

WEGE AUS DER KRISE

Korreferat zu Dr. Gertrude Tumpel-Gugerell (EZB)

Bad Ischler Dialog der Österreichischen Sozialpartner

5. Oktober 2009

Der Dialog zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgebern, Wissenschaft und Politik hat in diesem Lande eine lange Tradition. In Deutschland gab es ebensolche Ansätze; einer war die "Konzertierte Aktion", die schon vor über 30 Jahren, nach nur zehnjähriger Praxis, beendet wurde. In der Theorie der Wirtschaftspolitik wird oft der Lehrsatz vertreten, daß Koordination und Kooperation in makroökonomischer Hinsicht stets von Vorteil sind; und die Wirtschaftsgeschichte Österreichs liefert vielleicht ein Beispiel zur Bestätigung dieser These – zumindest hat die hiesige Volkswirtschaft einige große Krisen der Vergangenheit besser durchgestanden als das in Deutschland der Fall war.

Aber man muß auch die notwendigen Rahmenbedingungen für einen erfolgversprechenden Dialog sehen: In kleineren Ländern ist es den verschiedenen Interessengruppen sowie Vertretern von Politik und Wissenschaft offenbar eher möglich, die Position des jeweiligen Gegenübers besser zu verstehen, vielleicht weil stärkere personelle Verknüpfungen vorhanden sind. In großen Ländern, zumal in der globalisierten Weltwirtschaft wird all dies schwieriger. In Deutschland hatte sich schon früh, auch aufgrund mancher historischer Zufälle, ein Muster der Kooperation herausgebildet, das ich als "monopolistische Koordination" bezeichnen möchte: Eine Institution (nämlich die Bundesbank) setzt einen monetären Rahmen, den dann die übrigen Instanzen (nämlich die Lohn- und Finanzpolitik) bei ihrem Verhalten zu berücksichtigen haben. Im Grunde ist durch den Übergang zur Europäischen Währungsunion ein ähnliches Modell für alle Teilnehmer dieses Systems entstanden; und es ist ja auch immer wieder die Vermutung geäußert worden, daß man mit der herausgehobenen Position der EZB ganz bewußt das "Bundesbankmodell" in seinem Wirkungsgrad auf ganz Europa erweitern wollte.

Debatten über Entscheidungen der Geld-, Lohn- und Finanzpolitik folgten in der Vergangenheit oft einem eingefahrenen Ritual, in dem Notenbanken beschworen wurden, im Interesse von Wachstum und Beschäftigung die Zinsen zu senken, während die Gewerkschaften zu Lohnzurückhaltung ermahnt wurden – eigentlich immer: in der Krise, um die Beschäftigung nicht zu gefährden, später im Aufschwung, um keine Lohn-Preis-Spirale anzustoßen. Zugleich wünschen sich alle niedrige Steuersätze, aber nur in einer effizienten politisch-

ökonomischen Ordnung gibt es Kräfte, die die Gefahr der strukturellen Staatsverschuldung in den Fokus des Handelns rücken.

Ist in dieser Krise alles anders? Die Notenbanken sind nahezu weltweit auf einem historisch einmaligen Expansionskurs, ebenso die Staatshaushalte, und die Lohnforderungen sind angesichts der erwarteten Zunahme der Arbeitslosigkeit moderat. Damit stehen eigentlich alle Zeichen auf eine rasche Erholung, zumal sich die großen Länder der Weltwirtschaft im Gleichschritt bewegen. Aber ist es wohl den meisten Beobachtern klar, daß dieser sonnige Ausblick täuscht. Dabei geht es nicht primär um die Frage, ob der sich abzeichnende Aufschwung instabil sein oder immer wieder Pausen einlegen könnte. Es geht mehr um längerfristige strukturelle Faktoren, die paradoxerweise um so bedrohlicher sind je rascher der konjunkturelle Teil der heutigen Krisensituation überwunden ist. Um welche Problem geht es? Ich will einige der im Hauptreferat genannten Punkte in unterschiedlicher Ausführlichkeit aufgreifen.

Wachstum und Neutralität der Geldpolitik

Sicherlich gibt es alternativ-möglichen Wachstumspfade, die die europäische Wirtschaft nach Überwindung der unmittelbaren Krise einschlagen könnte. Der auf die Krise folgende Wachstumspfad ist keineswegs unabhängig von der Art der Krisenbetroffenheit der Akteure und ihrer Wahrnehmung der Zukunftsaussichten. Die Bildung von Sachkapital ist eine endogene Größe des makroökonomischen Prozesses. Die Erfahrung von Kapitalunterauslastung in den Unternehmen beeinflußt tendenziell die folgenden Investitionsentscheidungen negativ. Damit ergibt sich ein Spillover von der Nachfrage- zur Angebotsseite; aufgrund dieses sog. Hysteresiseffektes verschwindet die Unterauslastung der Kapazitäten (auch) deshalb, weil Kapazitäten abgebaut werden. Auch eine nur konjunkturell angelegte Geldpolitik hat daher mit ihrem Effekt auf die Investitionsentscheidung häufig Wirkungen auf der Angebotsseite. Dies ist ein Transmissionsweg einer auch langfristigen Nicht-Neutralität¹ der Geldpolitik, die üblicherweise von einem Großteil der Wirtschaftswissenschaft geleugnet wird.

Analoge Überlegungen sind beim Humankapital anzustellen. Eine anhaltende nachfragebedingte Arbeitslosigkeit kann zu einem fachlichen und psychologischen Dequalifikationsprozeß der Betroffenen führen. Damit können sie immer weniger mit den Beschäftigten in

¹ Vgl. R. Schettkat / R. Sun: Monetary Policy and European Unemployment, Oxford Review of Economic Policy, 25/1, 2009, S. 94-108.

den Betrieben konkurrieren. Unternehmen neigen aus nachvollziehbaren Gründen auch dazu, freie Arbeitsplätze mit Bewerbern zu besetzen, die nach Möglichkeit aus einem anderen Beschäftigungsverhältnis kommen; der Status der Arbeitslosigkeit kann nämlich als Signal einer Minderqualifikation gedeutet werden. Mit der Zeit werden so konjunkturell zu strukturell Arbeitslosen, die in einem Aufschwung immer schwerer einen Job finden.

