

WISO

direkt

Analysen und Konzepte zur
Wirtschafts- und Sozialpolitik

Die globale Finanzmarktkrise – kein Fall für Sparpolitik

Michael Dauderstädt¹

Auf einen Blick

Die globale Finanzmarktkrise trifft eine wachsende Weltwirtschaft. Realwirtschaftlich, von Produktion und Bedarf her, spricht wenig gegen weiteres Wachstum. Nur die Kapriolen der Vermögenmärkte gefährden den Wohlstand. Hier muss die Politik eingreifen, um eine Rezession zu vermeiden. Es geht also um mehr als Regulierung. Fundamentale Einkommensungleichgewichte und ordnungspolitische Fehler liegen an der Wurzel der Krise und müssen korrigiert werden.

Die Weltwirtschaft kann auf ein gutes Jahrzehnt zurückblicken. Von relativ schwachen Konjunkturwellen abgesehen, wuchs das globale Bruttoinlandsprodukt kontinuierlich. Besonders stark war das Wachstum in China und einigen anderen Entwicklungsländern. Aber auch in der europäischen Peripherie (Mittel- und Osteuropa, Spanien, Irland) waren markante Aufholprozesse zu beobachten. Unter den entwickelten Volkswirtschaften zeichnete sich die USA als Konjunkturlokomotive aus. Zwar zeigten sich 2007 erste Abschwächungstendenzen und die Rohstoffpreise stiegen. Aber nicht Notenbanken stoppten ein inflationsverdächtiges Wachstum, sondern eine Finanzkrise aufgrund massiver Ungleichgewichte.

Mit zwei Ungleichgewichten in die Krise

Das erste Ungleichgewicht bestand in der globalen Realwirtschaft zwischen Produktion und Konsum. Länder mit großen Exportüberschüssen (China, Südostasien, Deutschland, Ölexporture, Russland) verbrauchen weniger als sie herstellen. Ihnen stehen andere Volkswirtschaften wie die USA oder Spanien gegenüber, die mehr konsumieren oder investieren als sie produzieren und daher Leistungsbilanzdefizite aufweisen. Hinter diesen regionalen Ungleichgewichten verbergen sich Ungleichheiten in der

Einkommensverteilung. Vor allem in den Unterkonsumtionsländern stiegen die Löhne nicht mit der Produktivität. Aber auch in den konsumlastigen Volkswirtschaften wie den USA war die Einkommensverteilung sehr ungleich. Die Löhne der ärmeren Bevölkerung stagnierten, während Kapitaleinkommen und Spitzengehälter explodierten. Diese hohen Einkommen werden nicht voll für den Konsum genutzt, sondern überwiegend gespart.

Das zweite Ungleichgewicht entwickelte sich zwischen Realwirtschaft und Finanzsphäre. Die Vermögensmärkte blähten sich in gewaltigem Maße auf. Trotz der Korrektur durch das Platzen der dot.com-Blase Anfang des Jahrzehnts stiegen der Bestand und das Transaktionsvolumen auf den Finanzmärkten erheblich stärker als das Wachstum der Realwirtschaft. Vermögenswerte sollten eigentlich künftiges Einkommen widerspiegeln. Das Einkommenswachstum bestimmt sich aber in der realen Wirtschaft aus Produktivität und Beschäftigung. Die auf den Vermögenmärkten erreichten Werte lagen jenseits jedes realistisch zu erwartenden realen Einkommenswachstums, selbst wenn man eine sehr ungleiche Verteilung unterstellt, die den Löwenanteil der zusätzlichen Wertschöpfung den Vermögensbesitzern zukommen lässt.

Zwischen beiden Ungleichgewichten besteht eine enge Beziehung. Wer mehr konsumiert oder investiert als er produziert, muss die Differenz über Kredite finanzieren. Umgekehrt sammeln sich bei denen, die weniger verbrauchen als sie produzieren, Überschüsse an, für die sie Anlagemöglichkeiten suchen. Es ist die vornehmste Aufgabe des Finanzsystems, durch Organisation des Kapitalflusses von den einen zu den anderen die Realwirtschaft am Laufen zu halten. Gäbe es diese Finanzierungsströme nicht, wäre das Produktions- und Konsumniveau insgesamt niedriger. Allerdings dürfen sich die Ungleichgewichte nicht allzu stark entwickeln, da irgendwann das Vertrauen der Gläubiger zusammenbricht. Wenn aber zuviel (gespartes) Geld Anlagen sucht, treibt das die Vermögenspreise in unrealistische Höhen und die Anleger bzw. die vermittelnden Finanzinstitutionen in immer riskantere Anlagen.

