

Kalmbach, Peter

**Article — Published Version**

## Das auch noch? Deflation als Folge der Finanzkrise

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Kalmbach, Peter (2009) : Das auch noch? Deflation als Folge der Finanzkrise, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 89, Iss. 4, pp. 236-242, <https://doi.org/10.1007/s10273-009-0917-8>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/65537>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Peter Kalmbach

## Das auch noch? Deflation als Folge der Finanzkrise

*Der weltweite Nachfrageeinbruch im Gefolge der Finanzkrise lässt befürchten, dass die Preise auf breiter Front sinken. Dem scheint die Geldpolitik jedoch mit verschiedenen Instrumenten begegnen zu können. Welche Möglichkeiten haben die Zentralbanken über die traditionelle Geldpolitik hinaus? Was lehrt uns das japanische Beispiel? Welche makroökonomische Strategie ist jetzt angebracht?*

Die Finanzkrise, die sich in den USA entwickelt und schnell auf andere Länder übergegriffen hat, ist inzwischen zu einer durchaus realen Krise geworden. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt wird überwiegend erwartet, dass das Jahr 2009 in die Wirtschaftsgeschichte als das Jahr eingehen wird, in dem erstmals seit dem Ende des zweiten Weltkriegs die globale Wirtschaftsleistung fallen wird. Für Länder, die – wie vor allem China – in den zurückliegenden Jahren spektakuläre Wachstumsraten aufwiesen, wird ein deutlicher Einbruch bei der Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) prognostiziert und für die meisten entwickelten Industrieländer ein Rückgang des realen BIP erwartet. Was die Bundesrepublik Deutschland anbetrifft, so ist es in den letzten Monaten zu einer schnellen Korrektur der zuvor prognostizierten Wachstumsraten gekommen. Ein Rückgang des realen BIP von bis zu 5% wird inzwischen vermutet – weitere Anpassungen der Wachstumsrate nach unten nicht ausgeschlossen.

Kurzzeitig hatte man sich der Illusion hingegeben, dass es sich bei der in den USA entstandenen Finanzkrise um ein inneramerikanisches Problem handele, dessen Bearbeitung man der US-Regierung überlassen könne. Eine weitere Illusion bestand darin, dass sich die Krise vor allem in deutlichen Kursverlusten bei den Wertpapieren zeigen werde, die zuvor außergewöhnliche und durch die ökonomischen „fundamentals“ eben nicht gerechtfertigte Kurssteigerungen erfahren hatten, wohingegen die Auswirkungen auf die reale Wirtschaft eher bescheiden bleiben werden.

Inzwischen ist offenkundig, dass das Eine wie das Andere Wunschdenken darstellte. Wir haben es bei der gegenwärtigen Krise mit der ersten wirklich globa-

len zu tun, von der inzwischen klar geworden ist, dass sie sich keineswegs auf das Land beschränken wird, in dem sie ihren Ausgang genommen hat<sup>1</sup>. Fatalerweise muss man inzwischen sogar davon ausgehen, dass die armen Länder der Welt, die mit der Entstehung der Krise am wenigsten zu tun haben, die Hauptbetroffenen sein werden. Und es ist auch keineswegs so, dass die Finanzkrise sich damit begnügt, die – eigentlich erwünschte – Korrektur von unrealistischen Vermögenswerten vorzunehmen, die sich im Verlauf einer spekulativen Phase herausgebildet haben. Das Ausmaß der Vermögensverluste sowie der Vertrauensverlust gegenüber Banken haben trotz aller staatlichen Eindämmungsversuche längst eine tiefgreifende Rezession in Gang gebracht und damit auf die reale Wirtschaft übergegriffen.

Während mehrheitlich der Standpunkt vertreten wird, dass das Jahr 2009 ein wirtschaftlich sehr schwieriges Jahr sein wird, herrscht bezüglich der weiteren Entwicklung gedämpfter Optimismus. So geht z.B. der IWF in seinen Projektionen vom Januar 2009 davon aus, dass die Weltgesamtproduktion im Jahr 2010 bereits wieder um 3% zunimmt, die USA eine Wachstumsrate von 1,6% erzielen werden und Deutschlands BIP (+0,1%) immerhin nicht erneut schrumpft.<sup>2</sup>

Es ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt schwierig zu beurteilen, ob in diesen vergleichsweise optimistischen Erwartungen über eine schnelle Beendigung der Rezession nicht ebenfalls eine gehörige Portion an Wunschdenken steckt. Wir wollen jedenfalls im Folgenden der Frage nachgehen, ob nicht ein wesent-

---

*Prof. Dr. Peter Kalmbach, 69, war bis 2005 Hochschullehrer für Wirtschaftswissenschaft mit dem Schwerpunkt Verteilungstheorie und Verteilungspolitik an der Universität Bremen.*

<sup>1</sup> Blanchard drückt das folgendermaßen aus: „In the context of rapid global integration and deep and complex interconnections between financial institutions, the crisis quickly moved across assets, markets, and economies.“ O. Blanchard: Cracks in the System, Repairing the Damaged Global Economy, in: Finance and Development, Dezember 2008, S. 8-10.

