

Zur Finanzmarktkrise – theoretische Grundlagen

Die Finanzmarktkrise hat gezeigt, dass das Marktsystem spekulative Exzesse, konjunkturelle Überhitzungen und tiefe Konjunkturerinbrüche nicht verhindert. Das in zurückliegender Zeit weitverbreitete Vorurteil, dass freie Märkte von allein für eine stetige Wirtschaftsentwicklung sorgen würden, war eine wesentliche Ursache für solche Exzesse. Dieses Vorurteil verschloss - insbesondere auf den Märkten für Finanz- und Sachanlagen - den Blick für das Abnorme. Wer aber das Abnorme nicht sehen will, kann es auch nicht verhindern.

Abnorme Marktentwicklungen wären keine Katastrophe, wenn die Märkte von sich aus für rasche Korrekturen sorgten. Auch dies aber bleibt auf Märkten, wie sie derzeit verfasst sind, offenkundig aus. Das Marktgeschehen lässt nicht nur die Krise zu, es sorgt auch nicht für deren rasche Überwindung. Selbst dies wäre noch hinnehmbar, wenn wenigstens Staaten und deren Zentralbanken in der Lage wären, Entgleisungen der Märkte rasch und gründlich zu beheben. Auch dies aber ist, wie man aus der jüngsten Krise weiß, nicht der Fall. Der Hauptgrund hierfür ist, dass wesentliche Krisenursachen noch immer unbeachtet bleiben.

Es wäre natürlich falsch, die Krise dem Marktmechanismus als solchem anzulasten. Der Marktmechanismus ist ungerecht und unsozial, aber wenn er für jedermann vollständig transparent wäre und wenn jedermann rational handelte, dann gäbe es keine Finanzmarkt- und Wirtschaftskrisen. Zu solchen Krisen kommt es deswegen, weil zu viele Marktakteure schlecht informiert sind, weil sie Informationen nicht preisgeben oder sich nicht beschaffen wollen, weil sie mit beidem überfordert wären und weil sie dementsprechend krisenträchtig handeln. Tief und langwierig wiederum können solche Krisen deswegen sein, weil die krisenauslösenden Umstände nur langsam korrigierbar sind. Es braucht Zeit, bis bei Produkten, Preisen, Löhnen und Zinsen wieder eine halbwegs krisenfreie Konstellation erreicht ist.

Staaten und Zentralbanken müssen daher in den Markt nicht etwa nur um der sozialen Gerechtigkeit willen eingreifen. Sie müssen dafür sorgen, dass Marktakteure bestmöglichst informiert sind, damit die Wirtschaftsentwicklung nicht von kollektiven Illusionen beherrscht wird, und sie müssen auch darauf hinwirken, dass sich im Abschwung möglichst rasch marktkonforme Löhne und Zinsen bilden können.¹ Die jüngste Krise war u.a. deswegen nicht rasch überwindbar, weil die Zinsen kein hinreichend niedriges Niveau erreichen konnten. Die wichtigsten Zentralbanken senkten zwar ihr Leitzinsniveau letztlich auf Werte nahe null, aber sie taten dies zu langsam und zu spät. Vor allem aber erwies sich ein Leitzins nahe null noch immer als zu

¹ Marktkonforme Löhne könnten sich unter Einhaltung sozialer Gerechtigkeit am besten in einem Bürgergeldsystem bilden. S. hierzu die diversen Beiträge zum Bürgergeld im reformforum-neopolis.

hoch, um eine tiefe Rezession abzuwenden. Tiefer als auf null aber kann der Leitzins nicht fallen.

Inflation und Rentabilität

Ein Leitzins von null kann dann immer noch zu hoch sein, wenn Inflation und Inflationserwartungen sehr niedrig liegen. Dass dies nicht nur ein theoretisches Szenario ist, hat die jüngere Wirtschaftsentwicklung vor allem in Japan sehr deutlich gezeigt. Eine dauerhaft hohe Sparquote hatte dort zu einem hohen Geldvermögensbestand geführt, und hierfür fehlte es auch bei einem niedrigen Nominalzinsniveau an hinreichend rentablen inländischen Anlagemöglichkeiten. Eine Folge hiervon war, dass japanisches Geldvermögen in großem Umfang ins Ausland floss, und die weitere Folge, dass der japanische Staat immenses überschüssiges Geldvermögen in Form wachsender Staatsschulden aufsaugte. Durch diesen extremen Anstieg der Staatsverschuldung konnte zwar eine akute tiefe Rezession verhindert werden, aber das Grundproblem, dass es selbst bei niedrigstmöglichem Leitzins an hinreichend rentablen Anlagemöglichkeiten für den Geldvermögensbestand fehlte, war damit keineswegs gelöst. Das Geldvermögen wuchs vielmehr - vor allem als wachsende Staatsschulden - auch bei stagnierender Wirtschaft weiter.

