

Martin Wolf, Chefkomentator der Financial Times und weltweit wahrscheinlich der einflussreichste internationale Wirtschaftsjournalist, hat kürzlich ein spannendes Buch zur Krise herausgebracht:

The Shifts and the Shocks: what we have learned - and have still to learn - from the financial crisis.

Das Buch verknüpft die Probleme auf den Finanzmärkten mit den makroökonomischen Fehlentwicklungen und stellt die These auf, dass wir nur dann die nächste Krise verhindern können, wenn wir beide Probleme lösen.

Er ruft noch einmal in Erinnerung, wie teuer die Krise eigentlich war: für England waren die unmittelbaren Kosten vergleichbar mit den napoleonischen Kriegen, sowie dem ersten und zweiten Weltkrieg. Während nach den Kriegen das BIP sich aber wieder auf seinen Langfristtrend zurückkehrte, scheint dies bei der jetzigen Krise überhaupt nicht der Fall zu sein.

Er bringt ein paar wunderbare Zitate:

This had to be a turning point, not just in the crisis, but also in the broader relationship between states and markets. Morally, at least, and in all probability practically, the era of financial liberalization was over. [...] Policymakers put the full resources of their states behind the financial system. Bankers had proved to be, in effect, merely exceptionally highly paid civil servants. (p. 28)

Most disturbing was (and is) the ability of the financial industry to use its money and lobbying clout to obtain the lax regulations it wanted (and wants). This has not ended. On the contrary, the push-back against post-crisis regulation demonstrates that it is very much with us. This is one of the reasons why crises well recur. [...] Regulators will never keep up with all this. They lack the resources, the motivation and, in the last resort, the knowledge to do so. The only solution is to create a financial system whose failure the world economy would survive relatively unscathed. (p. 147)

The question remains: will this complex regulatory effort deliver a financial system that is both robust and dynamic? [...] In a word no. The sheer complexity of the regulatory structure makes it virtually inconceivable that it will work. Nobody in charge of a bank is going to know and understand all the rules it is supposed to obey. Indeed, nobody is, be they in the regulatory bodies or the regulated institutions. Operating in such a regulatory quagmire makes it certain that institutions will end up operating contrary to the rules without meaning to do so. It will also create pervasive uncertainty. It is highly undesirable. (p234)

Wolf erklärt sehr schön, was an den Finanzmärkten schief gelaufen ist und warum die Regulierungsorgie der letzten Jahre nicht zielführend ist. Analog zu Martin Hellwig und auch zu uns Grünen fordert er viel einfachere aber wesentlich härtere Regeln, insbesondere viel mehr Eigenkapital.

Wolf ist davon überzeugt, dass die Finanzkrise tieferliegende makroökonomische Ursachen hat. Hätte es die Deregulierung seit den 1980er Jahren nicht gegeben, wäre die Finanzkrise sicherlich weniger hart gewesen, aber wir hätten sie auch nicht verhindert, außer wir hätten auch die makroökonomischen Ungleichgewichte in den Griff bekommen. Die Hauptprobleme sind:

- Zu hohe weltweite Ersparnisse aufgrund u.a.
 - o Asienkrise und staatliche Vorsorge vor neuer Währungskrise
 - Man sieht eindeutige zeitliche Korrelation mit deutlich sinkenden Realzinsen und Asienkrise 1997. Zwischen 1997 und 2007 haben sich die Realzinsen halbiert
 - o Einkommen und Vermögensungleichheit in industrialisierten Ländern
- Leistungsbilanzungleichgewichte
 - o Seit 1996 (vor Asienkrise) und 2006 haben sich Leistungsbilanzungleichgewichte verfünffacht
 - Wolf zitiert Rajans ebenfalls wunderbares Buch „Fault Lines“: so long as large countries like Germany and Japan are structurally inclined – indeed required – to export, global supply washes around the world looking for countries that have the weakest policies or the least discipline, tempting them to spend until they simply cannot afford it and succumb to crisis (Wolf, p 163)