<sup>2</sup> International Monetary Fund (IMF): World Economics Outlook, Genf, Januar 2009.

lich düsteres Szenario eintreten könnte. Es besteht darin, dass sich in wichtigen Industrieländern aus den gegenwärtigen Krisenerscheinungen heraus eine deflationistische Entwicklung ergibt, die durchaus mehrere Jahre anhalten könnte, und in denen eine Stagnation der Produktion und ein Anstieg der Arbeitslosigkeit zu befürchten wäre.

Um eine solche Beurteilung zu begründen, soll zunächst in aller Kürze die Entstehung der gegenwärtigen Krise dargestellt werden, die mit einer atemberaubenden Geschwindigkeit dazu geführt hat, dass in zahlreichen Ländern bisher hochgehaltene Prinzipien über Bord geworfen worden sind und versucht wird, mit milliarden schweren Programmen die Krise zu bekämpfen. Daran anschließend wird überprüft, ob man davon ausgehen kann, dass die Deiche, die uns vor einer Deflation schützen sollen, sicher genug erscheinen, um eine wirtschaftliche Katastrophe zu verhindern, wie sie im Zuge der Weltwirtschaftskrise eingetreten ist, sich in neuerer Zeit aber auch in Japan gezeigt hat. Im Folgenden werden einige Argumente dafür angeführt, dass es möglich ist, eine solche Katastrophe zu verhindern, dass dazu aber neben einer konsequenten Makropolitik eine schnelle und umfassende Rekonstruktion des Finanzsystems notwendig ist, wobei dafür ein deutlich höheres Maß an international abgestimmter Regulierung erforderlich ist, als bisher für notwendig gehalten wird.

### Entstehung und Verlauf der Finanzkrise

Entstehung und Verlauf der Finanzkrise können hier nur im Zeitraffer dargestellt werden.<sup>3</sup> Ihr Auslöser war bekanntlich die 2006 in den USA geplatze Immobilienblase und die dadurch ausgelöste „subprime crisis“,<sup>4</sup> d.h. ein verstärkter Zahlungsausfall bei Hypothekenschuldnern mit schlechten oder überhaupt keinen Sicherheiten.

Hypotheken an solche Schuldner hatten nach der Jahrtausendwende in den USA stark an Bedeutung gewonnen, begünstigt zum einen durch eine schon vor, insbesondere dann aber auch nach dem Zusammen-

bruch der „New Economy“ sehr expansive Geldpolitik<sup>5</sup> auf der einen Seite, einen starken und lang anhaltenden Anstieg der Immobilienpreise auf der anderen. Dieser Anstieg ließ bei den Hypothekenschuldnern die Vorstellung entstehen, dass ihren Verbindlichkeiten ja ein laufend im Wert steigendes Vermögen gegenüber stehe, so dass bei ihnen ohne jeden Konsumverzicht ein Aufbau von Eigenkapital stattfände.

Von mindestens gleicher Bedeutung für die schnelle Ausdehnung schlecht gesicherter Hypotheken ist aber eine Entwicklung, die auf der Seite der Hypothekengläubiger stattfand. Sie bestand in einer grundsätzlichen Veränderung des Hypothekengeschäfts. Während zuvor die Hypotheken von speziell auf dieses Geschäft spezialisierten Banken begeben wurden, zu deren Aufgaben es insbesondere gehörte, sich eine klare Vorstellung über die jeweiligen Verhältnisse des Schuldners zu verschaffen, wurde es üblich, dass gute und schlechte Hypotheken zu marktgängigen Wertpapieren gebündelt und diese „verbrieften“ Papiere an Investoren und Spekulanten verkauft wurden.<sup>6</sup> Die Hypotheken verschwanden also sofort aus den Bilanzen der emittierenden Banken, die mit den erzielten Erlösen damit umgehend eine neue Runde ihres Geschäfts starten konnten.

Mit dieser „Verbriefung“ war ein typisches „moral hazard“-Problem verbunden. Die Hypothekenbanken hatten sich de facto vom klassischen Margengeschäft der Banken verabschiedet. Sie, die am ehesten die mit den begebenen Hypotheken verbundenen Risiken hätten beurteilen können, mussten daran kein Interesse mehr haben, denn sie hatten die Papiere ja längst gegen entsprechende Provisionen weiterverkauft. Ihr Geschäftsmodell lässt sich als „originate and distribute-Modell“ beschreiben, das auf die Erzielung von möglichst lukrativen Gebühren und Kommissionen gerichtet ist, nicht mehr aber darauf, durch eine sorg-

<sup>3</sup> An ausführlicheren Darstellungen besteht kein Mangel. Siehe z.B. R. Wade: *The First World Debt Crisis of 2007-2010 in Global Perspective*, in: *Challenge*, Vol. 51 (2008), Nr. 4, S. 23-54; M.K. Brunnermeier: *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*, NBER Working Paper 14631 (2008), <http://www.nber.org/papers/w14612>; M. Hellwig: *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2008/43, [http://www.coll.mpg.de/pdf\\_dat/2008\\_43online.pdf](http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2008_43online.pdf); und – mit vielen technischen Details – G. B. Gorton: *The Subprime Panic*, NBER Working Paper 14398 (2008), <http://www.nber.org/papers/w14398>.