Lösbar wäre dieses Problem nur gewesen, wenn der Realzins - und damit die Renditen - weiter zurückgegangen wäre. Wenn aber Inflation und Inflationserwartung schon bei null liegen, kann der Realzins nur noch durch deren Anstieg sinken. In solcher Situation müsste daher eine Zentralbank Maßnahmen treffen, die einen möglichst raschen Anstieg von Inflation und Inflationserwartungen herbeiführen. Zu diesem Zweck müsste sie nicht nur viel schneller handeln, als Zentralbanken es bisher üblicherweise taten, sondern sie müsste auch ihr geldpolitisches Instrumentarium wesentlich erweitern. Sie dürfte sich nicht darauf beschränken, die Zinsen für Kredite an Geschäftsbanken zu senken und Kredite ggf. auch gegen schwächere Sicherheiten auszureichen. Sie müsste vielmehr Zentralbankgeld so ausschütten, das es möglichst direkt, möglichst schnell und über einen hinreichend langen Zeitraum in inflations-treibende Nachfrage umgesetzt wird.² Weil und wenn dies nicht gelingt, kann die Wirtschaft jahrelang am Rande einer Deflation verharren und können Staaten sich gezwungen sehen, die Krise durch ausufernde Staatsschulden zu bekämpfen.

In der gegenwärtigen Krise wurde vielfach argumentiert, deren Hauptauslöser sei eine zu laxe Geldpolitik vor allem der amerikanischen Zentralbank gewesen. Richtig hieran ist, dass die Zentralbank der USA sich von der US-Regierung hat in Dienst nehmen lassen, um die Wirtschaftslage zu günstig und aktuelle Kriege entsprechend leicht finanzierbar erscheinen zu lassen. Dass sie bald nach Krisenausbruch eine lockerere Geldpolitik betreiben musste als je zuvor, zeigt aber, dass die vorherige Niedrigzinspolitik den langfristig erzielbaren Renditen besser entsprach, als Kritiker es im Nachhinein glauben machten. Die US-Zentralbank hatte sicher über Jahre hin-

² Ein an alle Bürger ausgezahltes Konjunkturgeld – vorzugsweise als Zuschlag zu einem Bürgergeld - würde diese Anforderungen erfüllen. S. diverse Darstellungen hierzu in www.reformforum-neopolis.de und in B. Wehner, Der Neue Sozialstaat, Wiesbaden 1997, S. 194f.

weg leichtfertig gehandelt, aber der größere Fehler war, dass der Staat nichts gegen kollektive Illusionen über erzielbare Renditen unternahm. Wären durch bessere staatliche Aufsicht diesbezüglich korrektere Einschätzungen erzwungen worden, dann wäre das Geldvermögen weniger stark gewachsen, wäre die Diskrepanz zwischen erwarteten und erzielbaren Renditen weniger groß geworden und hätte daher die Geldpolitik der Vorkrisenzeit keine so dramatischen Folgen gehabt. Der Hauptfehler der US-Zentralbank war, dass sie das Versagen der staatlichen Finanzmarktaufsicht nicht mit geldpolitischen Maßnahmen zu kompensieren versuchte.

Die formale Darstellung

In der folgenden Abbildung 1 ist der Zusammenhang zwischen Investitionsvolumen und Inflationsrate formal dargestellt. Die Kurve I bildet hier die Investitionsmöglichkeiten ab, die in absteigender Reihenfolge nach ihrer erwarteten Rentabilität geordnet sind.³

Die Kurve A steht für das Angebot an Geldvermögen, mit dem Investitionen finanziert werden können. Dieses Angebot ist begrenzt und reicht hier bis zum Punkt C. A hat einen leicht ansteigenden Verlauf, weil Anleger mit umso geringeren Zinsen zufrieden sind, je leichter sie sich von der Rentabilität einer Investition überzeugen können. Dies dürfte im Allgemeinen umso eher der Fall sein, je rentabler die Investition ist.