Die Stärke des Hysterisis-Effektes hängt von konkreten Marktbedingungen ab. Es spricht vieles dafür, daß eine schwache, aber lang anhaltende Rezession eine größere Langzeitwirkung hat als eine tiefe, jedoch nur kurze Rezession. Dies ist ein optimistisches Argument in der gegenwärtigen Lage, weil der in der Tat außerordentliche Einbruch bei Nachfrage, Produktion und Beschäftigung richtigerweise mit massiven nachfragepolitischen Mitteln bekämpft wurde und sich nun bereits Zeichen einer Erholung zeigen.

Fiskalische Konsolidierung und Wachstum

Die fiskalische Nachfragepolitik hat in den Staatshaushalten tiefe Spuren hinterlassen. Zusätzlich haben die Bürgschaftsübernahmen für den Banksektor Vermögensrisiken für den Staat mit sich gebracht, deren Umfang heute noch nicht absehbar ist. Die Debatte über diesen Punkt leidet möglicherweise an einer systematischen Übertreibung, weil weltweit die "Problemaktiva" der Banken brutto addiert und als Abschreibungsbedarf deklariert werden. Übersehen wird dabei, daß viele dieser Aktiva letztlich Interbankforderungen darstellen. Der Abschreibungsbedarf und damit auch das staatliche Verlustrisiko besteht langfristig somit "nur" aus dem Nettokapitalverlust, der sich aus uneinbringlichen Bankforderungen gegenüber dem Nichtbanksektor ergibt.² Dieser ist erheblich niedriger. Auch das wäre ein positives Argument in der Beurteilung der gegenwärtigen Lage.

Festzuhalten ist aber trotz allem, daß sich momentan ein erhebliches Schuldenproblem aufbaut. Dieses ist in den USA vermutlich weniger bedrückend als in Europa, weil hier viele nationalen Staatshaushalte ohnehin strukturelle Finanzierungsschwächen aufweisen. Konsolidierung über Steuererhöhungen gilt als wachstumsfeindlich, über Ausgabensenkungen als po-

² Der Abschreibungsbedarf bei den Banken addiert sich brutto laut IWF auf ca. 4000 Mrd. Dollar. Eine Saldierung könnte den Abschreibungsbedarf auf die Kernprobleme (Immobilien, Kreditkarten etc., aber auch konjunkturelle Risiken) reduzieren. Auch das Volumen der gehandelten und nun ebenfalls "kritischen" Credit Default Swaps, die den Ausfall von Unternehmensanleihen versichern, übersteigt das Basisvolumen dieser Papiere um etwa das Zehnfache (vgl. M. K. Brunnermeier: Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, Journal of Economic Perspectives, 23/1, 2009, S. 77-100).

litisch schwierig. Erfolgreich ist empirisch die Konsolidierung über Wachstum, konkret über die langsame Realisierung progressionsbedingter Mehreinnahmen. Konsolidierung in den USA verlief praktisch immer über diesen Mechanismus. Wenn man sich darauf verlassen will, so setzt das voraus, daß das Wachstum aus finanzpolitischer Perspektive gleichsam exogen ist.

Demgegenüber trifft man in Europa zuweilen auf die Hoffnung, Wachstum über fiskalische Konsolidierung erreichen zu können. Sparpolitik soll praktisch zu einem Instrument der Wachstumsförderung werden, also über einen *negativen* Multiplikator des Deficit Spendings wirken.³ Diese Position erscheint nicht unbedingt überzeugend: In den 1990er Jahren versuchten viele europäischen Länder, die finanzpolitischen Kriterien für den Eintritt in die EWU zu erfüllen. Die Wachstumskonsequenzen der erfolgreich betriebenen Konsolidierung waren jedoch eindeutig negativ.

Damit existiert in Europa langfristig ein Staatsschuldenproblem, dessen Lösung nicht in Sicht ist. Kurzfristig droht jedoch die Gefahr, daß die Regierungen zu früh vom Kurs einer Nachfrageförderung abrücken, der sinnvollerweise über Steuersenkungen laufen sollte. Das Signal aus Brüssel, ein Defizitverfahren gegen die europäischen "Schuldensünder" zu eröffnen, ist aus diesem Grund disfunktional. Nicht zuletzt weil die EZB keine konjunkturpolitische Verantwortung wahrnimmt, fällt eben diese Aufgabe in Europa wohl oder übel der Fiskalpolitik zu.⁴ Die dringend notwendige Konsolidierung struktureller Defizite sollte in einer Aufschwungphase in Angriff genommen werden. Die Konsequenz, mit der die EU-Kommission nun ein "Fehlverhalten" ahnden will, wäre besser an dem Punkt zum Tragen gekommen, als es um Länder ging, die mit falschen Daten zum Staatshaushalt die Mitgliedschaft in der EWU erlangt haben.

Lohnpolitik und Einkommensgerechtigkeit

Natürlich bleibt die Lohnpolitik in der Verantwortung. In der EWU hat die allgemeine Nominallohnentwicklung einen Einfluß auf die europäische Inflationsrate und die nationale Nomi-

³ Vgl. Europäische Zentralbank: Der Einfluß der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise, Monatsbericht April, 2004, S. 49-63 und G. Giudice u.a.: Non-Keynesian Fiscal Consolidation in the EU? Ex Post Evidence and Ex Ante Analysis, CEPR Discussion Paper 4388, London 2004.