<sup>4</sup> Zur eigentlichen Finanz- und Kreditkrise kam es dann 2007 und 2008.

<sup>5</sup> Sachs geht sogar so weit zu behaupten: „This global crisis will go down in history as Greenspan's Folly. This is a crisis made mainly by the United States Federal Reserve Board during the period of easy money and financial deregulation from the mid-1990's until today“. Vgl. J. D. Sachs: *Boom, Bust, and Recovery in the World Economy*, 2008, <http://www.project-syndicate.org/commentary/sachs146/English>. Wir halten das für eine einseitige Schuldzuweisung. Die oben geschilderten Entwicklungen haben zumindest in gleicher Weise zu dem Desaster beigetragen. Nimmt man die Taylor-Regel als Referenzsystem, so kann man allerdings Taylor zustimmen, wenn er feststellt: „So there is clearly evidence that there were monetary excesses during the period leading up to the housing boom.“ Vgl. J. B. Taylor: *The Financial Crisis and Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, NBER Working Paper Series 14631 (2009), <http://www.nber.org/papers/w14631>.

<sup>6</sup> Die „strukturierten“ Produkte, die die Banken typischerweise schufen, werden oft als „collateralized debt obligations“ (CDOs) bezeichnet.

fältige Überprüfung der Kreditnehmer dafür zu sorgen, dass Kreditausfälle möglichst vermieden werden.

Die Bündelung der unterschiedlich riskanten Hypotheken zu marktgängigen „verbrieften“ Papieren erhöhte die Produktkomplexität und machte es, wie sich zeigen sollte, für Rating-Agenturen, Käufer und (sofern überhaupt damit befasst) für Regulierungsinstanzen extrem schwierig, die damit verbundenen Risiken angemessen zu beurteilen. Eine wahre Götterdämmerung erlebten in diesem Zusammenhang die Rating-Agenturen. Dabei kann hier offen bleiben, ob deren zum Teil groteske Fehleinschätzungen der Risiken auf fragwürdige Modelle zur Risikoermittlung zurückzuführen oder aber auf Interessenkonflikte zurückzuführen sind: Immerhin waren es ja die jeweiligen Emittenten, die die Agenturen mit einer Einschätzung beauftragten und damit einen Anreiz setzten, eine eher übertriebene Einschätzung vorzunehmen.

Um eine sehr lange Geschichte so kurz wie möglich zu halten: Die durchaus gewollte Steigerung der Produktkomplexität der Finanzprodukte hat schließlich dazu geführt, dass das gesamte Finanzsystem kollabierte. Da keiner mehr wirklich durchblickt und deshalb keiner keinem mehr traut, geben sich Kreditinstitute keine Kredite mehr, und auch die Kreditvergabe an Unternehmen hat erheblich gelitten. Nur noch durch massiven und historisch kaum vergleichbaren Mitteleinsatz des Staates scheint es möglich, einen totalen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern. Was die inzwischen in den verschiedenen Ländern für Finanzinstitute installierten Schutzschirme und die vom Staat gegebenen Garantien den Steuerzahler schließlich kosten werden, ist gegenwärtig ebenso wenig abzusehen wie die weiteren Schritte, die sich noch als notwendig erweisen können.

Wie man nicht anders erwarten konnte, hat sich aus der Finanzkrise sehr rasch eine reale Krise entwickelt. Stark rückläufig sind in den meisten Ländern die Exporte, was insbesondere stark exportorientierte Länder wie Deutschland, Japan und China belastet. Die herben Vermögensverluste, die sich angesichts fallender Immobilienpreise und drastisch gesunkener Aktienkurse ergeben haben, haben aber auch – vor allem in den USA – die Konsumgüternachfrage einbrechen lassen. Das wiederum hat sich ungünstig auf die Investitionsneigung ausgewirkt, wobei zu einer verringerten Investitionsneigung noch die Beschränkung der Investitionsmöglichkeiten durch die Kreditklemme kommt.

In den verschiedenen Ländern ist darauf bereits mit dem ganzen Arsenal der Stabilitätspolitik reagiert

worden. Insbesondere in den USA sind die Leitzinsen drastisch gesenkt worden und liegen inzwischen nahe bei 0%. Auch die Europäische Zentralbank hat reagiert und für ihre Verhältnisse die Leitzinsen stark gesenkt. Seitens der Fiskalpolitik sind in den verschiedenen Ländern unterschiedlich dimensionierte Konjunkturprogramme verabschiedet worden. Es zeichnet sich bereits ab, dass durch die dafür erforderliche Neuverschuldung in der Eurozone zahlreiche Länder in den Jahren 2009 und 2010 das 3%-Kriterium des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht werden einhalten können. Das insbesondere in Deutschland zuvor stark propagierte Ziel, im Jahr 2011 ohne Neuverschuldung auszukommen, ist inzwischen still begraben worden, da es angesichts der für die kommenden Jahre absehbaren Finanzierungsdefizite nicht mehr realistisch ist.