Die Abbildung 1 stellt die Konstellation bei einer Inflationsrate und Inflationserwartungen von null dar. Unter dieser Voraussetzung entspricht der Realzins (Nominalzins abz. Inflationserwartung) dem Nominalzins. Weiter wird gemäß Abbildung 1 unterstellt, dass der Leitzins der Zentralbank schon nahe null liegt, dass also die Zentralbank ihre Möglichkeiten der Konjunkturstimulierung weitgehend ausgeschöpft hat, ohne gestiegene Inflationserwartungen zu erzeugen. Unter solchen Umständen kann Geldvermögen zu einem Zinssatz in der Größenordnung von etwa 1% bis maximal 2% risikolos angelegt werden. Geldvermögen wird dann nicht für Sachanlagen zur Verfügung gestellt, deren erwartete Rendite niedriger liegt, also unterhalb von ein bis zwei Prozent. Im abgebildeten Szenario wäre dies bei Sachanlagen jenseits des Punktes B der Fall. In solcher Situation werden daher Sachanlagen nicht in ausreichendem Umfang getätigt, um das vorhandene Geldvermögen auszuschöpfen. Dieses bleibt daher teilweise ungenutzt. Das Ausmaß des brachliegenden Geldvermögens entspricht hier dem Abstand zwischen B und C.

Eine solche Konstellation hat zwangsläufig Rezession, Stagnation oder zumindest längerfristige Wachstumsschwäche zur Folge. Die Situation würde sich weiter verschlechtern, wenn es zu einer Deflation käme, wenn also die Inflationsrate geringer wäre als null. Dies würde das ungenutzte Geldvermögen weiter wachsen und damit Investitionen, Produktion und Beschäftigung weiter sinken lassen.

³ Diese Kurve kann auch als Darstellung der Beschäftigungsmöglichkeiten oder der Produktionsmöglichkeiten interpretiert werden, jeweils geordnet nach ihrer Rentabilität. Die Einheit auf der horizontalen Koordinate wäre dann eine Beschäftigtenanzahl bzw. ein Produktionswert.