In den letzten Jahren war das Vertrauen da. Die Überschussländer haben in den Defizitländern investiert. China etwa hat einen großen Teil seiner gewaltigen Devisenreserven in US-Dollar, häufig in amerikanischen Staatsanleihen (treasury

bonds) gehalten. In den USA haben nicht nur das Ausland, sondern auch die eigenen reichen Haushalte und die Pensionsfonds über die Finanzmärkte sowohl das Staatsdefizit als auch die Ausgaben der übrigen Haushalte für Immobilien und Konsum finanziert. Auch in vielen anderen Ländern (z.B. Spanien) erlaubten die Finanzmärkte steigende Immobilienpreise, die ihrerseits die Konsumfreude beflügelten.

Deutschland, der sparsame, aber unvorsichtige Gläubiger

Deutschland ist einer der Gläubiger, die jetzt vor den Scherben der ungleichgewichtigen Vermögensanhäufung stehen. Unsere Volkswirtschaft hat massive Überschüsse erzeugt, indem sie durch Dämpfung der Löhne ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbesserte. Davon hat einmal das Ausland in Form günstiger Preise profitiert, aber auch die Bezieher von Kapitaleinkommen. Die Einkommens- und Vermögensverteilung hat sich bis 2007 deutlich verschlechtert und nur zuletzt leicht verbessert. Zusätzlich wurden die Haushalte zu weiterem Sparen ermuntert, da angeblich die Alterssicherung über das traditionelle Umlagesystem nicht mehr sicher sei. Dazu waren vor allem die besser verdienenden Haushalte in der Lage.

Die so entstandenen Ersparnisse suchten Anlagen. Da der Staat gleichzeitig seinen Haushalt konsolidierte, blieben als Abnehmer praktisch nur der Unternehmenssektor oder das Ausland übrig. Die deutschen Unternehmen brauchten aber gar nicht so viele Kredite, da ihre Ertragslage gut und ihr Expansionsbedürfnis durch die geringe Binnennachfrage beschränkt war. Im Gegensatz zu den USA war das deutsche Finanzsystem auch kaum geneigt, weniger gut verdienenden Haushalten oder kleinen Unternehmen bzw. Unternehmensgründern ohne größere Sicherheiten Kredite zu gewähren. So boten sich die scheinbar sicheren und ertragreicheren neuen Finanzprodukte als Ausweg an.

Mit dem Platzen der Spekulationsblase an den Finanzmärkten und der drohenden Rezession rächt sich der Glaube, man könne durch Sparen reich werden. Tatsächlich ist die Ersparnis nur soviel wert, wie die zusätzliche Wirtschaftsaktivität, die sie finanziert. Wenn ihr keine direkten Investitionen oder zumindest indirekt ein durch die so finanzierte Nachfrage ausgelöste zusätzliche Beschäftigung gegenüberstehen, bleiben

nur aufgeblasene Vermögensbuchwerte, die irgendwann wieder auf den Boden der Realwirtschaft zurück müssen. Eine darauf basierende Altersvorsorge wird jetzt durch die Kapitalmärkte wieder zusammengestrichen.

Durch Wachstum ins Gleichgewicht

Ist erst mal ein nicht mehr tragfähiges Ungleichgewicht von Schulden und Vermögen entstanden, so bleiben einige grundsätzliche Lösungsalternativen für die entstehende Krise.