### Strukturelle Bedingungen für eine Deflation

Auf den ersten Blick scheint die Gefahr, dass sich aus der augenblicklichen Situation heraus eine deflationäre Entwicklung ergeben könnte, eher gering zu sein. Eine extrem expansive Geldpolitik im Verbund mit einer Fiskalpolitik, die sich nicht scheut, erhebliche Finanzierungsdefizite hinzunehmen, um die Konjunktur zu stützen: Das scheinen eher die Voraussetzungen dafür, dass man sich um verstärkte Inflationstendenzen und nicht wegen einer drohenden Deflation Sorgen machen muss.<sup>7</sup>

Betrachtet man die gegenwärtige Situation etwas genauer, so ist jedoch die Sorge, dass sich daraus eine deflationäre Entwicklung ergeben könnte, nicht unbegründet. Kurz nachdem er im Jahr 2002 zum Mitglied des Federal Reserve Board ernannt worden war, hat sich Ben Bernanke, seit 2006 dann Präsident des Board, interessanterweise mit der Frage beschäftigt, ob in den USA eine Deflation drohen könnte. Wie üblich hat er eine solche dadurch beschrieben, dass nicht nur einzelne Preise fallen, sondern ein breiter angelegter Index, wie etwa der Konsumgüterpreisindex, über eine längere Zeit eine rückläufige Tendenz aufweist. Was die Ursache einer solchen Entwicklung betrifft, stellte er lapidar fest: „The sources of deflation are not a mystery. Deflation is in almost all cases a side effect of a collapse of aggregate demand – a drop in spending so severe that producers must cut prices on an ongoing basis in order to find buyers. Likewise,

<sup>7</sup> Obwohl Inflation und Deflation ein Gegensatzpaar bilden, kann die tatsächliche oder vermeintliche Inflationsgefahr dazu führen, dass eine Geldpolitik betrieben wird, die die Entstehung eines Deflationsprozesses begünstigt, wie das in der Weltwirtschaftskrise der Fall war. Vorstellbar ist aber natürlich auch das Umgekehrte: Die Furcht vor einer Deflation veranlasst die Geldpolitik dazu, Maßnahmen zu ergreifen, die einen inflatorischen Prozess zur Folge haben. Es ist zu hoffen, dass die gegenwärtige Geldpolitik der USA in der Zukunft nicht als Beispiel für Letzteres angeführt wird.

**Entwicklung der Verbraucherpreise in Japan, Deutschland und in den USA (1998-2008)**

	Japan	Deutschland	USA
1998	100,0	100,0	100,0
1999	99,7	100,7	102,1
2000	99,0	102,0	105,6
2001	98,3	104,0	108,6
2002	97,4	105,4	110,3
2003	97,1	106,6	112,8
2004	97,1	108,3	115,8
2005	96,6	110,5	119,8
2006	96,6	111,8	123,7
2007	96,9	114,3	127,1
2008	98,5	117,3	132,0

Quelle: Eigene Berechnungen.

the economic effects of a deflationary episode, for the most part, are similar to those of any other sharp decline in aggregate spending – namely, recession, rising unemployment, and financial stress.“<sup>8</sup>

Mit einem solchen Zusammenbruch der Gesamtnachfrage, von der Bernanke damals sprach, haben wir es heute in den meisten industriellen Ländern zweifellos zu tun, und noch muss es als ganz offen gelten, ob es der Geld- und Fiskalpolitik mit ihren Maßnahmen gelingen wird, die beschriebene Reaktion der Produzenten wirklich zu vermeiden.

Bernankes damalige Einschätzung einer Deflationsgefahr für die USA ist aber aus heutiger Sicht vor allem durch die Gründe interessant, die er damals für seine Auffassung vorbrachte, dass eine solche Gefahr für die USA als gering einzuschätzen sei. Dabei unterschied er zwischen den – von ihm als durchaus günstig eingeschätzten – strukturellen Bedingungen der US-Wirtschaft und den Möglichkeiten, die dem Federal Reserve System zur Bekämpfung einer Deflation zur Verfügung stehen.

Sehen wir uns zunächst die erste Begründung an. Ein wesentlicher Garant, dass die US-Ökonomie sich als resistent gegenüber einer deflationären Entwicklung erweisen wird, ist für Bernanke die gute Verfassung der gesamten Ökonomie, insbesondere aber ihres Finanzsektors. Er stellt fest: „A particularly important protective factor in the current environment is the strength of our financial system: Despite the adverse shocks of the past year, our banking system remains

healthy and well-regulated, and firm and household balance sheets are for the most part in good shape.“<sup>9</sup>

Das ist eine Einschätzung, die mit den augenblicklichen Realitäten offenbar nichts mehr zu tun hat. Angesichts der Masse an „toxic assets“, auf denen die Banken, teilweise aber auch Firmen und Haushalte, sitzen, wird man nicht im Ernst von einem gesunden Bankensystem sprechen können. Dass es sich darüber hinaus als keinesfalls „wohl reguliert“ erwiesen hat, wird aus heutiger Sicht sicher auch nicht bestritten werden. Die eine Seite der damaligen Begründung für eine geringe Deflationsgefahr in den USA, nämlich deren strukturelle Stärke, kann somit nicht mehr als gültig angesehen werden.

