Peter Mooslechner

Dr. Peter Mooslechner, 1954 in Bruck an der Glocknerstraße (Salzburg) geboren, ist Direktor der Hauptabteilung Volkswirtschaft in der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB). Er studierte Volkswirtschaft an der Johannes Kepler Universität Linz, wo er 1981 auch promovierte. Er war zunächst am Institut für Finanzwissenschaft der Universität Linz tätig, anschließend von 1981 bis 1996 als wissenschaftlicher Mitarbeiter des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung (WIFO) in Wien im Bereich Währung, Zahlungsbilanz, Geld und Kredit. 1996 wechselte er als Abteilungsleiter für Volkswirtschaftliche Analysen in die OeNB und übernahm dort 1999 die Position eines Hauptabteilungsleiters für Volkswirtschaft. In dieser Funktion ist er Mitglied in zahlreichen nationalen und internationalen Gremien, beispielsweise im Vorstand der Nationalökonomischen Gesellschaft (NOeG) und im Monetary Policy Committee der Europäischen Zentralbank (EZB).

Zahlreiche Veröffentlichungen zu einer großen Bandbreite wirtschaftspolitischer Fragen. Aktuell zählen dazu etwa die Bücher „Currency and Competitiveness“, Cheltenham 2008 (gemeinsam mit Klaus Liebscher, Josef Christl und Doris Ritzberger-Grünwald), „Quantitative Economic Policy“, Berlin 2008 (gemeinsam mit Reinhard Neck und Christian Richter) sowie „The Political Economy of Financial Market Regulation“, Cheltenham 2006 (gemeinsam mit Helene Schuberth und Beat Weber). In aktuellen Artikeln beschäftigt er sich etwa mit Fragen der Mikroökonomie des Geldvermögens und der Haushaltsverschuldung, mit Migration und Direktinvestitionen sowie mit Fragen der Wechselkurspolitik und speziell von Wechselkursregimen.

Kontakt

Dr. Peter Mooslechner
Hauptabteilung Volkswirtschaft
Oesterreichische Nationalbank
Otto-Wagner-Platz 3
1090 Wien
Österreich
peter.mooslechner@oenb.at

Peter Mooslechner

Finanzkrise, quo vadis?

Versuch einer – sicherlich noch verfrühten – Zwischenbilanz der aktuellen wirtschaftlichen Ereignisse

Thus the fundamental speculation of a capitalist society has two facets: the acquisition of capital assets and the putting out of commitments to pay cash embodied in the liabilities used to finance such capital acquisitions.

Hyman P. Minsky (1975)

Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation.

John Maynard Keynes (1936)

Zwischen 1929 und 1933 ging das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Österreich um mehr als 20 Prozent zurück, das reale BIP pro Kopf schrumpfte um nahezu 25 Prozent. Die unselbstständige Beschäftigung lag 1934 verglichen mit 1928 um rund 450.000 Beschäftigte niedriger, war also um rund 22 Prozent von 2 Millionen auf 1,6 Millionen Beschäftigte gesunken. Parallel dazu stieg die Zahl der Arbeitslosen von 1928 bis 1933 von 270.000 auf 598.000, die Arbeitslosenquote erreichte im Jahr 1933 27,2 Prozent – gegenüber 11,7 Prozent im Jahr 1928, 8,1 Prozent im Jahr 1924 und noch 4,3 Prozent im Jahr 1922. In den USA nahm die Arbeitslosenquote bis 1933 auf fast 25 Prozent zu, in Deutschland bis 1932 auf mehr als 30 Prozent. Das reale BIP der USA lag 1933 um mehr als 28 Prozent niedriger als 1929, in Deutschland sank das BIP um rund 16 Prozent.[1]

Die Arbeitslosenquote im Jahr 1933 lag bei 27,2 Prozent

Wie immer man auch die gegenwärtige ökonomische Lage und insbesondere die aktuellen Prognosen für die kommenden zwei Jahre einschätzt, von derartigen Entwicklungen ist die Situation meilenweit entfernt. Das neu erwachte Interesse an der Weltwirtschaftskrise mag einerseits verständlich und andererseits auch unter dem Aspekt „aus der Geschichte zu lernen“ angebracht sein, eine Gleichsetzung der aktuellen Ereignisse mit der damaligen Situation ist jedoch nicht angebracht.[2] Offensichtlich hat die Wirtschaftspolitik weltweit aus den Fehlern der Weltwirtschaftskrise

Von der großen Depression des vorigen Jahrhunderts sind wir weit entfernt

1 Je nach Quelle unterscheiden sich diese historischen Daten, ohne dass die Grundaussagen dadurch verändert würden. Als Datenquellen wurden hier Publikationen der Statistik Austria, der OECD (The World Economy: Historical Statistics) sowie Mitchell (International Historical Statistics) verwendet.