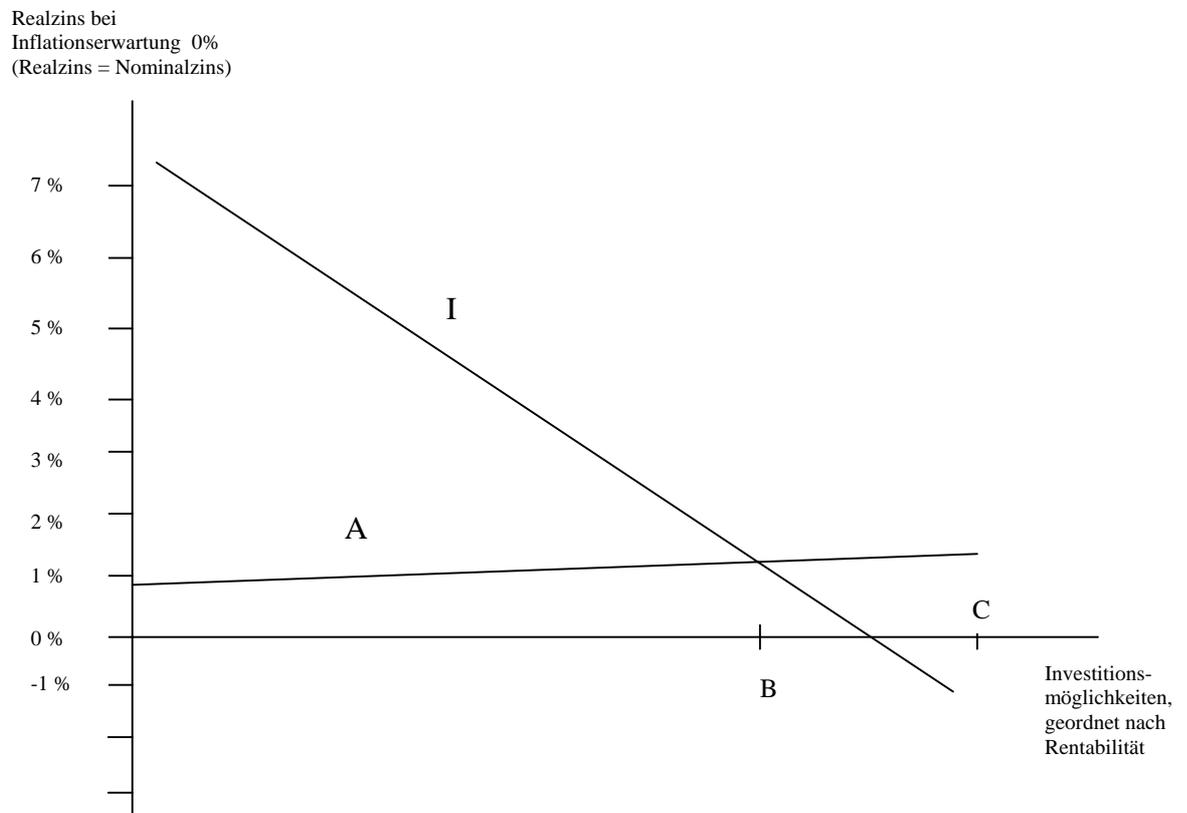


Abbildung 1

I = Investitionsmöglichkeiten

A = Zur Investitionsfinanzierung angebotenes Geldkapital

In Abb. 2 ist dargestellt, wie sich die Situation bei höherer Inflation und höheren Inflationserwartungen verbessert. Bei der hier unterstellten Inflationserwartung von 3% ist der Realzins drei Prozentpunkte niedriger als der Nominalzins. Zweifelsfrei sichere Staatsanleihen werfen bei einem Nominalzins von beispielsweise 2% nur noch eine negative reale Rendite von -1% ab. Anleger sind daher schon dann bereit, private Investitionen zu finanzieren, wenn diese nach Abzug von Risikoaufschlägen etwas bessere Renditen als -1% erwarten lassen. Die Folge ist, dass die Investitionen bis zum Punkt C ausgeweitet werden. Nach dieser Darstellung würde damit das gesamte verfügbare Geldkapital produktiver Verwendung zugeführt, ohne dass es hierfür neuer illusionärer Renditeerwartungen bedürfte und damit der Keim neuer spekulativer Exzesse gelegt würde.

In einem solchen Szenario bedürfte es keiner weiteren staatlichen Eingriffe, keiner Abwrackprämien für Autos beispielsweise und keiner Nachfrageimpulse durch andere schuldenfinanzierte Staatsausgaben. Der Marktmechanismus würde dafür sorgen,

dass Investitionen, Produktion und Beschäftigung im langfristig möglichen Umfang rentabel bleiben.⁴

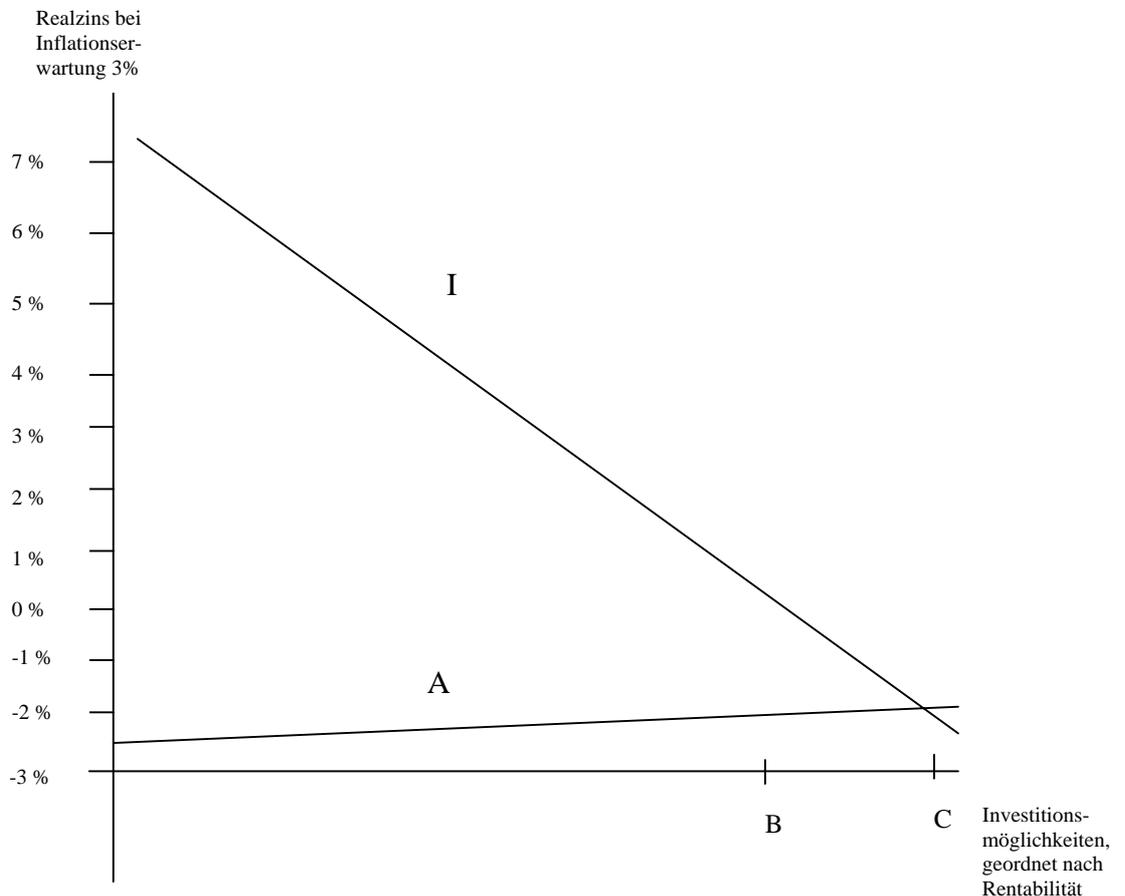


Abbildung 2

Dass Geldvermögen, Beschäftigungs- und Produktionsmöglichkeiten nur bei einem Realzins nahe oder unter null ausschöpfbar sind, mag krisen- und nachkrisentypisch sein, aber dieser Zustand kann langfristig anhalten. Je stärker unter Wirtschaftsakteuren die Neigung zur Geldvermögensbildung ist, desto wahrscheinlicher wird es, dass sich ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht auf Dauer nur bei einem negativen Realzins einstellt. Desto eher müssen Zentralbanken Inflation und Inflationserwartungen auf einem höheren Niveau halten, als sie dies in der jüngeren Vergangenheit getan haben.

Natürlich kann eine solche Konstellation sich ändern. Wenn beispielsweise eine länger andauernde Inflation das Geldvermögen hinreichend entwertet hat, kann auch ein

⁴ Rentabel sind Produktion und Beschäftigung natürlich nur dann im langfristig möglichen Ausmaß, wenn dies durch eine zeitgemäße Beschäftigungs- und Risikopolitik unterstützt wird. S. hierzu die einschlägigen Beiträge im reformforum-neopolis und die einschlägigen Kapitel in B. Wehner, *Der Neue Sozialstaat*, Wiesbaden 1997.

niedrigeres Niveau von Inflation und Inflationserwartungen wieder für die Ausschöpfung des Geldvermögens genügen. Dann könnte eine Zentralbank sich veranlasst sehen, das zur Krisenbewältigung erhöhte Niveau von Inflation und Inflationserwartungen nach der Krise wieder abzusenken.

Es gibt aber wichtige Gründe, es auf Dauer bei einer großzügig bemessenen Inflationsrate zu belassen. Ein Grund ist, dass ein Disinflationsprozess sich immer negativ auf die konjunkturelle Entwicklung auswirkt. Der wichtigere Grund aber wäre, dass ein dauerhaft erhöhtes Inflationsniveau dauerhaft krisenvorbeugende Wirkung hat. Das Inflationsziel einer Zentralbank sollte daher dauerhaft höher sein, als z.B. die Europäische Zentralbank es in jüngerer Zeit gesteckt hat. Sollten Zentralbanken in Zukunft eine Festzinspolitik betreiben, eine Geldpolitik also, die einen langfristigen Zins konstant hält, sollten sie daher auch diesen Zins von vornherein entsprechend hoch ansetzen.⁵

04 – 2009

www.reformforum-neopolis.de

Weitere Beiträge zur Finanzmarktkrise in www.reformforum-neopolis.de u.a.:

- Auch in der Wirtschaft – Überforderung als Systemfehler
- Die Rhetorik der Krise – wie alle wieder Recht behalten
- Finanzmarktkrise – Ausweg Inflation?
- Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise - kurzes Zwischentief oder lange Stagnation
- Finanzmarktkrise – die Konzeptionsfehler der Geldpolitik
- Finanzmarktkrise – die Konstruktionsfehler des Bankensystems
- Finanzmarktkrise und Wirtschaftszyklus – die Kurzanalyse
- Finanzmarktkrise – die Gesamtanalyse
- Finanzmarktkrise und Beschäftigung
- Staatsfinanzen und Neokratie

⁵ Zu Details der so genannten Festzinspolitik s. „Die Logik der Geldpolitik“ (www.reformforum-neopolis.de/files/logik_der_geldpolitik_1.pdf) und „Die Logik der Geldpolitik 2“ (www.reformforum-neopolis.de/files/logik_der_geldpolitik_2.pdf) im reformforum-neopolis.