**Das japanische Beispiel**

Bevor wir uns der anderen zuwenden, nämlich dem Arsenal, das dem Federal Reserve System zur Bekämpfung einer Deflation zur Verfügung steht, wollen wir jedoch fragen, ob Ähnlichkeiten zwischen der augenblicklichen Situation und derjenigen bestehen, die zur bisher letzten Deflationsphase in einem hochindustrialisierten Land geführt haben, nämlich der Situation, in der sich Japan von den späten neunziger Jahren bis etwa 2005 befand.

Die Entwicklung, die sich in Japan ab 1998 vollzogen hat, kann vor allem durch die für die Zeit nach dem zweiten Weltkrieg und für die im internationalen Vergleich höchst ungewöhnliche Entwicklung des Verbraucherpreisindex illustriert werden. Wie man in der Tabelle sieht, hat sich in Japan in der Phase zwischen 1998 und 2006 eine zwar moderate, aber eben doch bemerkenswerte und singuläre Deflation ergeben, mit der die zuvor so eindrucksvollen Wachstumsraten dahinschwanden und das zuvor bewunderte japanische Modell der wirtschaftlichen Entwicklung allen Glanz verlor.

Insbesondere unter dem Aspekt, dass den USA und europäischen Ländern Ähnliches drohen könnte, muss man sich die Frage stellen, warum es Japan über einen so langen Zeitraum nicht gelungen ist, dieser deflationären Entwicklung Paroli zu bieten.

Das japanische Problem entstand Anfang der neunziger Jahre, ausgelöst wurde es interessanterweise ebenfalls durch das Platzen einer Immobilienblase, in deren Folge es nicht nur zu einem drastischen Fall von Immobilienpreisen kam, sondern darüber hinaus zu einem nachhaltigen Fall von Vermögenspreisen insgesamt. Unternehmen sahen sich zu erheblichen

<sup>8</sup> B. S. Bernanke: Deflation: Making Sure „It“ Doesn't Happen Here, Remarks Before the National Economists Club, Washington, D.C., 21. November 2002, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>.

<sup>9</sup> Vgl. B. S. Bernanke: Deflation: Making Sure „It“ Doesn't Happen Here..., a.a.O.

Wertberichtigungen in ihren Bilanzen gezwungen. Das galt auch für Unternehmen, die sich auf Grund ihrer Produkte und Wettbewerbsstellung am Markt halten konnten. Anders als zuvor verwendeten sie nun in steigendem Maße ihre Gewinne dafür, ihre Verschuldung zu reduzieren. Dieses aus der Sicht der jeweiligen Firma verständliche, volkswirtschaftlich gesehen jedoch höchst problematische Verhalten führt im Ergebnis zu dem, was Koo<sup>10</sup> als „Balance Sheet Recession“ bezeichnet hat: Der Unternehmenssektor, der sich üblicherweise (vor allem bei den Haushalten) verschuldet, um Investitionen durchführen zu können, die in ihrer Höhe in normalen Zeiten deutlich über das hinausgehen, was Unternehmen selbst finanzieren können, verwandelt sich durch die nun prioritär betriebene Schuldenreduktion von einem Nettoschuldner in einen Nettogläubiger. Genau das ist in Japan geschehen. Während 1990 die nicht-finanziellen Unternehmen noch ein Finanzierungsdefizit von rund 10% des nominalen Bruttoinlandsprodukts aufwiesen, hatten sie Ende der neunziger Jahren einen Finanzierungsüberschuss. Koo kommentiert lapidar: „Falling asset prices forced companies to move away from profit maximization to debt minimization.“<sup>11</sup>

Wir können hier dahingestellt lassen, ob die japanische Rezession und die schließlich sich daraus entwickelnde Deflation ihre Ursachen in einer „Balance Sheet Recession“ haben oder ob letztere nur dazu geführt hat, Tendenzen drastisch zu verstärken, die sich aus anderen Ursachen ergeben haben. In jedem Fall kann man festhalten, dass der Zwang, ihre Bilanz in Ordnung zu bringen, bei den Unternehmen zu Verhaltensweisen führen kann, die als volkswirtschaftlich problematisch einzustufen sind:<sup>12</sup> „Although debt repayment is a right and responsible action to take at the individual corporate level, when everyone moves in that direction at the same time, aggregate demand shrinks and worsens both the economy and asset prices. This, in turn, forces the companies to pay down debt even faster, resulting in a vicious cycle.“<sup>13</sup> Tatsächlich haben wir es hier mit einer Ausprägung der wohlbekanntesten „fallacy of composition“ zu tun.