⁴ Vgl. H.-P. Spahn: Zum Policy-Mix in der Europäischen Währungsunion, in: E. Hein u.a. (Hg.): Finanzpolitik in der Kontroverse Marburg 2004, S. 275-304.

nallohnentwicklung über die preisliche Wettbewerbsfähigkeit auf die nationale Beschäftigungslage. Der letztgenannte Aspekt verweist auf die Möglichkeit nationalen Lohndumpings, eine moderne Variante merkantilistischer Abwertungspolitik, die in den vergangenen Jahren von Deutschland praktiziert wurde. Die Gefahr dabei ist, daß man beim Konsum das verliert, was man beim Export gewinnt, und daß Ungleichgewichte zwischen den EWU-Ländern in einer untragbaren Weise zunehmen. Richtschnur der nationalen Lohnpolitik sollte deshalb neben der europäischen Zielinflationsrate die nationale (krisenbereinigte) Produktivitätsentwicklung sein. Streiten kann man darüber, ob statt der volkswirtschaftlichen oder branchenmäßigen sogar die betriebliche Produktivitätsentwicklung zugrundegelegt werden sollte; denn dies könnte den Strukturwandel behindern.

Die eher grundsätzliche Frage ist, wie die Lohnpolitik in den Industrieländern auf die zunehmende Ungleichheit im Bereich der personellen Einkommensverteilung reagieren wird. Diese Entwicklung ist jüngst aufgrund der Debatte um die Bonuszahlungen an leitende Angestellte im Banksektor in den Blickpunkt gerückt. Aber das Phänomen unverhältnismäßig hoher Topgehälter ist viel allgemeiner und auch schon älter. Es ist schwer nachvollziehbar und mit den Grundprinzipien einer volkswirtschaftlichen Verteilungstheorie auch nicht begründbar, daß am Ende eines Geschäftsjahres sich zeigende Sondergewinne in erster Linie dem Topmanagement, und nicht allen Beschäftigten oder den Kapitaleignern zustehen.⁵ Es ist also notwendig, erstens eine Debatte über Fehlentwicklungen und Reformperspektiven in der Unternehmensverfassung zu führen (wie sollten Manager entlohnt werden? wer sollte darüber bestimmen?) und zweitens einen erneuten Anlauf bei der Frage der Gewinnbeteiligung der Arbeitnehmer zu unternehmen. Beides könnte dazu beitragen, die Bereitschaft zu einer stabilitätsorientierten Nominallohnpolitik zu stärken.

Die Intermediationsfunktion des Banksektors

Ein effizienter Banksektor ist mit entscheidend für die Erholung der Volkswirtschaft aus der Krise und langfristig unverzichtbar für eine reibungslose Funktionsweise unserer Geldwirtschaft. Unglücklicherweise ist heute unklarer denn je, worin die Intermediationsfunktion des Banksektors besteht und woraus sie bestehen soll.⁶ Diese Frage ist in Abgrenzung zur Rolle

⁵ Vor Jahren erhielt ein deutscher Topmanager für seine Unterschrift unter eine (allerdings mehrwöchige) Fusionsverhandlung 60 Mio. Euro.

⁶ Vgl. Europäische Zentralbank: Die Rolle der Banken im geldpolitischen Transmissionsprozess, Monatsbericht August, 2008, S. 93-108.

der Finanzmärkte zu diskutieren. Nach einer traditionellen Norm der Arbeitsteilung betreiben Banken ein "originate and hold", während Finanzmärkte ein "issue and trade" ermöglichen. Das heißt, Banken schaffen Kreditforderungen, die sie dann bis zur Fälligkeit in ihren Bilanzen halten, während auf Finanzmärkten private Schuldner Wertpapiere emittieren, die danach frei zwischen potentiellen Gläubigern gehandelt werden können.

Diese Form der Arbeitsteilung ist durch die Innovation der Verbriefung mit dem nachfolgenden Verkauf von Bankkreditforderungen ein Stückweit aufgehoben worden. Banken werden dadurch zu Finanzmarktagenturen, die indirekt auch denjenigen privaten Schuldnern eine Kapitalmarktfinanzierung verschaffen, die früher davon ausgeschlossen waren: weil sie als kleine, unbekannte oder riskant eingeschätzte Akteure keine eigenen handelbaren Schuldpapiere hätten emittieren können.

Auf den ersten Blick erscheint dies als eine durchaus vorteilhafte Finanzinnovation. Die Salzburger Banken könnten die gesamte Kreditnachfrage der Bäckermeister aus der Region zusammenfassen und als synthetisches Wertpapier auf den Kapitalmarkt bringen, das dann durch den Tilgungs- und Zinsstrom der ursprünglichen Kredite bedient wird. Bei einem vollständigen Verkauf der Wertpapieremission durch die Banken (der sog. True-Sale-Verbriefung) geben sie das Gläubigerrisiko an die Wertpapierkäufer ab. Diese übernehmen jedoch lediglich ein "gepooltes" Risiko: Durch die Beteiligung an der Kreditvergabe an die Gruppe *aller* Bäcker der Region wird ein gewisser Diversifikationseffekt erzielt, so daß das Verlustrisiko sinkt. Somit ist offenbar allen geholfen: Die Bankbilanzen bleiben flüssig, die Sparer erhalten neue Anlageoptionen mit überschaubarem Risiko und die Finanzierungsspielräume der Schuldner erweitern sich.

Hervorgegangen ist die Strategie der Kreditverbriefung aus der erfolgreichen Bewältigung einer Bankenkrise in den frühen 1980er Jahren. Damals wurden Großkredite amerikanischer Banken an Entwicklungsländer nach einer allgemeinen Zinssteigerung in der Weltwirtschaft notleidend; ihre formal gebotene Abschreibung hätte das Bankkapital gefährdet. Der Ausweg bestand darin, die Kredite handelbar zu machen und als Wertpapiere auf den sich damals entfaltenden Weltfinanzmarkt zu bringen. Der Name "Junk Bonds" drückte ziemlich genau aus, um was es sich dabei handelte: um "Schrottpapiere", deren Solidität völlig unklar war. Der entscheidende Punkt ist: Dies war jedem Käufer dieser Papiere im Vorhinein bekannt.