- Demand deficiency Syndrome. Viele argumentieren, dass die expansive Geldpolitik für die Krise mitverantwortlich war und auch heute bereits die nächste Krise einleite. Laut Wolf ist aber nicht die Geldpolitik das Problem, sondern fehlende globale Nachfrage:

It is easy to argue that all this [die Finanzkrise] was the immediate consequence of excessively easy monetary and regulatory policies. The question is why such policies were adopted. The answer is that they were the way to sustain demand in an economy suffering from demand-deficiency syndrome. It is what central banks were told to do. And they did it. (p 172)

- o Die Niedrigzinspolitik ist also klar mitverantwortlich für die Vermögensblasen. Anstatt aber die Zentralbanken zu kritisieren, sollte man die Regierungen kritisieren, die extreme Lohnzurückhaltung tolerieren, staatliche Investitionen vernachlässigen und private Investitionen nicht fördern
- In Europa gilt dasselbe Problem:
obvious that the biggest challenge has been created not by excess demand on the periphery, but chronically deficient demand at the core. The problem, in brief, is Germany. (p177)

Die Conclusio für Wolf ist, dass wir unbedingt die makroökonomischen Ungleichgewichte abbauen müssen und dass Geldpolitik nicht mehr über Stimulation von Kreditwachstum betrieben werden sollte. Der Staat hat die Möglichkeit direkt, ohne den Umweg von Kreditausweitung, Geld in Umlauf zu bringen, z.B. durch Helikoptergeld oder durch ein Vollgeldsystem. Wolf diskutiert die Vollgeldidee sehr ausführlich in seinem Buch. Wolf hat große Sympathien für Vollgeld, sieht aber auch große

Fragezeichen, insbesondere wie dann effizient Investitionen mit Krediten finanziert werden können. Man kann und sollte zwar Eigenkapitalfinanzierung massiv privilegieren aber man kann Fremdkapital nicht abschaffen. Außerdem dürfte es in einem Vollgeldsystem extrem schwierig sein, private Geldschöpfung im Schattenbanksystem zu unterbinden.

Daher sollten wir laut Wolf zunächst einmal andere möglichen Reformen testen, bevor wir wirklich das extrem radikale Experiment Vollgeld wagen.

Wolf diskutiert auch die Eurokrise in mehreren Kapiteln. Er ist extrem bitter über den momentanen Zustand. Austerität kann nicht funktionieren. Die Eurozone kann nicht ihre mangelnde interne Nachfrage durch hohe Exportüberschüsse kaschieren. "Current-account surpluses of creditor countries are sucking demand out of vulnerable countries." (p 310). Das würde die Welt in eine Krise stürzen.

Wolf ist extrem besorgt über die Konsequenzen für die Demokratie:

Democracy has been nullified, as politicians of foreign countries - more precisely of one foreign country - and their official lackeys dictate to sovereign nations not just temporarily, in a period of crisis, but indefinitely. This structure cannot hold and, if it can, it should not. (p. 304)

Dennoch wäre ein Auseinanderbrechen des Euro eine unvorstellbare wirtschaftliche und politische Katastrophe, so dass die Lösung nur ein Abbau der extremen deutschen Leistungsbilanzdefizite durch Reallohnsteigerung und Stimulierung von öffentlichen und privaten Investitionen sein kann. In diesem Sinn spricht er sich für eine bescheidene Fiskalunion aus.