Zwischen der Situation der Bilanzrezession und -deflation, die Japan erlebt hat, und der heute in zahl-

reichen Industriestaaten, insbesondere in den USA, vorliegenden Konstellation existieren unübersehbare Parallelen, es gibt aber auch einige Unterschiede. Hier wie dort haben das Platzen einer Immobilienblase und die darauf folgenden Kursverluste an den Wertpapierbörsen zu großen Vermögensverlusten geführt, was es angesichts von übermäßig mit Fremdkapital finanzierten Aktiva erforderlich macht, dem Schuldenabbau Priorität einzuräumen – privatwirtschaftlich rational, volkswirtschaftlich bedenklich, insbesondere wenn die Vermögenspreise weiter fallen. Während es im japanischen Fall aber vor allem die nicht-finanziellen Unternehmen waren, die vom Verfall der Vermögenspreise betroffen waren und deshalb den Abbau ihrer Schulden betrieben, sind es heute Haushalte und vor allem Finanzinstitute, die gezwungen sind, ihre Bilanzen wieder in Ordnung zu bringen. Da im Fall der Finanzinstitute davon die gesamte Kreditversorgung der Wirtschaft negativ betroffen ist, steht die Wirtschaftspolitik vor einer noch schwierigeren Aufgabe als die japanische Regierung während der japanischen Deflation. In Bezug auf Japan war vom verlorenen Jahrzehnt die Rede. Noch steht keineswegs fest, ob es gelingen wird, durch geeignete koordinierte wirtschaftspolitische Maßnahmen der gesamten Weltwirtschaft ein verlorenes Jahrzehnt zu ersparen.

### Die Möglichkeiten der Geld- und Fiskalpolitik

Wenden wir uns nun aber den Möglichkeiten zu, die der Geldpolitik, eventuell unterstützt durch die Fiskalpolitik, zur Verfügung stehen, eine Deflation zu verhindern, also Bernankes zweiter Säule. Ganz generell geht er von folgender Position aus: „Use monetary and fiscal policy as needed to support aggregate spending, in a manner as nearly consistent as possible with full utilization of economic resources and low and stable inflation. In other words, the best way to get out of trouble is not to get into it in the first place.“<sup>14</sup>

Wenn man sich dabei zunächst auf die Geldpolitik konzentriert, so stellt sich angesichts der gegenwärtigen Situation natürlich zu allererst die Frage, welche Möglichkeiten ihr denn überhaupt noch zur Verfügung stehen, wenn ihr Hauptinstrument, die Variation des kurzfristigen Zentralbankzinssatzes – in den USA also der „federal funds rate“ – nach den jüngsten Maßnahmen des Fed bereits ausgereizt ist. Dies muss man bei einem Nominalzinssatz, der praktisch bei null liegt, konstatieren, da ein negativer Nominalzinssatz nicht realistisch ist.

<sup>10</sup> R. C. Koo: Balance Sheet Recession. Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications, Singapore 2003.

<sup>11</sup> Ebenda, S. 7.

<sup>12</sup> In welchem Umfang das gilt, hängt natürlich auch von den Bilanzierungsregeln ab. Nach den jüngsten Erfahrungen wird sicher eine Diskussion darüber stattfinden müssen, ob die aus dem angelsächsischen Bereich übernommenen Grundsätze sich nicht als problematisch erweisen.

<sup>13</sup> R. C. Koo, a.a.O., S. 269.

<sup>14</sup> Vgl. B. S. Bernanke: Deflation: Making Sure „It“ Doesn't Happen Here..., a.a.O.

Bernanke vertritt nun allerdings die Auffassung, dass „zero bound“, also die Nullprozentgrenze für den Notenbankzinssatz, keineswegs das Ende jeder Geldpolitik darstellt. Kommt es zu einer Deflation, so bedeutet ein nomineller Zinssatz von null natürlich, dass im Ausmaß der Deflationsrate ein positiver Realzinssatz existiert, der für Schuldner durchaus zum Problem werden kann. Was kann aber die Geldpolitik angesichts eines Nominalzinssatzes von null tun, um gar nicht erst in diese Situation zu geraten?

Eine erste Maßnahme, die von Bernanke erwogen wird, besteht darin, auf die Zinssätze für etwas längerfristige Anlagen Einfluss zu nehmen, also etwa auf Zinsen für Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zwei Jahren, nötigenfalls aber auch einer längeren. Das könnte u.a. dadurch geschehen, dass vom Fed eine Zinsobergrenze festgelegt wird, die durch eine glaubwürdige Verpflichtung zu entsprechenden Wertpapierkäufen (zu Preisen, die mit der angestrebten Verzinsung konsistent sind) durchzusetzen wäre.