1. Die Vermögenswerte und die Schulden werden wertberichtigt und abgeschrieben. Das geschieht derzeit in großem Stil, beginnend mit den Immobilienwerten in den USA und den auf sie aufsetzenden Finanzprodukten. Das ist bitter für Gläubiger, vor allem, wenn sie sich selbst verschuldet haben. Dies gilt naturgemäß für Banken und Finanzinstitutionen, die ja Einlagen, also weniger eigenes, sondern fremdes Geld wieder anlegen. Der daraus resultierende Kapitalverlust kann so in die Insolvenz führen und eine Bankenkrise auslösen.
2. Der Staat garantiert die Vermögenswerte auf einem bestimmten Niveau, indem er sie entweder kauft oder für sie bürgt. Aber damit werden die Verluste und Risiken nur vom privaten in den öffentlichen Sektor verschoben – und je höher das Absicherungsniveau durch staatliche Bürgschaften, desto weniger wird das Ungleichgewicht von Schulden und Vermögen behoben. Schießt der Staat nur neues Eigenkapital ein und sichert die Einlagen, so garantiert er zwar die Passivseite der Bankbilanzen, die Aktiva können aber weiter an Wert verlieren (in einer Rezession erst recht). Übernimmt der Staat sogar Aktiva, so sollte er ein besonderes Interesse an weiterem Wachstum haben, also an der folgenden Option.
3. Die reale Wirtschaft wächst so, dass die Ungleichgewichte zurückgehen und vor allem die Einkommen der Schuldner zunehmen. Wenn sie ihre Schulden wieder bedienen können, werden die Ertragsersparungen auch bei realistischer Bewertung wieder steigen und die Vermögenswerte – bei überschaubaren Berichtigungen – wieder einen Wert annehmen, der diesen höheren Erwartungen entspricht.

Der Weg aus der Krise wird sich voraussichtlich auf alle drei Komponenten stützen müssen. Aber der dritte Weg ist der schmerzloseste, allerdings der gegenwärtig gefährdetste. Doch wie können

die Einkommen der Schuldner bzw. Kreditnehmer wachsen? Dazu muss der Wert dessen wachsen, was sie verkaufen, also der ihrer Arbeit und ihrer Produkte. Die Käufer müssen – direkt oder indirekt – die Gläubiger sein. Nur so kann sich der Kreislauf schließen und das Gleichgewicht wiederhergestellt werden. Zwei in der Regel verbundene Prozesse tragen dazu bei: 1) höhere Preise und 2) höhere Mengen und bessere Qualität.

Im ersten Fall findet eine reine Umverteilung zugunsten der Schuldner statt. Zwischen Ländern geht das auch durch Wechselkursänderungen. Innerhalb einer Volkswirtschaft vollzieht sich das u.a. dadurch, dass einige verschuldete Anbieter in Konkurs gehen und sich so das Angebot verknappt und die Preise steigen. Eine höhere Inflation war und ist ein gebräuchlicher Weg, um den realen Wert von Schulden zu reduzieren. Sie ähnelt insofern der 1. Option der Wertberichtigung, nur dass sie den nominalen Vermögenswert schont. Eine expansive Geldpolitik, wie sie derzeit stattfindet (z.B. durch koordinierte Zinssenkungen der Zentralbanken) ist eine mögliche Politik mit diesem Effekt. Aber sie belastet im Grunde alle Menschen, nicht nur die Gläubiger, sondern auch Lohnabhängige und Sozialeinkommensbezieher.

Im zweiten Fall erhöht sich die Produktivität der Schuldner und erlaubt ein Positivsummenspiel, bei dem die Produktivitätsgewinne zwischen Schuldnern und Gläubigern aufgeteilt werden. Das ist eigentlich die realwirtschaftliche Grundlage jeder soliden Kreditfinanzierung, dass nämlich der Kreditnehmer seine Leistungsfähigkeit steigern und so die Schulden bedienen kann. Aber diese mikroökonomische Sicht übersieht, dass dazu die Kreditgeber durch höhere Nachfrage ihrerseits beitragen müssen, damit der Kreislauf funktioniert. Tun sie es nicht, ruinieren sie langfristig den Wert ihrer Forderungen.

Mehr Nachfrage seitens der Gläubiger

Welche Gläubiger sind gefragt, die ihre Nachfrage erhöhen sollten? Als Länder gehören dazu die Überschussländer China, Teile Südasiens, Deutschland, Japan, Russland und der ölexportierende Nahe Osten. In vielen dieser Länder wäre es sowohl aus sozialen Gründen wünschenswert wie makroökonomisch hilfreich, wenn sich die Einkommensverteilung verbessern würde. Die ärmeren Bevölkerungsgruppen würden bei steigendem Einkommen mehr konsumieren. An-

sonsten würden auch zusätzliche Investitionen die Nachfrage beflügeln, in den ärmeren Ländern im Sinne einer allgemeinen Wachstumsdynamik, bei den Rohstoffexporteuren auch zur Ausdehnung der Angebotskapazitäten.