2 Die herausragende Darstellung zur Weltwirtschaftskrise ist immer noch Charles P. Kindleberger, Die Weltwirtschaftskrise, München 1973. Mehr denn je heute lesenswert auch John Kenneth Galbraith, The Great Crash 1929, Boston 1954.

Wirtschaftspolitische Lethargie und prozyklische Wirtschaftspolitik sind Minderheitenprogramme

gelernt und wirtschaftspolitische Lethargie oder gar prozyklische Wirtschaftspolitik stellen heute (hoffentlich) ein extremes Minderheitenprogramm dar, wenngleich es diese Stimmen heute vereinzelt noch zu geben scheint. Aber auch die Struktur der heutigen Volkswirtschaften lässt sich mit der zur Zeit der Weltwirtschaftskrise sicher nicht vergleichen: So sind die sozialen Sicherungssysteme – bei aller Unterschiedlichkeit – in allen Ländern heute deutlich besser ausgebaut, als das in den 30er Jahren der Fall war. Und schließlich liegt das durchschnittliche Einkommensniveau auch unvergleichlich höher, das reale BIP pro Kopf in Österreich etwa beim sechsfachen Wert des Jahres 1929 oder der reale Kapitalstock in den USA nahezu zehnmal so hoch.

Die Krise erfasst die ganze Welt und rüttelt an vielen Grundfesten des Wirtschaftssystems

Es steht jedoch außer Zweifel, dass die aktuelle Krise schon jetzt nicht nur die schwerste seit der Weltwirtschaftskrise darstellt, sie wird auch massive negative Konsequenzen für breite Bevölkerungskreise mit sich bringen und, wie sich derzeit abzeichnet, wird sich auch kaum ein Teil der Welt ihren Auswirkungen entziehen können. Fundamentaler zusätzlich vielleicht noch der Aspekt, dass die Krise in ihrer spezifischen Form an vielen Grundfesten unseres Wirtschaftssystems rüttelt und viele Tendenzen in Frage stellt, die in den letzten Jahrzehnten die ökonomische Entwicklung geprägt haben.

Wissen wir eigentlich, was bisher geschah?

Eine Krise der Finanzmärkte, die weltweit auf die Realwirtschaft durchschlägt

Zu den prägenden Charakteristika der Krise gehört in jedem Fall eine ungeheuere Dynamik, die Entwicklungen in einer Geschwindigkeit ablaufen lässt, die selbst ihre Beobachtung und Erfassung zu einem Problem werden lässt. Zwei Elemente dürften dafür wesentlich sein bzw. dazu beitragen: Da ist einmal die über die letzten Jahrzehnte markant gewachsene internationale Verflechtung des Wirtschaftsgeschehens, die mit Begriffen wie Globalisierung, Deregulierung und Liberalisierung verbunden wird und ist.[3] Die zweite wesentliche Ursache für die Dynamik des Krisenverlaufs dürfte die Tatsache sein, dass wir es im Kern mit einer von den Strukturen der Finanzmärkte ausgehenden Krise zu tun haben, die in Folge auf die Realwirtschaft übergegriffen hat. Demgegenüber war die Weltwirtschaftskrise wohl im Wesentlichen eine realwirtschaftlich-wirtschaftspolitisch verursachte Krise, die dann durch Instabilitäten im Finanzsystem verlängert und verstärkt wurde.[4]

Im Sommer 2007 schien die Welt ökonomisch noch in Ordnung

Jedenfalls erschien bis zum Sommer 2007 die ökonomisch-wirtschaftspolitische Welt noch in Ordnung, ja in weiten Bereichen der Welt – speziell auch in ökonomisch weniger entwickelten Regionen wie Asien, Lateinamerika und Osteuropa – sogar besser als viele Jahre zuvor. Doch dann wurde die Welt mit einer von den USA ausgehenden Finanzkrise konfrontiert, wie sie in dieser Intensität, in dieser Form und vor allem auch zu diesem Zeitpunkt niemand wirklich vorhergesehen hatte. Zwar haben Ökonomen und internationale Institutionen immer wieder auf ausgeprägte Ungleichgewichte hingewiesen, diese analysiert und vor einer