Die gesamte Operation war ein Beispiel für die wirtschaftliche Nützlichkeit und die soziale Funktion des Spekulantentums, das heute völlig zu Unrecht stets kritisiert wird. Wohlhabende Akteure konnten riskante Papiere als Beimischung ihres Portfolios erwerben, die an ih-

rem bisherigen Aufbewahrungsort, nämlich in den Bankbilanzen, für eine Systemkrise gesorgt hätten. Die Spekulanten konnten sich entscheiden, mit ein paar Prozentpunkten ihres Vermögens zu spielen: Im schlimmsten Fall verliert man eben diese paar Prozentpunkte, im günstigsten, wenn die Papiere tatsächlich bis zur Tilgung bedient werden, ergibt sich wegen des niedrigen Einkaufspreises ein stattlicher Gewinn. Im übrigen hat man nach ihrer Emission von diesen Junk Bonds nichts mehr gehört – was ein gutes Zeichen war: Das drohende Problem der Kreditausfälle wurde offenbar bewältigt, im Einzelfall hat es bei den neuen Gläubigern Gewinne oder Verluste gegeben, die aber gesamtwirtschaftlich völlig bedeutungslos waren.

Es ist wichtig, die Bedingungen für diese erfolgreiche Kreditverbriefung zu wiederholen.

(1) Zunächst war die ursprüngliche Kreditvergabe *nicht schon mit der Absicht der späteren Verbriefung* erfolgt. Man kann annehmen, daß die Banken eine übliche Bonitätsprüfung vorgenommen hatten, die sich dann wegen einer Änderung der gesamten Marktlage als falsch herausstellte. Die Papiere wurden emittiert, nachdem Probleme bei der Kreditbedienung aufgetreten waren. Das prägte ihre Preisbildung und leitet allgemein zum zweiten Punkt über:

(2) Die neuen Wertpapiere müssen die *Art des enthaltenen Risikos transparent* ausweisen. Der Spekulant muß wissen, mit was und worüber er spekuliert. Nur dann kann man den Finanzmarkt als einen Ort der fairen Preisfindung nutzen, weil sich dann hier die unterschiedlichen Einschätzungen über die Höhe des Risikos im Marktpreis der Papiere widerspiegeln.

(3) Schließlich sollten Problempapiere aus dem *Nettovermögen* heraus erworben werden, d.h. der Kauf sollte nicht selbst kreditfinanziert sein. Denn in diesem Fall könnte ein Ausfall der Papiere indirekt auch den Kreditgeber des Spekulanten treffen und so einen Schneeballeffekt von Insolvenzen auslösen.

Alle drei Punkte waren während der zurückliegenden Welle der Kreditverbriefung nicht gegeben und haben so die Subprime-Krise verursacht:

(1) Die amerikanischen Banken wären dem politischen "Auftrag" zur Vergabe von Immobilienkrediten auch an, vorsichtig formuliert, einkommensschwächere Kreise nicht gefolgt, hätten sie nicht die Möglichkeit gesehen, die entstehenden Forderungen sofort weiterzureichen.

(2) Durch die mehrfache Verpackung von Kreditforderungen in synthetischen Wertpapieren war Anlegern und möglicherweise auch Rating-Agenturen nicht klar, welches Risiko diese Papiere tatsächlich enthielten; das Gebot der Transparenz war größtenteils verletzt. Man sieht daraus, daß das Prinzip einer Risikodiversifizierung sich in seiner Wirkung ins Gegenteil verkehren kann, wenn man es zu weit treibt: Durch das immer weitere "Kleinschneiden"

und "Neuverpacken" von Kreditrisiken war zum Schluß nicht mehr klar, welche Risiken wo liegen. So war schließlich (wie bei einer mittelalterlichen Brunnenvergiftung) der gesamte Finanzmarkt infiziert; kein Akteur traute sich mehr, einem anderen einen auch nur kurzfristigen Kredit zu geben, weil nicht auszuschließen war, daß eben dieser plötzlich einen ungeahnten Risikofall bei sich entdeckt und über die eigene Zahlungsunfähigkeit auch den Kreditgeber gefährdet.

(3) Dem Banksektor ist es schließlich nicht gelungen, die synthetischen Wertpapiere im großen Stil an den Nichtbanksektor zu verkaufen. Hätten die Sparer in der Weltwirtschaft (wohlwissend um die verbundenen Risiken) diese Papiere aus freier Entscheidung ihren Portfolios beigemischt, so hätten sie nach dem absehbaren Ende des Immobilienbooms Verluste tragen müssen (und hätten künftig vielleicht vom Kauf solcher Papiere Abstand genommen). Aber diese Verluste wären weitaus geringer gewesen als diejenigen, die nun aufgrund des Zusammenbruchs nahezu aller Finanzmärkte tatsächlich zu tragen waren; und vor allen Dingen wäre mit diesen Verlusten kein Systemrisiko verbunden gewesen, das Staat und Notenbanken zu bis dato unvorstellbaren Rettungsmanövern zwang. Faktisch aber blieben die synthetischen Wertpapiere im Bereich des Banksektors hängen; und da Banken nun einmal fast jeden Anlage-Dollar oder -Euro schuldfinanzieren, drohten die Ausfälle auf der Aktivseite jeder einzelnen Bank jeweils mindestens eine andere mit in den Bankrott zu treiben.⁷

Die von allen Seiten angemahnte Reform der Finanzmarktregulierung greift möglicherweise zu kurz. Kürzlich wurde im Europäischen Parlament eine Norm empfohlen, nach der Banken lediglich 5 % der geschaffenen Kredite in ihren Bilanzen halten müßten. Dies aber ist zu wenig. Die volkswirtschaftliche Aufgabe der Banken besteht in der sorgfältigen Auswahl und Überwachung von Kreditprojekten und Schuldnern; sie erfüllen diese Aufgabe, indem sie ein langfristiges Eigeninteresse an der Tilgung haben. Werden 95 % der Forderungen sofort weiterverkauft, können die restlichen 5 % eigentlich sofort abgeschrieben und durch die Abschaffung der teuren Kreditabteilungen gegenfinanziert werden. Zu befürchten ist dann, daß mangels sorgfältiger Kreditprüfung zu viele schlechte Wertpapiere auf den Markt kommen, die dann eine nächste Vermögensmarktkrise verursachen können.

Will man nicht die klassische Intermediationsfunktion der Banken wiederherstellen und die Verbriefung ganz verbieten, so muß dafür Sorge getragen werden, daß die Banken über

⁷ Es wird zuweilen darüber gestritten, ob man die an der gesamten Operation beteiligten Banker nicht wegen krimineller Machenschaften zur Verantwortung ziehen sollte. Tatsächlich sollte man sie wegen ihrer ausgesprochenen Dummheit bestrafen: Sie mußten aufgrund ihrer Marktkenntnis wissen, welche Zeitbomben in ihren Bilanzen lagerten und so ihre eigenen Institute gefährdeten.

genügend Standfestigkeit verfügen, um auch größere Ausfälle in ihren Bilanzen zu überstehen. Damit ist die Eigenkapitalausstattung der Banken angesprochen. Sie sollte deutlich heraufgesetzt werden, um ihr Sicherheitspolster zu erhöhen. Banken sollten nicht wie in der letzten Finanzmarktkrise zu Multiplikatoren von Vermögensverlusten werden, indem mit einem Dominostein auch alle anderen umfallen, sondern sie sollten in der Lage sein, auftretende Vermögensverluste abzufedern und damit im Gesamtmarkt stabilisierend zu wirken.

Zudem könnte man die Forderung nach einer höheren Eigenkapitalausstattung nach der Größe staffeln, um einen erwünschten Struktureffekt zu erzielen. Es wäre wünschenswert, wenn nicht jede Bank aufgrund eines ihr zugesprochenen "too big to fail" Status im Krisenfall als systemrelevant eingestuft werden müßte. Mit dem Bilanzvolumen steigende Eigenkapitalforderungen⁸ könnten den Trend zu immer größeren Kreditinstituten bremsen. Es wäre eine fatale Langzeitwirkung der großzügigen Hilfsmaßnahmen von Regierungen und Notenbank, wenn im Banksektor der Eindruck entstünde, daß auch die Risiken der Aktivitäten im kommenden Aufschwung notfalls wieder auf die Allgemeinheit abgewälzt werden können.

Gibt es "mittelfristige Risiken für die Preisstabilität"?

Es ist unbestritten, daß die EZB bei den Bemühungen zur aktuellen Krisenüberwindung mittelfristige Risiken für die Preisstabilität nicht außer Acht lassen darf. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, wodurch sich mittelfristige von kurzfristigen Inflationsgefahren unterscheiden und wie man erstere diagnostizieren kann. Sinnvoll ist es, angebotsseitige Schocks als kurzfristige Inflationsimpulse zu definieren, auf die die Notenbank ohnehin wenig Einfluß hat.⁹ Dagegen ist zu vermuten, daß der Einfluß der Lohnpolitik auf die Preissteigerungen eher einem systematischen, konjunkturellen Muster folgt, das sich im Prinzip im berühmten Phillips-Kurven-Diagramm zeigen müßte.

Dieser Zusammenhang ist in der EWU empirisch nur schwach ausgeprägt: Die bereinigte Inflationsrate bleibt mit wenig Variation im Schnitt unterhalb von 2 % und bewegt sich leicht

⁸ Es versteht sich von selbst, daß die Konstruktion sog. Zweckgesellschaften ausgeschlossen werden muß, die faktisch eine Art Investmentbanking betrieben haben, jedoch als "Nicht-Bank" deklariert wurden und sich so den Eigenkapitalvorschriften und sonstigen Regulierungen entziehen konnten.

⁹ In weltwirtschaftlicher Perspektive sieht dies anders aus: Preissteigerungen bei Rohstoffen und Energie mögen für Europa exogene Störungen sein; sie hängen jedoch vom allgemeinen Wachstumstempo in der Weltwirtschaft ab, auf das der geldpolitische Kurs *aller* Notenbanken durchaus einwirkt.

invers zu den Schwankungen der Arbeitslosenquote (*Abbildung 1*); allerdings muß man bei derartigen Aussagen stets unterstellen, daß die erwartete Inflationsrate konstant geblieben ist. Die im Euro-Raum bislang nur mäßige Reaktion der Lohninflation auf konjunkturelle Bewegungen¹⁰ bedeutet einerseits in der Rezession, daß die EZB möglicherweise in ihrer konjunkturpolitischen Enthaltensamkeit bestätigt wird: Weil die Inflationsrate kaum unter ihre Zielmarke von 2 % sinkt, bleiben zinspolitische Impulse aus, selbst wenn Produktion und Beschäftigung ihren angebotsseitigen Spielraum nicht ausnutzen. Ein flacher Verlauf der Phillips-Kurve läßt aber dann auch im Aufschwung keine starke Zunahme der Lohninflation befürchten. Das heißt in der gegenwärtigen Konstellation für die EZB, daß die Krisenüberwindung nicht schon unmittelbar mittelfristige Risiken für die Preisstabilität signalisiert. Der zinspolitische Kurs könnte insoweit expansiv gehalten werden.

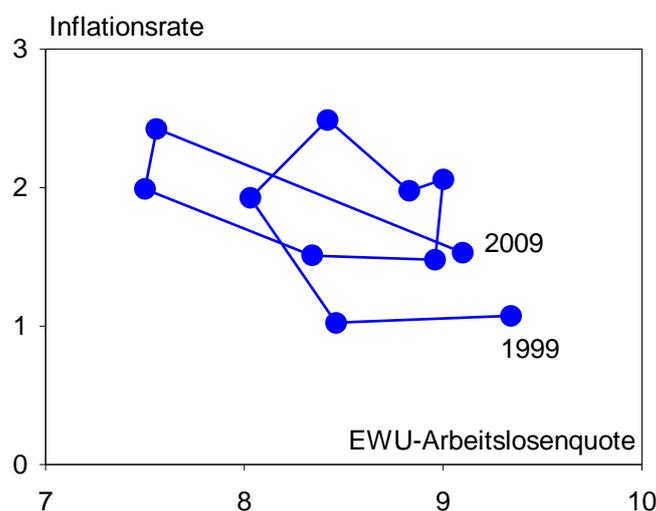


Abbildung 1: Phillips-Kurven-Konstellationen für den Euro-Raum 1999-2009
(HVPI-Inflation ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel)

Die mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität werden von Seiten der EZB allerdings nicht vor dem Hintergrund einer Phillips-Kurve, sondern anhand der berühmten "zweiten", monetären Säule ihrer geldpolitischen Strategie beurteilt. Diese basiert auf der Annahme einer langfristigen Gültigkeit der Quantitätstheorie, die bekanntlich einen kausalen Einfluß des Geldmengenwachstums auf die Inflation behauptet, unter den Annahmen, daß das reale Wirtschaftswachstum letztlich von Geldpolitik und Konjunktur unberührt¹¹ und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes auf einem stabilen Trendpfad bleibt. Auf der Basis dieses Ansatzes

¹⁰ Vgl. EZB: Monatsbericht September, 2009, S. 58 ff.

¹¹ Oben wurde darauf hingewiesen, daß diese Annahme nicht generell erfüllt ist.

hatte die EZB einen Richtwert für ein stabilitätsorientiertes Wachstum der Geldmenge M3 von 4,5 % aufgestellt. Dieser wird allerdings seit einiger Zeit in den Grafiken des EZB-Monatsberichtes gar nicht mehr mit eingezeichnet, vermutlich weil das tatsächliche M3-Wachstum über Jahre hinweg vom Richtwert abwich, ohne das sich eine Verletzung des Geldwertziels zeigte (*Abbildung 2*).

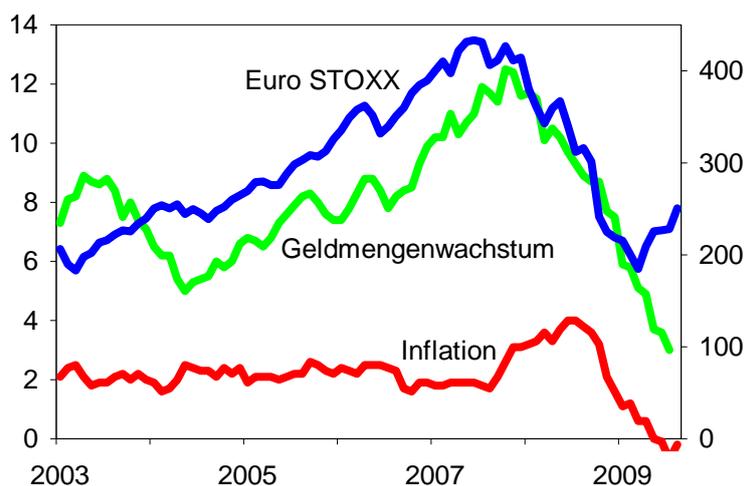


Abbildung 2: Aktienkurse (rechte Skala), M3-Wachstum und Inflation (HVPI) im Euro-Raum

Immerhin ist der rasche Rückgang des M3-Wachstums seit 2008 für die EZB ein Anzeichen dafür, daß keine mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität bestehen. "Die [...] Verlangsamung der monetären Grunddynamik stützt die Ansicht, dass der Inflationsdruck auf mittlere Sicht gering ist."¹² Diese Einschätzung mag überraschen, weil sich die Zentralbankgeldmenge in den letzten beiden Jahren kräftig ausgeweitet hat. Aber diese zusätzlich geschaffene Liquidität hat das Banksystem praktisch nicht verlassen; sie wird von den Geschäftsbanken auf dem Einlagekonto der EZB gehalten und stellt daher unmittelbar kein Inflationspotential dar. Im übrigen kann diese Liquidität innerhalb weniger Monate mit dem üblichen EZB-Instrumentarium wieder eingesammelt werden.

Grundsätzlich ist zu fragen, wie sinnvoll die Konstruktion der Kategorie "mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität" ist. Die Logik der Unterscheidung zwischen kurz- und langfristigen Inflationsgefahren ist umstritten: Danach ist vereinfacht ausgedrückt das Geldmengenwachstum für den Inflationstrend verantwortlich, während Arbeits- und Gütermarktungleichgewichte Inflationsschwankungen um diesen Trend erzeugen. Aber letztlich ist der Inflations-

¹² EZB: Monatsbericht September, 2009, S. 29.

trend nichts anderes als der ex-post-Durchschnitt der kurzfristigen Preisbewegungen. Eine "langfristige" Inflationsgefahr, die vom Geldmengenwachstum ausgeht, muß mit einer durch Auflösung von Geldanlagen finanzierten Güternachfragesteigerung beginnen. Aber dies ist in der Absatzstatistik erkennbar und die Notenbank kann mit der Zinspolitik darauf reagieren.

Nicht sinnvoll wäre es dagegen, mit einer prophylaktischen Zinsrestriktion schon auf die bloße Geldmengensteigerung zu antworten, weil unsicher ist, ob überhaupt ein Güternachfrageschub auftritt und wie stark er ist. Zudem vermittelt die Ansicht, daß ein übermäßig *gewachsener* Bestand von M3 einen Konjunkturaufschwung weiter anheizen könnte, eine schiefe Optik: Denn schon der *Bestand* an relativ rasch liquidierbarem Geldvermögen ist in Europa so groß, daß er selbst ohne ein vorhergehendes Geldmengenwachstum – ob nun überschüssig oder nicht – eine potentielle Finanzierungsquelle für die Güternachfrage bildet.

Die Konsequenz dieser Überlegung ist: Wenn es mit Hilfe der wirtschaftlichen Analyse gelingt, kurzfristige Inflationsgefahren zu erkennen, und wenn man die Geldwertstabilität stets kurzfristig über die Zinspolitik sichert, so kann es langfristig kein Inflationsproblem geben. Gelingt es nicht, so müßte die monetäre Analyse auch zur Beurteilung der kurzfristigen Inflationsgefahr herangezogen werden; hier ist sie jedoch aufgrund der instabilen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nicht sehr hilfreich.¹³

Geldwert- und Finanzmarktstabilität: Was wird aus der "Zweiten Säule" der EZB?