Insbesondere Deutschland sollte in der Krise nicht versuchen, die Schraube der Kostensenkung durch Lohnzurückhaltung mit dem Ziel weiterer Exporterfolge weiterzudrehen. Für die Konjunktur wäre es fatal, wenn man die Kosten der Bankenrettung an anderen Stellen einsparen wollte. Stattdessen sollte die Finanzpolitik mehr in die Zukunft der eigenen Angebotsfähigkeit investieren, vor allem im Bildungssektor. Das Bankensystem sollte nicht in riskante Produkte der globalen Finanzmärkte, sondern lieber in die eigene Realwirtschaft investieren, wie es die meisten Sparkassen und Genossenschaftsbanken gemacht haben – leider nicht unbedingt konsequent und offensiv genug. Mehr Binnennachfrage würde angesichts der sich verlangsamenden Exportnachfrage Wachstum und Beschäftigung stützen. Ein damit verbundener Rückgang der Exportüberschüsse ist Teil des oben skizzierten Pfades zum Gleichgewicht.

In den USA sollte der Staat die Steuern für die Reichen erhöhen. Insofern ist ein Wahlsieg Barack Obamas wünschenswert. Wenn die Vermögensbesitzer einen höheren Preis (in Form höherer Steuern) für die öffentlichen Güter zahlen, stabilisiert sich mit den amerikanischen Staatseinnahmen die Situation eines der wichtigsten globalen Schuldner. Eine bessere Einkommensverteilung würde in den USA mehr Menschen befähigen, ihren Konsum und die Bedienung ihrer Hypotheken zu finanzieren. Eine Abwertung des Dollar müsste diesen Prozess unterstützen.

In Zukunft: Eine strengere Marktordnung und produktivere Verteilung

Viele gute Vorschläge (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Financial Stability Forum, Steinbrück-Plan, Papier des IMK von Horn u.a.)

für eine bessere Regulierung der Vermögensmärkte liegen auf dem Tisch. Sie sollten rasch umgesetzt werden, solange der politische Druck durch die Krise anhält. Aber eine solche Regulierung allein hilft weder aus der Krise (bestenfalls verhindert sie die nächste), noch packt sie alle Aspekte des fundamentalen Ungleichgewichts an. Vor allem die Vergabe von Krediten an die Wirtschaft muss wieder in Schwung kommen, notfalls aus staatlichen Quellen wie Notenbanken, öffentlichen Banken und geeigneten Institutionen. Zusätzlich sollten Vorkehrungen getroffen werden, die Realinvestitionen attraktiver als Finanzinvestitionen machen, um das realwirtschaftliche Wachstum zu stützen. Steuern auf Vermögen und Börsentransaktionen bremsen einmal die Spekulation und sind als eine Versicherungsprämie zu sehen, da die Vermögensbesitzer vom Staat ja auch in der Krise eine Rettung ihrer Schätze erwarten (dürfen).

Im Gegensatz zu Vermögensblasen sind reale Investitionen auf Massenkauflkraft angewiesen. Die Einkommensverteilung sollte deshalb mindestens wieder auf das Gerechtigkeitsniveau der 1980er Jahre gebracht werden. Bei der Primärverteilung kann das u.a. durch Mindestlöhne und produktivitätsorientierte Lohnpolitik geschehen. Bei der Sekundärverteilung sollten die Spitzenverdiener und gewinnträchtigen Unternehmen weniger geschont werden. Die Hoffnungen, dass hohe Einkommen automatisch zu hohen Investitionen und Leistungen im volkswirtschaftlichen Interesse oder gar im Sinne des Gemeinwohls führen, haben sich als leer entpuppt.

Weniger aussichtsreich, wenn auch wünschenswert, wäre eine globale Wirtschaftspolitik, die Überschussländer und Defizitländer gleichermaßen zu gleichgewichtsorientiertem Verhalten anhält. Innerhalb der EU bzw. der Eurozone sollte das eigentlich leichter möglich sein. Leider sind die bisherigen Anstrengungen eher an nationalen Einzelinteressen gescheitert. Aber die Erkenntnis sollte sich durchsetzen, dass globale Märkte ohne globale Marktordnung weder politisch akzeptabel noch ökonomisch stabil sind.

1 Dr. Michael Dauderstadt ist Leiter der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung.