Unternehmen oder Konsumenten;
- langfristige Ausleihungen für den Bau und den Kauf von Betriebsstätten und Wohnungen.

Die Kapitalfülle ist gesamtwirtschaftlich nur beherrschbar, wenn die Realverzinsung für kurz- und notfalls sogar für die mittelfristigen Anlagen in den negativen Bereich gedrückt wird. Damit sollen die Sparer angehalten werden, ihr Interesse an der jederzeitigen Verfügbarkeit ihrer Sparanlagen so weit wie möglich einzuschränken. Soweit sie mittel- oder langfristige Anlageformen wählen, können die Banken problemlos (ohne Fristentransformation) mittel- und langfristige Ausleihungen an Unternehmen und Hauskäufer machen; die Kreditversorgung der produktiv Wirtschaftenden wird also spürbar verbessert, wenn die Sparer ihr Verhalten ändern; die leidigen »Finanzinnovationen« (Schattenbanken) werden dann nicht mehr benötigt, um mit kurzfristigen Krediten langfristige Hypotheken zu finanzieren. Die Banken werden von übergroßen Beständen an kurzfristigen Einlagen der Sparer und davon entlastet, für diesen Überschuss jederzeit verfügbare Anlageformen zu suchen, notfalls das Kapital für spekulative Zwecke an außerbilanzielle Finanzinnovationen auszuleihen.

Inflationserwartungen, die eine ausreichende Höhe haben, werden helfen, die tatsächlichen Inflationsraten in einem schmalen Band vorhersehbar stabil zu halten und die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten bald zu verstetigen, also auf Dauer zu gewährleisten.⁴¹ Das Ausbleiben der aus der Vergangenheit gewohnten Schwankungen der Konjunkturen sowie der Inflations- und der Zinsraten wird die Anreize zur Spekulation wesentlich verringern und auch von daher für Ruhe in den Kapitalmärkten sorgen. Starke Schwankungen (Volatilität) auf den Märkten verwandeln diese in Casinos.

Eine Warnung und ein Hoffnungsschimmer

Die Staaten und die Notenbanken waren bereit, unorthodox zu handeln, aber nicht wirklich unorthodox neu zu denken. Sie haben jahrzehntelang bekämpfte makroökonomische Konzepte des sogenannten Keynesianismus

⁴¹ Dazu mein Aufsatz »Wieviel Inflation?«, FdF 265 (2004), Seite 14ff., insbes. S. 16; die Notenbanken müssen lernen, auch auf die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu schauen und diese ebenfalls zu steuern und zwar so, dass die Wirtschaft mit einer weit geringeren Geldmenge und dadurch mit einem geringeren Inflationspotential leben kann. Sie müssen dazu akzeptieren, dass sie das Ziel »gefühlter Geldwertstabilität« ersetzen müssen durch »gefühlte Inflation«, die verlässlich »unter, aber nahe 5%« stabilisiert werden kann. Wenn die Inflationsrate hoch genug ist, um die gesamte ausgegebene Geldmenge verlässlich auf konstanter (!) Umlaufgeschwindigkeit zu halten, ist ihre Höhe durch geringe Änderungen der Geldmenge leichter steuerbar.

in der Krise angewendet, weil sie nicht untätig bleiben konnten und sich nicht zutrauten, bekannte Pfade zu verlassen. Wenn sie so fortfahren, werden sie auch unseren Wirtschaftsraum in japanische Zustände hineinsteuern. Japan konnte sich bisher nicht daraus befreien, weil es die hier geschilderten Möglichkeiten der Geldpolitik bisher weder erkannt, noch ergriffen hat.⁴²

Die Notenbanken müssen nun Lehren aus der Krise ziehen und sich dabei ernsthaft der Debatte über die Höhe ihrer Inflationsziele stellen.⁴³ Der Stellvertreter Bernankes im Vorsitz der Federal Reserve, Donald L. Kohn, hat dies jüngst in einer kanadischen Universität in beachtlicher Ausführlichkeit getan.⁴⁴ Er nahm dabei Bezug auf Empfehlungen aus dem akademischen Raum, die sicher auch in manchem Hintergrundgespräch an die Notenbanken herangetragen werden. Seine Argumente gegen höhere Inflationsziele sind allerdings teilweise so dilettantisch, dass man den Eindruck haben muss, das Nachdenken habe bei den Verantwortlichen wohl gerade erst begonnen. Aber immerhin kann man erfreut feststellen, dass es der Federal Reserve offenbar nicht mehr sinnvoll erscheint, einer öffentlichen Debatte darüber auszuweichen. In ihr wird jedes Argument dafür und dagegen gründlich überprüft werden.

Die referierten geldpolitischen Vorschläge von Mankiw und Blanchard zur Überwindung der Nullzins-Schranke gehen in die richtige Richtung, sind aber für eine breitere Öffentlichkeit unverständlich, weil sie vom zinspolitischen Instrumentarium der Notenbanken her argumentieren. Die dramatische Fehlentwicklung auf den Kapitalmärkten hat ihre tiefere Ursache letztlich darin, dass das Anlageverhalten der unzähligen Sparer bisher nicht bewusst beeinflusst wird. Es ist zu kurzfristig orientiert und stellt dadurch die Finanzmärkte vor unlösbare Probleme; da hilft eine noch so gute Bankenregulierung für sich allein nicht. Das Anlegerverhalten mit dem gesamtwirtschaftlichen Interesse besser zu koordinieren, ist eine ordnungspolitische, mit ökonomischen Instrumenten zu lösende Aufgabe.

⁴² Paul Krugman empfahl Japan seit 1998, spürbare Inflationsraten anzustreben; vgl. <http://web.mit.edu/krugman/www/nomiddle.html>; ebenso Lars E. O. Svenssons, Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap, Januar 2006; Daniel Leigh vom IWF hat im Aufsatz »Monetary Policy and the lost Decade: Lessons from Japan« (Oktober 2009) Beispielrechnungen mit höheren Inflationszielen durchgeführt.

⁴³ Intern diskutieren die Notenbanken seit Jahren, dass man den Spielraum für Leitzinsentscheidungen oberhalb der Nullzins-Schranke durch höhere Inflationserwartungen ausweiten könnte; siehe dazu John C. Williams, Federal Reserve Bank of San Francisco, Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound, 7. September 2009, Brookings Papers on Economic Activity, http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2009_fall_bpea_papers/2009_fall_bpea_williams.pdf

⁴⁴ Donald L. Kohn, The Federal Reserve's Policy Actions during the Financial Crisis and Lessons for the Future, 13. Mai 2010 in Ottawa, Seite 15–17; <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100513a.pdf>