Spätestens aufgrund der Ereignisse der vergangenen zwei Jahre ist deutlich geworden, daß Finanzmarktstabilität ein Ziel der Geldpolitik sein muß. Damit könnte sich ein neuer Zielkonflikt andeuten: Ging es bislang in wirtschaftspolitischen Kontroversen oft um den immer wieder diskutierten Trade-off zwischen Geldwertstabilität und Beschäftigung (den die EZB allerdings stets geleugnet hat), so hat sich das Interesse nun ein Stückweit zu der Frage verschoben, ob die Sicherung der Geldwertstabilität zugleich auch für die Stabilität auf den Finanzmärkten sorgt. Lange Zeit herrschte die Ansicht vor, daß Geldwertstabilität eine sicherlich notwendige, wenn nicht sogar hinreichende Bedingung dafür ist, daß auf den Finanzmärkten keine größeren Störungen auftreten; eine besondere Aufgabe der Notenbanken, aktiv für Finanzmarktstabilität zu sorgen und "Bubbles" zu verhindern, ist dann nicht notwendig.

¹³ Vgl. J. Galí u.a.: *The Monetary Policy Strategy of the ECB Reconsidered – Monitoring the European Central Bank*, 5, CEPR, London 2004 und H.-P. Spahn: *Geldpolitik – Finanzmärkte, neue Makroökonomie und zinspolitische Strategien*, 2. Aufl. München 2009, S. 231 ff.

In den letzten Jahren hat sich in dieser Frage eine Neueinschätzung angebahnt. Ausgangspunkt war das Zusammentreffen von niedriger Inflation auf den Gütermärkten und wiederholten Höhenflügen auf den Vermögenmärkten, die dann in einem Absturz der Preise endeten. Alan Greenspan wies darauf hin, daß – wegen einer geringen Inflation – durchaus angemessene niedrige Zinsen die Entwicklung der Vermögenspreise beflügeln und dabei auch Übertreibungen auslösen können. Die Erfahrung stabiler gesamtwirtschaftlicher Verhältnisse kann zudem die Risikoneigung der Wirtschaftssubjekte erhöhen und darüber die Nachfrage nach Vermögenswerten in allen Sparten des Marktes über jedes vernünftige Maß hinaus antreiben.¹⁴ Damit gelangt die Geldpolitik in einen ungeahnten Zielkonflikt: Gerade der Erfolg bei der Kontrolle der Gütermarktinflation befördert Instabilitätstendenzen auf den Vermögenmärkten.¹⁵

Es wurde bereits oben darauf hingewiesen, daß Reformen im Bereich der Finanzmarktregulierung notwendig sind, um erneuten Fehlentwicklungen vorzubeugen. Jedoch ist zu überlegen, ob die Notenbanken das Ziel der Finanzmarktstabilität nicht auch im Rahmen ihrer Tagespolitik fest verankern sollten. Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB ist dazu im Prinzip gut geeignet. Es bietet sich nämlich an, jede der beiden Säulen für ein geldpolitisches Ziel zu reservieren: die wirtschaftliche Säule zur Analyse des Inflationsproblems auf dem Gütermarkt und die monetäre Säule zur Analyse von Gefahren der Vermögenspreisinflation. Mit dieser Neuausrichtung beendet man die seit langem diskutierten Irritationen um die monetäre Säule, indem die weite Geldmenge M3 konsequenterweise als Vermögensasset begriffen und als Diagnoseelement von Vermögensdispositionen behandelt wird.¹⁶ Zumindest im letzten Zyklus hatte der Verlauf des Geldmengenwachstums weniger mit der Gütermarktinflation zu tun als

¹⁴ "Perhaps the greatest irony of the past decade is that the gradually unfolding success against inflation may well have contributed to the stock price bubble of the latter part of the 1990's. [...] Technology-driven increases in productivity growth imparted significant upward momentum to expectations of earnings growth and, accordingly, to stock prices. At the same time, an environment of increasing macroeconomic stability reduced the perceptions of risk" (A. Greenspan: Risk and Uncertainty in Monetary Policy, American Economic Review, Papers and Proceedings, 94, 2004, S. 35).

¹⁵ Vgl. C. Borio / P. Lowe: Asset Prices, Financial and Monetary Stability – Exploring the Nexus, BIS Working Paper 114, Basel 2002 und J.-C. Trichet: Risk and the Macro-Economy, Speech at the Conference "The ECB and its Watchers X", Frankfurt 2008.

¹⁶ Im übrigen war dies auch ein Tenor der letzten wissenschaftlichen Veröffentlichung von Milton Friedman: A Natural Experiment in Monetary Policy Covering Three Episodes of Growth and Decline in the Economy and the Stock Market, Journal of Economic Perspectives, 19/4, 2005, S. 145-150.

mit dem Boom auf den Vermögenmärkten (*Abbildung 2* oben zeigt die Aktienkursentwicklung als nur ein Element dieser weltweiten Blase).

Der Vorschlag besteht jedoch nicht nur darin, die Geldmenge als ein Diagnoseinstrument (unter anderen) in der Analyse des Vermögensmarktes zu nutzen – dies geschieht sicherlich schon gegenwärtig; wiederaufzunehmen ist auch die Debatte um die Rolle des Geldes als Instrument der Notenbank. Faktisch hat sich in den vergangenen Jahrzehnten immer mehr eine Technik der Geldpolitik durchgesetzt, bei der die stabilitätspolitische Intention durch die Festsetzung des kurzfristigen Zinssatzes erfolgt, während die Zentralbankgeldmenge elastisch dem Bedarf der Geschäftsbanken angepaßt wird. Auch die EZB vermeidet es im Interesse eines störungsfreien Ablaufs der Bankgeschäfte, quantitative Begrenzungen der Bankrefinanzierung als Hebel bei der Umsetzung des zinspolitischen Kurses einzusetzen.¹⁷