3 Thomas L. Friedman, The World is Flat, London 2006.

4 Ben S. Bernanke, Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, American Economic Review, June 1983.

ganzen Reihe damit verbundener Risken gewarnt, eine abrupte Reaktion der seither sichtbar gewordenen Art erschien jedoch höchstens als Extremszenario mit geringer Wahrscheinlichkeit.

Das Ausmaß der sich plötzlich verbreitenden Probleme war nicht vorhersehbar

Zu Jahresbeginn 2009 leben wir in einer völlig anderen wirtschaftspolitischen Welt. In den USA kämpft die Wirtschaftspolitik gegen die Rezession an, weltweit werden die Wachstumserwartungen für die kommenden Jahre deutlich nach unten revidiert und an den Finanzmärkten herrscht anhaltende Krisenstimmung. Finanzmärkte, die noch vor kurzem zum Kernbereich des Finanzsystems gezählt wurden, existieren oder funktionieren nicht mehr. Führende Finanzinstitute verzeichnen Existenz gefährdende Verluste, mehrere der größten Player sind von der internationalen Landkarte verschwunden, weltweit werden Bankenrettungspakete geschnürt, um die Finanzierung der Realwirtschaft unter diesen schwierigen Rahmenbedingungen sicher zu stellen und einen vollständigen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern.

Mehrere der ehemals größten Player gibt es heute nicht mehr

Immer noch stehen – eineinhalb Jahre nach Beginn der eigentlichen Krise im August 2007 – die wirtschaftspolitischen „Feuerwehrmaßnahmen“ im Vordergrund, die Krise einzudämmen und ihre ärgsten Auswirkungen zu bekämpfen. Nun zeichnet sich aber ein ausgeprägtes Übergreifen der krisenhaften Entwicklung auf die Realwirtschaft ab, die der Situation eine neue, zusätzliche und dramatische Dimension verleiht. Dies stellt die Wirtschaftspolitik vor neuen Herausforderungen, die etwa zu Konjunkturpaketen bisher nicht gesehener Größenordnung geführt haben. Gleichzeitig – und je länger die Situation anhält - stellt sich umso mehr die Frage, was die Ursachen und Besonderheiten dieser Krise sind und was es daraus für die Zukunft zu lernen gilt.

Derzeit stehen wirtschaftspolitische Feuerwehrmaßnahmen im Vordergrund

Die besonderen Eigenheiten jeder Krise

Angesichts des Ausbruchs der Krise im Jahr 2007 sollte man sich zunächst daran erinnern, dass 2007 auch das 20-jährige Jubiläum der Börsenkrise des Jahres 1987 markiert. Und denkt man auch nur an diese vergangenen zwei Jahrzehnte, so hat die Welt in diesem Zeitraum eine erhebliche Zahl von Finanzkrisen gesehen: Von den Wechselkurskrisen der 90er Jahre über Asien, Russland, Lateinamerika bis zu dot.com, Enron und LTCM reicht das umfangreiche Angebot. Jede einzelne dieser Krisen war mit negativen Konsequenzen für die Wirtschaftsentwicklung und mit Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik verbunden. Aber Ausmaß, Intensität und vor allem auch Dauer der mit diesen Schocks verbundenen realwirtschaftlichen Probleme war sowohl zeitlich wie geographisch eingegrenzt. In vielen Fällen war ihr Muster in vielen Ländern von der einer „normalen“ Konjunkturdämpfung nicht wirklich zu unterscheiden.