Auch eine Einflussnahme auf Wertpapiere, die von Privaten emittiert worden sind, wird nicht ausgeschlossen. Zwar sind die Möglichkeiten des Fed, private Papiere anzukaufen, begrenzt, nicht aber die indirekt gegebenen Möglichkeiten, nämlich über private Banken und mit Hilfe des Diskontfensters: „Therefore a second policy option, complementary to operating in the markets for Treasury and agency debt, would be for the Fed to offer fixed-term loans to banks at low or zero interest, with a wide range of private assets (including, among others, corporate bonds, commercial paper, bank loans, and mortgages) deemed eligible as collateral.“<sup>15</sup>

Noch besser schätzt Bernanke die Chancen einer Deflationsbekämpfung ein, wenn Geld- und Fiskalpolitik dabei kooperieren. „A broad-based tax cut, for example, accommodated by a program of open-market purchases to alleviate any tendency for interest rates to increase, would almost certainly be an effective stimulant to consumption and hence to prices.“<sup>16</sup> Ihm zu Folge ist mit einer positiven Wirkung einer solchen kombinierten Aktion selbst dann noch zu rechnen, wenn sich die Haushalte dazu entscheiden sollten, die zusätzlichen Mittel nicht zu konsumieren, sondern Real- oder Finanzvermögen zu erwerben. Das würde nämlich Vermögenspreise erhöhen und damit die Bilanzsituation potenzieller Kreditnehmer verbessern.

<sup>15</sup> Dem fügt Bernanke als Fußnote die Bemerkung bei: „By statute, the Fed has considerable leeway to determine what assets to accept as collateral.“ Vgl. B. S. Bernanke: Deflation: Making Sure „It“ Doesn't Happen Here..., a.a.O.

<sup>16</sup> Ebenda.

Im Jahr 2002 mochte das noch überzeugend klingen, Anfang 2009 sehen die Dinge jedoch ganz anders aus. So stellte Dolan,<sup>17</sup> der sich ebenfalls auf Bernankes Ausführungen aus dem Jahr 2002 bezieht, fest: „The more one looks at the situation, the more it is clear that many of the safeguards that made deflation a remote danger in 2002 have since eroded.“ Was das Fed zur Bekämpfung der Krise unternimmt und was Bernanke dazu im Jahr 2009 zu sagen hat, erinnert jedoch noch immer sehr stark an die Ausführungen aus dem Jahr 2002. Noch immer wird die Versorgung des Bankensystems mit Liquidität als die zentrale Aufgabe angesehen.<sup>18</sup> Es sind allerdings Zweifel angebracht, ob das Fed damit richtig liegt. Taylor hält dem entgegen: „(T)he market turmoil in the interbank market was not a liquidity problem of the kind that could be alleviated simply by central bank liquidity tools. Rather it was inherently a counterparty risk issue, which linked back to the underlying cause of the financial crisis. This was not a situation like the Great Depression where just printing money or providing liquidity was the solution; rather it was due to fundamental problems in the financial sector relating to risk.“<sup>19</sup> Als Beleg für seine Sicht dient Taylor insbesondere der Spread, der im August 2007 und dann noch einmal verstärkt im Oktober 2008 zwischen dem Libor und dem Leitzins, den der Markt für die nächsten drei Monate erwartet, eingetreten ist.

### Makroökonomische Deflationsbekämpfung

Wie sicher kann man sein, dass sich die bereits eingetretene Finanz- und Wirtschaftskrise nicht zu einer, möglicherweise länger anhaltenden, Deflation ausweitet? Ohne den Versuch zu machen, die Wahrscheinlichkeit einzuschätzen, mit der in diesem oder jenem Land eine Deflation auftreten könnte, sei immerhin festgehalten, dass eine deflationäre Situation keineswegs ausgeschlossen werden kann. Bernanke hat dies in seiner Rede aus dem Jahr 2002 schon deshalb für abwendbar erklärt, weil man bei einer Papierwährung notfalls Geld vom Hubschrauber abwerfen und auf diese Weise für ein Ansteigen der Inflationsrate sorgen könne.<sup>20</sup> Das ist jedoch eine reichlich naive Weltsicht. Eine Regierung oder eine Zentralbank, die

<sup>17</sup> E. G. Dolan: Deflation: Are We Still Sure „It“ Cannot Happen Here?, in: Economic Voice, November 2008, <http://www.bepress.com/ev>.

<sup>18</sup> Immerhin wird nun aber eingeräumt: „(T)he provision of ample liquidity to banks and primary dealers is no panacea.“ Vgl. B. S. Bernanke: The Crisis and the Policy Response, Stamp Lecture, London School of Economics, 13. Januar 2009, London, England, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.

<sup>19</sup> J. B. Taylor, a.a.O.

<sup>20</sup> Mit dem Helicopter-Money bezieht er sich natürlich auf Friedman, der mit diesem Bild verschiedentlich die Wirkungen einer Erhöhung der Geldmenge demonstrieren wollte.

sich so oder auch auf etwas verstecktere Weise ähnlich sorglos im Umgang mit ihrer Währung verhielte,<sup>21</sup> müsste sicher damit rechnen, dass das aufgesammelte Geld schnell in eine als sicherer eingeschätzte Währung umgetauscht würde. Fallen würde dann der äußere und nicht zwingend der innere Geldwert.

Auch bei weniger spektakulären Maßnahmen der Geldpolitik wird man immer im Auge behalten müssen, wie das Publikum darauf reagiert. Wenn eine Zentralbank beispielsweise dem Bankensystem Liquidität geradezu aufdrängt und dabei u.a. die Anforderungen an Sicherheiten immer weiter absenkt, kann das dazu führen, dass das Vertrauen in das Finanzsystem geschwächt wird und sich damit letztlich konstraintentionale Folgen ergeben.

Eine Barriere gegen ein deflationäre Entwicklung scheint die antizyklische Fiskalpolitik darzustellen, wie sie etwa in den USA und in Deutschland betrieben wird. Nach der entschlossenen, milliardenschweren und wohl unvermeidbaren Intervention im Bankensektor, wird in beiden Ländern (und darüber hinaus in zahlreichen anderen) nun versucht, die Nachfrage zu stützen, um die gravierenden Rückgänge bei anderen Komponenten der Gesamtnachfrage auszugleichen.

Dabei muss man allerdings feststellen, dass die Jahre, in denen makroökonomisches Denken systematisch zurückgedrängt und vom Mainstream bekämpft worden ist, seine Spuren hinterlassen hat. Wenngleich entschiedene Anti-Keynesianer gleichsam über Nacht zu Keynesianern geworden zu sein scheinen, zeigt sich jetzt doch, dass nicht ohne Konsequenz bleibt, dass die Makroökonomie über viele Jahre in Deutschland in eine Randexistenz gedrängt wurde. Zu erkennen ist das vor allem an der Unsicherheit, in der sich die Politik befindet, eine der augenblicklichen Situation angemessene Strategie zu finden.

Konkret zeigt sich das darin, dass die eigentlich notwendige makroökonomische Strategie hoffnungslos von Fragen überlagert ist, die nichts mit einer konsequenten Makropolitik zu tun haben. Nach der massiven Stützung der Banken war es wohl unvermeidbar, dass nun auch alle möglichen Produktionsunternehmen Forderungen nach staatlichen Garantien und Unterstützungen erheben. Darauf, dass durch ihren Niedergang auch andere, insbesondere ihre Zulieferer, betroffen wären, können große Produktionsunternehmen ja schließlich auch verweisen. Es wäre fatal, wenn die Subventionierung einzelner Firmen zum vorläufigen

Erhalt von Arbeitsplätzen mit den derzeitigen makroökonomischen Erfordernissen verwechselt würde.

### Reform des Finanzsystems

Die Notwendigkeit, möglichst rasch wirksam werdende Konjunkturprogramme zu entwickeln, hat zunächst die zentrale Aufgabe in den Hintergrund treten lassen, die gelöst – und zwar ebenfalls schnell gelöst – werden muss, wenn man die Gefahr einer Deflation von der Wurzel her bekämpfen will. Diese besteht darin, für das Finanzsystem national und international eine Architektur zu entwickeln, die sich als entschieden erdbebensicherer erweist als das Gebilde, das in der langen Phase entstanden ist, in der Deregulierung für das schlechthin Gute und jede Form von Regulierung für Teufelszeug gehalten wurde.

So wichtig und unverzichtbar es in der augenblicklichen Situation ist, das volle Arsenal der Makropolitik einzusetzen, um eine noch stärkere weltweite Rezession zu verhindern: Die Makropolitik allein kann das Finanzsystem nicht reformieren und damit auch nicht verhindern, dass sich Finanzkrisen von der Größenordnung, wie wir sie gerade erleben, wiederholen. Da Budgetdefizite in der derzeitigen Größenordnung nicht beliebig oft eingegangen werden können, muss alles daran gesetzt werden, dass zukünftig die Entstehung solcher Krisen verhindert wird. Die dafür erforderlichen Regulierungsmaßnahmen müssen sorgfältig und von den besten Köpfen ausgearbeitet werden. Das wird aber nicht genügen. Es ist nicht schwer zu prognostizieren, dass ein wirksames Regulierungssystem, das unvermeidlicherweise zentrale Interessen politisch immer noch mächtiger Gruppen berührt, bei diesen erbitterten Widerstand auslösen wird. Eine wirksame Regulierung gegen diese Interessen durchzusetzen, wird sich als viel schwieriger erweisen als die Zustimmung für Konjunkturprogramme zu erhalten. Und da international koordinierte Regulierungen unabdingbar sind, haben wir es zudem mit dem Problem nationaler Egoismen zu tun, ohne deren Überwindung es kaum möglich erscheint, eine verbesserte Architektur des internationalen Finanzsystems zu errichten.

Wenn man wirklich ernsthafte Maßnahmen gegen zukünftige Krisen und eine latente Deflationsgefahr ergreifen will, wird man zu einer neuartigen Verbindung von Prozess- und Ordnungspolitik kommen müssen: Mit den Mitteln der Makropolitik ist mit aller Konsequenz die Rezession zu bekämpfen, mit einer Ordnungspolitik, die diesen Namen wirklich verdient, ist dafür zu sorgen, dass Auswüchse, wie wir sie zuletzt erlebt haben, gar nicht erst entstehen können.

<sup>21</sup> Also z.B. durch die Überweisung eines bestimmten Betrags auf das Konto eines jeden Bürgers.