Die Deutsche Bundesbank hat dagegen in Phasen geldpolitischer Restriktion gegenüber den Geschäftsbanken durchaus Verknappungen des Geldangebots praktiziert oder zumindest glaubhaft angedroht. Als Konsequenz sahen sich die Banken neben einer Erhöhung ihrer Kreditzinsen auch jeweils zu einer quantitativen Rücknahme ihrer Neukreditvergabe gezwungen: Die empirische Entwicklung in den Jahren 1965-66, 1972-73 und 1979-81 läßt sich analytisch als Linksverschiebung der Kreditangebotsfunktion bei noch konstanter Kreditnachfrage verstehen, der dann jeweils eine Linksverschiebung der Nachfragefunktion folgt, bei der das Kreditvolumen bei sinkendem Zins weiter zurückgeht (*Abbildung 3*). Dieses Muster der Kreditmarktentwicklung unterscheidet sich insbesondere vom letzten Zyklus in der EWU, der von einer auch kreditgetriebenen Assetpreisinflation gekennzeichnet war. Die Zinssteigerungsphase der EZB beginnt hier im Dezember 2005; jedoch expandiert das Kreditvolumen bis in den Sommer 2008 weiter, die Banken überwälzen die steigenden Refinanzierungskosten, fühlen sich aber ansonsten in ihrem Geschäft in keiner Weise beschränkt; erst mit der Lehman-Pleite bricht das Kreditangebot schlagartig zusammen (*Abbildung 4*).

¹⁷ Vgl. P. Disyatat: Monetary Policy Implementation – Misconceptions and Their Consequences, BIS Working Paper 269, Basel 2008.

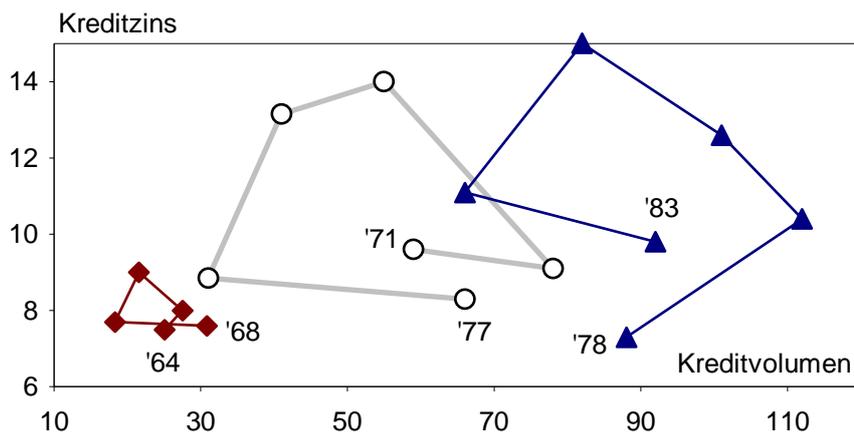


Abbildung 3: Kreditmarktzyklen in Deutschland
(Bankkreditvergabe in Mio. DM an private Nichtbanken)

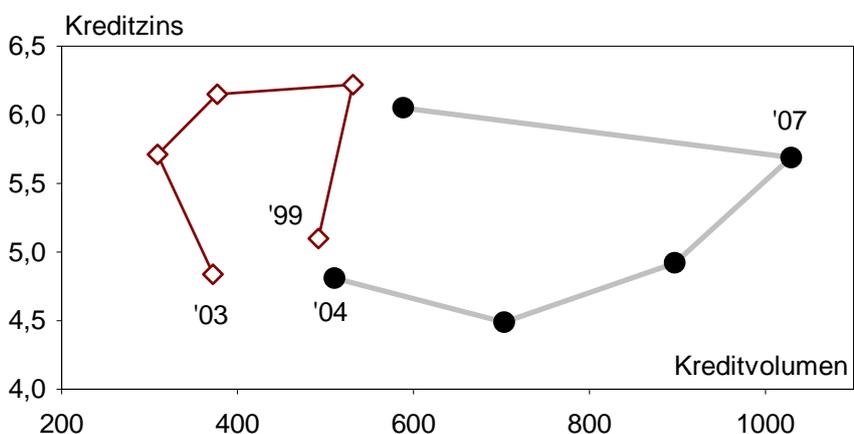


Abbildung 4: Kreditmarktzyklen in der EWU
(Bankkreditvergabe in Mrd. Euro an private Nichtbanken)

Der Vergleich dieser Episoden deutet darauf hin, daß die moderne Technik der Zinssteuerung u.U. zu schwach ist, um eine allgemeine Assetpreis-inflation frühzeitig zu bremsen. Es ist auffällig, daß die Finanzmarktkrisen parallel zur Durchsetzung der Norm eines endogenen Geldangebots weltweit zugenommen haben. Daraus läßt sich folgender Vorschlag entwickeln: Hat sich eine Notenbank entschieden, einer Assetpreis-inflation zu begegnen, so sollte sie dieses Ziel auch durch die effektive Verknappung des Zentralbankgeldangebots kommunizieren. Das unterstreicht die Ernsthaftigkeit dieser Entscheidung, wirkt schneller auf den Kapitalmarktzins, signalisiert allen Marktakteuren gestiegene Risiken von weiteren Engagements am Vermögensmarkt und motiviert die Banken zu einer vorsichtigeren Geschäftspolitik.¹⁸

¹⁸ Vgl. dazu weiter H.-P. Spahn: Asset Prices, Inflation and Monetary Control – Re-inventing Money as a Policy Tool, Manuskript, Universität Stuttgart-Hohenheim, August 2009.

Schlußbemerkung

Konjunkturelle und strukturelle Krisenmomente stehen in einem Zusammenhang. Dies gilt auch für die Krisenbewältigung. Hierbei ist jedoch ein fataler Trade-off feststellbar: Strukturelle Probleme erscheinen nun einmal nicht als dringlich, wenn die allgemeine Wirtschaftsentwicklung einen positiven Eindruck macht. Ist der Aufschwung einmal in Gang gekommen, schwindet die politische Bereitschaft, institutionelle und regulative Änderungen auch gegen den Widerstand der Interessengruppen durchzusetzen. Aber dies könnte sich rächen, weil dann eine Wiederholung der Ereignisse aus den hinter uns liegenden dramatischen Monaten nicht ausgeschlossen ist. Wenn die Politik jedoch an ihrem erkennbaren Reformwillen festhält, so könnte man zusammenfassend sagen: Die Lage ist ernst, aber nicht hoffnungslos.