Und warum ist all das überhaupt wichtig fragt Wolf in seiner Conclusio:

Such crises undermine belief that a globalizing economy is of benefit to the vast majority of people. They make people anxious and angry and rightly so. Angry and anxious people are not open to the world. They want to hide in their caves, together with similarly angry people. That is what happened in the 1930s. Financial crisis are the events most likely to bring the world back there. (p 351)

Es ist nicht leicht 350 fakten- und ideenreiche Seiten zusammenzufassen. Die Zusammenfassung von mir erhebt nicht den Anspruch darauf vollständig und objektiv zu sein. Allen, die nicht den Luxus genießen können, Martin Wolf jeden Mittwoch in seiner volkswirtschaftlichen Kolumne der *Financial Times* zu lesen, sei das Buch daher sehr ans Herz gelegt. Es ist sehr erfrischend, wenn man nur den Einheitsbrei der deutschen Medien mit ihrem täglichen Lied auf die löbliche schwäbische Sparpolitik, die böse, deutsche Sparer enteignende EZB und den braven, hart die Banken regulierenden Herrn Schäuble kennt.

Lästerei beiseite: dass wir etwas für die Nachfrage tun müssen, ist zwar noch nicht Mainstream in Deutschland aber zumindest hat sich das schon herumgesprochen. Nicht so regelmäßig diskutiert wird die Frage, was das demand deficiency syndrom mit der

Finanzkrise zu tun hat. Dabei ist es eigentlich sehr intuitiv, dass es zu Problemen führen muss, wenn man die Zentralbank allein die fehlende Nachfrage bekämpfen lässt. Natürlich hört man auch in Deutschland die Forderung, dass die EZB nicht weiter Blasen durch zu niedrige Zinsen oder gar durch Aufkäufe von Unternehmens- oder Staatsanleihen auslösen soll. Es wird aber nicht überlegt, welche Konsequenz es haben würde, wenn sich keine staatliche Institution gegen einen konjunkturell bedingten Nachfrageeinbruch stemmt.

Neben der Forderung nach fiskalischer Stimulierung von Investitionen leuchtet mir die Forderung nach einer neuen Geldpolitik sehr ein. Wenn die Inflationsrate deutlich unter dem von der Zentralbank gesetzten Ziel liegt, muss die Zentralbank unbedingt handeln, um nicht ihre Glaubwürdigkeit zu zerstören. Anstelle von blasenbildender Kreditstimulierung, die in einer balance sheet recession sowie nur auf die Vermögenspreise wirkt, sollte die Zentralbank so lange direkt Geld schöpfen, bis die Inflationsrate wieder auf dem Zielniveau liegt. Die effizienteste und gerechteste Weise ist das von Milton Friedman, Ben Bernanke und vielen anderen reputierten Volkswirten empfohlene Helikoptergeld. Übertragen auf unsere Situation heißt das: Die EZB verteilt so lange 500 Euro Scheine an alle Bürger der Eurozone bis die Inflationsrate wieder bei 2% liegt.

Das auch von vielen Grünen diskutierte Vollgeld ist an sich eine ähnliche Idee, weil auch sie die Geldschöpfung von Kreditausweitung trennen will. Mir leuchtet die Prohibition von privaten Krediten in den Vollgeldtheorien aber nicht ein. Ich sehe nicht, wie man kredit generierte Geldsubstitute außerhalb des regulierten Bankensystems verhindern kann und ich sehe auch nicht, dass man private Kredite verbieten kann.

Die Idee, Geldschöpfung per Helikopter zu betreiben, scheint mir wesentlich eleganter und zielführender. Mit dieser Methode kann die Zentralbank frühzeitig und sehr effektiv Kreditblasen eindämmen ohne eine Rezession auszulösen. Die effektivste makroprudentielle Maßnahme ist und bleibt eine deutliche Zinserhöhung der Notenbank. Vermögenspreise sind rein mathematisch durch die Höhe des Zinssatzes determiniert. Der Hauptgrund, weshalb sich viele Volkswirte gegen die Erhöhung des Zinssatzes zur Bekämpfung von kreditfinanzierten Vermögenspreisblasen aussprechen, ist die Sorge davor, dass zu hohe Zinsen die Geldzufuhr und damit die Nachfrage der Volkswirtschaft abwürgen könnten und so zu hoher Arbeitslosigkeit führen würde. Die Geldzufuhr und die Nachfrage müsste aber bei Einsatz von Helikoptergeld nicht einbrechen.