Seit 1987 gab es eine erhebliche Zahl von Finanzkrisen, die aber zeitlich und regional begrenzt blieben

Analysiert man die Geschichte dieser Krisen im Detail so fallen vor allem Unterschiede in der Häufigkeit, der Intensität ihrer konjunkturellen Effekte sowie des jeweiligen Krisenverlaufs auf. Beschränkt man sich vereinfacht nur auf den Impact von verschiedenen Krisen auf die österreichische Konjunktursituation, so haben die ERM-Krise des Jahres 1992/93 und der Konjunktureinbruch 2001 im Gefolge der dot.com Krise sowie 9/11 deutlich negative

Unterschiedliche Effekte auf die Konjunktur

Zum Teil brachten Krisenerscheinungen bei uns auch Aufschwung

Spuren im österreichischen Wachstum hinterlassen. Demgegenüber ging die Hedgefondskrise des Jahres 1998 sogar mit einem Wirtschaftsaufschwung in Österreich einher, wie das auch – langsamer und von einem niedrigeren Wachstumsniveau aus – nach dem Aktiencrash 1987 der Fall war. Die Japanische Aktien- und Immobilienkrise sowie die Skandinavische Bankenkrise 1990 haben in Österreich offenbar praktisch keine größeren wachstumsdämpfenden Effekte gezeigt.

Ungewöhnlich ist nicht die jetzige Krise, sondern der große Abstand zur letzten Krise

Erich Streissler hat einige dieser Gesichtspunkte der Krisencharakteristik – Intensität, Häufigkeit und Dauer – kürzlich in Interviews explizit angesprochen: „Die Krise ist ganz normal. Ungewöhnlich ist nur, dass der Abstand zur letzten so groß ist. … Diesmal hat es rund 75 Jahre gedauert." (Kurier, 3. November 2008); „Amerika wird es Japan nachmachen. Zehn, 15 Jahre Stagnation…" (Der Standard, 16. September 2008).

Bisher war jede Finanzkrise einzigartig…

Kurz zusammengefasst: Finanzkrisen sind häufig und ein offenbar ständiger Begleiter der ökonomischen Entwicklung.[5] Mit dem Wachstum und der Internationalisierung der Finanzmärkte dürften sie tendenziell häufiger und intensiver geworden sein, aber nahezu keine dieser Finanzkrisen gleicht der anderen – weder in ihren konkreten Ursachen, noch im Verlauf und in ihren realwirtschaftlichen Konsequenzen. Jede war auf ihre spezielle Art und Weise „einzigartig" – gekennzeichnet durch unterschiedliche Faktoren, auf unterschiedliche Märkte sowie unterschiedliche Regionen konzentriert und durch verschiedenste Finanzinstrumente verursacht bzw. getragen. Dieses Bild ist schlussendlich wohl auch der eigentliche Grund dafür, dass es bis heute kaum gelingt und wohl auch zukünftig kaum besser gelingen wird, den Ausbruch von Finanzkrisen „richtig" zu „prognostizieren" – ihr Timing und ihre Intensität vorweg einigermaßen richtig einzuschätzen.

…die jetzige weist aber eine besondere Spezialität auf

Diese Einschätzungen bestätigen sich auch diesmal. Zwar weisen viele Finanzmarktkrisen eine Verbindung mit „Asset Price Bubbles" auf, die konkrete Form einer extrem lang anhaltenden Hauspreisblase in den USA verbunden mit der Finanzierung des „Subprime"-Marktes unterscheidet diese Krise aber von allen anderen. Ebenso verfügen die meisten Finanzmarktkrisen über einen mehr oder weniger wichtigen internationalen Übertragungsmechanismus, die spezielle Form der internationalen Verbreitung über Kreditderivate und Asset Backed Securities ist jedoch eindeutig eine Spezialität der aktuellen Krise. Tatsächlich wurden auch mögliche Krisenpotenziale in all diesen Bereichen immer wieder thematisiert (z.B. von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich). Wohl niemand hat aber vorhergesehen, dass sich aus den sehr speziellen – und vergleichsweise kleinen – Problemen der Finanzierung des Subprime Housing Marktes in den USA eine Finanzmarktkrise weltweiter Dimension entwickeln würde.

Ein Spezialproblem der USA nahm unerwartet weltweite Dimensionen an

Klar ist, dass es noch einer ganzen Reihe weiterer Faktoren bedurft hat, diesen Krisenanstoß zu einer globalen Finanzmarktkrise

5 Für eine umfassende historische Aufarbeitung von Krisen siehe Charles P. Kindleberger und Robert Z. Aliber, Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises, New York 2005.

mit massiven Auswirkungen auf die Realwirtschaft zu machen. Auch wenn man einige dieser Mechanismen jetzt mindestens zu kennen glaubt, wird es wohl noch längere Zeit dauern bis man wirklich einigermaßen verstanden hat, wodurch diese spezielle Krise tatsächlich zur Krise dieser Dimension geworden ist. Wie beispielsweise die wissenschaftliche Aufarbeitung der Weltwirtschaftskrise zeigt, ist auch 80 Jahre nach diesem Ereignis die wissenschaftliche Diskussion darüber noch keineswegs zu Ende: Eine simple Suche in ECONLIT – der weltweit führenden Datenbank für wissenschaftliche Veröffentlichungen im Bereich der Ökonomie – ergibt, dass unter dem Schlagwort „Great Depression" seit dem Jahr 2000 deutlich mehr als 700 wissenschaftliche Artikel erschienen sind, also rund 100 pro Jahr!

Wie das Ausmaß des Desasters zustande kam, weiß man noch nicht

Unsicherheit und Liquiditätsknappheit prägen weiterhin die Situation auf den Finanzmärkten

Auch zum Jahreswechsel 2008/09 hat sich nichts daran geändert, dass die Finanzmärkte weltweit einen bisher nicht gekannten Grad an Unsicherheit aufweisen, einige der größten Finanzinstitute Verluste aus Abschreibungen in vorher nicht gekanntem Ausmaß zu verkraften haben und davon immer stärkere negative Effekte auf die Konjunkturentwicklung ausgehen. Zu den ungewöhnlichen Besonderheiten gehören insbesondere auch die anhaltenden Probleme in der Liquiditätsbereitstellung zwischen Banken sowie die Nichtexistenz traditioneller Märkte, die früher wichtige (Re-)Finanzierungsquellen für Banken aber auch für (größere) Unternehmen waren. Hinzu kommt ein weltweiter Absturz der Börsenkurse, für den es in vieler Hinsicht keine rationalen Erklärungen mehr gibt. Wie konnte es dazu kommen und was sind die Konsequenzen dieser Konstellation?

Die Unsicherheit auf den Finanzmärkten bleibt bestehen

Der weltweite Absturz der Börsenkurse ist rational nicht erklärbar

Am Beginn der ganzen Geschichte stehen offenbar markante strukturelle Verhaltensänderungen von Finanzmarktteilnehmern: die Suche nach (noch) höheren Renditen, die Erwartung anhaltender Bewertungsgewinne, die Vernachlässigung von Risken sowie die sich aus dem Zusammenspiel dieser Faktoren ergebenden Verhaltensweisen der Marktteilnehmer durchgehend über alle Stufen der Krisenkette.[6] Auf der untersten Ebene – am Beispiel „Subprime" – war es die Kombination der Erwartung immer weiter steigender Hauspreise, günstige Finanzierungskonditionen zum Einstieg und – ganz zentral – die Weitergabe der damit verbundenen Risken an „andere", an Finanzinstitutionen und Investoren, die weit weg von den bestimmenden Risken des Finanzierungsgeschäfts sind. Das war ausschlaggebend für die Entstehung einer Konstellation, die äußerst anfällig auf auch nur kleine Veränderungen in den grundlegenden Rahmenbedingungen war.

Eine Reihe von Fehleinschätzungen auf allen Stufen der Krisenkette…

…bewirkten schon bei kleinen Veränderungen der Rahmenbedingungen eine verstärkte Anfälligkeit

Auf der Finanzierungsebene – also bei den den US-Housing-Boom unmittelbar finanzierenden Banken – war die sofortige Weitergabe der damit verbundenen Risken an andere Investoren in

6 Eine – sehr frühe – Warnung vor diesen Entwicklungen stellt das Buch von Susan Strange, Casino Capitalism, Oxford 1986 dar; in ähnlicher Weise hat Robert J. Shiller in seinem Buch Irrational Exuberance, Princeton 2000 viele dieser Probleme analysiert.

Die Risiken wurden auf internationale Finanzinvestoren verlagert

Form von Kreditderivaten und Asset Backed Securities der entscheidende Faktor. Verpackt in oberflächlich sicher erscheinende (und entsprechend „geratete") Pakete wurden diese Risken von internationalen Finanzinvestoren übernommen, die auf der Suche nach höheren (Eigenkapital-) Renditen waren, sich aber auch für die zu Grunde liegenden Risken nicht mehr besonders interessierten (interessieren mussten). Attraktiv war dabei nicht zuletzt auch, dass viele dieser Geschäfte außerhalb der Bilanz bleiben konnten und so mit einem sonst nicht möglichen Fremdfinanzierungsgrad ausgestattet wurden – eine eindeutige Umgehung des Kerns der regulativen Logik der Finanzmärkte. Das wurde ermöglicht durch die internationale Finanzierungsebene, die eine Vervielfachung des Marktvolumens durch entsprechende Fremdfinanzierung und Mittelbereitstellung in den verschiedensten Formen bedeutete.

Geschäfte außerhalb der Bilanzen

Schlussendlich bildete sich eine Situation heraus, in der kein Marktteilnehmer mehr über den Überblick über die Verteilung der grundlegenden Risken verfügte und ein kleiner Anstoß genügte, das rasante Wachstum nach diesem Modell zum Stillstand zu bringen. Wie meist in Finanzkrisen ist am Ende derartiger Prozesse Liquiditätsknappheit der entscheidende Faktor. Angesichts der völlig unklaren Risikoverteilung war die notwendige Refinanzierung von Positionen plötzlich nicht mehr möglich. Darüber hinaus kam die Liquiditätsbereitstellung innerhalb des Bankensystems ins Stocken, und bis heute funktioniert der wichtige Interbankengeldmarkt nicht in der eigentlich erforderlichen Weise. Sollte es aber nicht zum völligen Zusammenbruch des Finanzsystems kommen, mussten die finanzierenden – teilweise auch garantierenden – Banken diese außerbilanziellen Forderungen wieder in ihre Bilanzen nehmen, was gleichzeitig massive Bewertungsverluste bei steigender Eigenkapitalbelastung und fehlenden Erträgen bedeutete.

Enscheidender Faktor ist die Liquiditätsknappheit

Massive Bewertungsverluste

Makroökonomisch gesehen hatten die mit steigenden Hauspreisen und Aktienkursen verbundenen Vermögenseffekte in den USA lange Zeit einen ausgeprägt positiven Effekt auf den privaten Konsum und über lange Zeit auch das Wachstum der Weltwirtschaft gestützt. Diese Situation verkehrte sich nun abrupt ins Gegenteil, mit entsprechend negativen Effekten auf die Konjunktur. Sowohl die Dämpfung des privaten Konsums als auch ein massiver Rückgang der Wohnbauinvestitionen belasten gleichzeitig das US-Wachstum. Im Unterschied zum vergangenen Jahrzehnt geht damit von den USA ein dämpfender Impuls auf die Weltwirtschaft aus. Zur speziellen Logik des aktuellen Krisenverlaufs gehört jedenfalls aber auch, dass Europa – obwohl eigentlich ursächlich nur peripher mit der Entstehungsgeschichte der Krise verbunden – sich davon nicht nur nicht abkoppeln kann, sondern immer tiefer in die negativen realwirtschaftlichen und Finanzmarkt-Effekte hineingezogen wird. Auch vom veränderten Finanzierungsverhalten der Banken in Europa geht offenbar zunehmend ein direkter negativer Effekt aus. Wie z.B. aus dem Bank Lending Survey der EZB hervorgeht, ist bedingt durch die nun für die Bankbilanzen gegebenen Belastungen mit einer Einschränkung ihrer Kreditfinanzierung zu rechnen, was die noch verschuldungswilligen Unternehmen und Haushalte in ihren Möglichkeiten einschränkt.

Die einstige Konjunkturlokomotive USA sendet jetzt dämpfende Impulse aus

Negative Effekte durch verändertes Finanzierungsverhalten der europäischen Banken

Für Entwarnung ist es zu früh

Gegenmaßnahmen in den USA und Europa

Die US-Wirtschaftspolitik, wirtschaftspolitische Institutionen weltweit und speziell die Notenbanken haben unmittelbar seit Beginn der Turbulenzen auf den Finanzmärkten durch sofortige Liquiditätsbereitstellung einem Zusammenbruch der Märkte und einer weiteren Verschärfung der Krise gegengesteuert. Sind damit nun die Schwierigkeiten weitgehend gemeistert oder sind noch weitere „Nachbeben" und Auswirkungen zu erwarten?

Die alte Welt wird stärker betroffen sein als erwartet

Aus einer ganzen Reihe von Gründen muss heute realistischerweise davon ausgegangen werden, dass die tatsächliche Bewältigung der Krise mindestens noch erhebliche Zeit beanspruchen wird. Makroökonomisch hat man zwar schon vorher mit einer gewissen Wachstumsabschwächung gerechnet, ausgehend von einer Rezession in den USA wird diese aber nun markant stärker ausfallen und sich mehr oder weniger auch auf die ganze Welt ausdehnen. Wie die jüngsten Daten und Prognoserevisionen erkennen lassen, wird diese Entwicklung auch Europa weit stärker treffen, als das noch vor kurzer Zeit anzunehmen war.

Wirtschaftspolitische Entwarnung wäre zu früh

Entscheidend für eine nachhaltige Bewältigung der Krise wird aber sicherlich sein, wie rasch die Probleme auf den Finanzmärkten und bei den Finanzinstitutionen selbst bewältigt werden können. Anhaltende Finanzierungseinschränkungen auf wichtigen Märkten oder gar Zusammenbrüche von Finanzinstituten, wie sie mindestens nicht ausgeschlossen werden können, würden die Krise jedenfalls substantiell verlängern und in ihre konjunkturellen Auswirkungen vertiefen. Außerdem ist bekannt, dass die aus den Kreditverträgen abzuleitenden zukünftigen Belastungen auf Grund günstiger Einstiegskonditionen in der US-Wohnbaufinanzierung weit in das Jahr 2009 hineinreichen. Ebenso bestehen weiter substantielle Refinanzierungserfordernisse für Asset Backed Securities und ähnliche Konstruktionen. Eine wirtschaftspolitische Entwarnung zum jetzigen Zeitpunkt wäre damit jedenfalls verfrüht.

Dem Euroraum droht 2009 die Rezession

Sichtbare Abhängigkeiten im globalen ökonomischen Geschehen

Wie Analysen internationaler Organisationen, darunter des IMF und der OECD[7], gezeigt haben, sind konjunkturelle Abschwünge, die mit Banken- und/oder Finanzkrisen verbunden sind tendenziell tiefer und dauern länger. Es überrascht deshalb auch nicht, dass die jüngsten internationalen Konjunktureinschätzungen nicht nur davon ausgehen, dass sich die USA bereits seit rund einem Jahr in der Rezession befindet, sondern dass auch für den Euroraum im Jahr 2009 eine Rezession wahrscheinlich ist. Hinzu kommt, dass bisherige Wachstumsregionen der Weltwirtschaft – wie China und ganz Südostasien, Lateinamerika und Osteuropa – eine markante Wachstumsdämpfung verzeichnen werden. Freilich wird das Wachstum in diesen Regionen aus heutiger Sicht immer noch positiv ausfallen, die deutlich niedrigeren Wachstumsraten spiegeln jedoch die heute gegebene intensive ökonomische Verflechtung – und damit wechselseitige Abhängigkeit – des globalen Wirtschaftsgeschehens wieder.

7 Siehe dazu etwa IMF: World Economic Outlook, October 2008 und OECD: Economic Outlook, November 2008.

Bilanzstrukturen werden saniert

Zu den zentralen Charakteristika der gegenwärtigen Situation gehört auch, dass sich Länder, Finanzinstitute, Unternehmen und Haushalte gleichzeitig in einen Prozess der Sanierung ihrer „Bilanzstrukturen“ begeben haben. Dieser Prozess entspricht zwar in vielen Elementen den von Irving Fisher und Hyman Minsky[8] beschriebenen Abläufen, er geht jedoch vor allem in seiner ökonomischen Breite, in seiner Erfassung praktisch aller ökonomischen Akteure weit über das hinaus, was bisher als vorstellbar erschien: Finanzinstitute weltweit versuchen das heute als untragbar angesehene Ausmaß an „financial leverage“ zu reduzieren und gleichzeitig ihre Kapitalausstattung an eine völlig veränderte Einschätzung der bestehenden Risken anzupassen; Unternehmen sehen sich mit rasch verschlechterten Absatzerwartungen sowie zunehmenden Finanzierungsschwierigkeiten konfrontiert und versuchen, die negativen Auswirkungen auf ihre Ertragssituation zu reduzieren; private Haushalte leiden unter Bewertungsverlusten ihrer Finanzanlagen und ihres Immobilienvermögens und reagieren mit Einschränkungen ihrer Konsumnachfrage, speziell bei dauerhaften Konsumgütern, noch verstärkt durch negative Erwartungen bezüglich der Arbeitsmarktentwicklung; schließlich brechen auf globaler Ebene zusätzlich lange bestehende außenwirtschaftliche Ungleichgewichte auf, die die Nachfrageperspektiven weiter dämpfen. Insgesamt ergibt sich aus diesen parallelen Verhaltensweisen eine gefährliche Anpassungsspirale nach unten, die offensichtlich von den üblichen Mechanismen des Wirtschaftsgeschehens nicht mehr bewältigt bzw. korrigiert werden kann.

Die Reaktionen auf die Krise ziehen ungemein weite Kreise

Was soll, was kann, was darf, was muss die Wirtschaftspolitik jetzt tun?

Angesichts dieser dramatischen Rahmenbedingungen erscheinen die Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik unvergleichlich größer und schwieriger als seit vielen Jahrzehnten. Was die Lage sicherlich weiter erschwert ist eine Geschichte, in der der Mainstream der Ökonomie viele der Entwicklungen nicht nur toleriert sondern auch begünstigt hat, die aus heutiger Sicht wesentlich zur Entstehung dieser Krise beigetragen haben. Parallel dazu erfordert die aktuelle Krisensituation eine unvergleichlich größere Rolle des Staates, gerade des Staates, dessen wirtschaftspolitische Funktion über viele Jahrzehnte als mindestens „entbehrlich“ wenn nicht gar „schädlich“ für das Allgemeinwohl dargestellt wurde.

Die aktuelle Krisensituation erfordert eine wesentlich größere Rolle des Staates

Nicht zuletzt begleitet von Hilferufen aus allen Bereichen der Wirtschaft sieht sich die Wirtschaftspolitik heute einer kaum zufriedenstellend zu bewältigenden Herausforderung gegenüber. Tatsächlich agiert sie derzeit auf mindestens vier Ebenen gleichzeitig: Es gilt die wichtige internationale Koordination der wirtschaftspolitischen Maßnahmen sicherzustellen, es müssen die unmittelbaren Gefahren für einen Zusammenbruch der nationalen und internationalen Finanzsysteme und Finanzinstitutionen so rasch wie möglich bekämpft werden, es ist die Finanzierung der ökonomisch (über-)lebenswichtigen Verschuldung von Unternehmen und Haushalten sicher zu stellen und es gilt, nicht zuletzt,

Auf vier Ebenen wird gleichzeitig agiert

8 Hyman P. Minsky, John Maynard Keynes, New York 1975; Irving Fisher, The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, Econometrica, (1)1933.

Rückblick – vielleicht – in drei bis fünf Jahren

durch klug designte und effektive Konjunkturprogramme die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft so gering wie möglich zu halten. Nur wenn es gelingt, allen diesen Herausforderungen einigermaßen erfolgreich zu begegnen, wird man auf die Krise in zwei, drei oder fünf Jahren vielleicht als etwas zurückblicken können, was zwar die Grundfesten unseres Wirtschaftssystems massiv erschüttert hat, schlussendlich aber doch erfolgreich bewältigt werden konnte.

Langfristige substantielle Lehren

Damit werden ohne Zweifel aber auch substantielle langfristige Lehren verbunden sein müssen, beispielsweise im Speziellen hinsichtlich der Effizienz und des erforderlichen Umfangs der Finanzmarktregulierung, aber auch generell hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Rolle des Staates im Wirtschaftsgeschehen. Man wird sich wohl damit abfinden müssen, dass es ökonomische Entwicklung ohne Krisen nicht geben wird und jede Finanzkrise ihre ganz eigene Charakteristik hat. Gerade deshalb darf, kann und muss die Wirtschaftspolitik nichts unversucht lassen, konkrete Schwächen der Finanzmarktentwicklungen zu erkennen und schon unter „Normalbedingungen“ durch neue, verbesserte Rahmenbedingungen zu bekämpfen. Die gesamtwirtschaftlichen Kosten von Finanzkrisen sind jedenfalls zu hoch, als das man diese einfach als unvermeidliche Begleiterscheinung der ökonomischen Entwicklung akzeptieren könnte.

Hohe gesamtwirtschaftliche Kosten von Finanzkrisen