



## Was bleibt von makroökonomischer Politik?

**VICTORIA CURZON PRICE**

*Auf die Krise von 2008 reagierte die Politik mit geldpolitischen Stimuli, bis heute. Doch die Zukunft ist ungewiss.*

**E**in ewiges Auf und Ab: Wirtschaftlichen Zyklen sind wir seit Menschengedenken ausgesetzt. Auf Anraten Josefs lässt der Pharao in den sieben fetten Jahren Umsicht walten, sodass Ägypten die sieben mageren Jahre überstehen kann. Im 17. Jahrhundert lassen sich die braven Bürger von Amsterdam zu einer Tulpenmanie hinreissen — bis heute ein Lehrbuchbeispiel, zu welchem Irrsinn der Mensch fähig ist.

Nach den Goldenen Zwanzigerjahren folgt die Grosse Depression — binnen nur vier Jahren, von 1929 bis 1933, wird rund ein Drittel des nationalen Einkommens der USA vernichtet. Natürlich bleiben im kollektiven Gedächtnis vor allem die besonders schmerzlichen, erstaunlichen oder belustigenden Beispiele haften.

Tatsache ist aber: Die Wirtschaft verläuft niemals in geraden Bahnen. Ökonomen mühen sich offensichtlich nach Kräften, in den Schwankungen des Wirtschaftszyklus ein Muster zu erkennen. Ebenso offensichtlich ist, dass dem noch nie Erfolg beschieden war. Wir wissen, dass es Wirtschaftszyklen gibt, wir erkennen ungefähr, was geschieht.

Doch die Wirtschaft als Ganze ist zu komplex, als dass jemand — selbst mithilfe der leistungsfähigsten Computer, die mit neuesten Informationen gefüttert werden — eine präzise Vorhersage machen könnte. Wir behelfen uns mit Vermutungen und liegen oft falsch.

Das hält die Ökonomen nicht davon ab, die Geschichte zu studieren, um zu lernen, was zu vermeiden ist, und Politiker nicht vom Versuch, die schlimmsten Crashes zu verhindern. 1936 hat John Maynard Keynes seine «Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes» publiziert und damit die Sicht von Ökonomen und Politikern auf Konjunkturzyklen für immer verändert.

Er entwickelte eine makroökonomische Perspektive und postulierte, die gesamte Wirtschaft lasse sich mit einigen simplen Aggregaten abbilden, wie Konsum, Ersparnisse, Investitionen, Staatsausgaben usw. Der Konjunkturzyklus wurde elegant erklärt — als Resultat eines Zuviel oder Zuwenig an Ausgaben, das auf ein Zuviel oder ein Zuwenig an Produktion trifft.

### Der schwer fassbare Multiplikator

Der Schlüssel zum Verständnis des Zyklus ist hier der Multiplikator: Schon geringe Zusatzausgaben im Tiefpunkt des Zyklus erhöhen die Einkommen in der Folge letztlich um ein Mehrfaches, weil das zusätzliche Geld wiederum ausgegeben wird, sodass die Wirtschaft wieder in Fahrt kommt. Das Gegenteil hingegen passiert auf dem Höhepunkt des Zyklus: Sparen die Konsumenten auch nur geringfügig mehr, oder investieren die Unternehmen weniger, kehrt sich der gesamte Prozess um und leitet eine Rezession ein.

Keynes' Ansatz legt nahe, der Staat solle die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steuern, indem er Nachfrageschwankungen mit Anpassungen der staatlichen Ausgaben auffängt und glättet. Die zusätzlichen Ausgaben in einer Rezession solle er durch Verschuldung am Markt finanzieren und die Schulden aus den Zusatzeinnahmen zurückzahlen, die dank dem Multiplikatoreffekt in der folgenden Erholung anfallen.

Wie viele hervorragende Ideen krankte auch diese an politischen Verzerrungen sowie einem Übermass an Optimismus. Der Multiplikator erwies sich in Wirklichkeit als viel geringer als ursprünglich angenommen, allenfalls gar inexistent. Die makroökonomischen Aggregate liessen sich nur schwer erfassen, geschweige denn vorhersagen.

Die Regierungen machten sich in der Rezession eifrig daran, ihre Ausgaben zu erhöhen, dachten in der Erholung aber nicht daran, einen Überschuss für die Rückzahlung der Schulden zu budgetieren. Die Gewerkschaften merkten bald, dass Haushaltsdefizite Inflation nach sich zogen, und stellten im Voraus entsprechende Lohnforderungen — das Resultat war die sogenannte Stagflation.

Künstlich niedrige Zinsen führten zu Fehlinvestitionen. Im Zuge der Globalisierung wuchs der Handelssektor so weit, dass die meisten Länder «offene» Volkswirtschaften wurden, was es erst recht komplex machte, vorherzusagen, wann der Staat steuernd in die Konjunktur eingreifend sollte, und den ohnehin schwer fassbaren Multiplikator verringerte.

Monetaristen, Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, Marxisten, Neo-Keynesianer — sie alle liessen mit Kritik und alternativen Vorschlägen nicht lange auf sich warten. Die Monetaristen propagierten den Ansatz, das Geldangebot konstant auszuweiten und eine niedrige positive Inflationsrate anzuvisieren.

Unter Alan Greenspan, Präsident der US-Notenbank Fed von 1987 bis 2006, wurde dieses Konzept mit dem keynesianischen Ansatz kombiniert. Das hielt zwar zwanzig Jahre lang die Rezessionsgefahr in Schach, allerdings türmten in dieser Zeit, dank des einfachen Zugangs zu Geld, Private und der Staat einen Schuldenberg auf. Das mündete 2008 in ein Desaster, das die meisten Beobachter unerwartet traf: die globale Finanzkrise, die die Weltwirtschaft in den Grundfesten erschütterte.

### Schuldenberge und Negativzinsen

Darauf reagierte die Politik in den meisten Ländern mit einem massiven geldpolitischen Stimulus und Massnahmen im Geiste des Keynesianismus, die bis heute andauern. Eine Rezession wurde abgewendet, aber um welchen Preis? Was folgt in Zukunft?

In den bedeutenden Notenbanken und Finanzministerien, beim Internationalen Währungsfonds und bei der OECD, der Weltbank, der Uno und in den Wirtschaftsdepartementen unzähliger Universitäten überbieten sich die keynesianischen Modelle mit immer ausgeklügelteren makroökonomischen Daten und Prognosen. Bloss haben sie jegliche Glaubwürdigkeit eingebüsst. Sie waren nicht imstande, die letzte Krise vorherzusehen. Warum sollte das bei der nächsten anders sein?

Die private und die öffentliche Verschuldung sind auf einem Allzeithoch, ein schlafendes Monster, das nur auf einen Anstieg der Zinsen wartet. Einst galt es als ausgeschlossen, dass Nominalzinsen unter null fallen. Ja, die Realzinsen (nominale Sätze abzüglich Inflationsrate) drifteten gelegentlich in negatives Territorium, bedingt durch panikgetriebene makroökonomische Politik, Zeitdifferenzen, Mangel an angemessener Antizipation usw. Aber negative Nominalzinsen? Nein, das schien unmöglich.

Das hiesse ja, jemand würde seine Bank dafür bezahlen, dass sie sein Geld sicher aufbewahrt. Gewiss gäbe es doch bessere Lösungen? Zum Beispiel Cash in einem Banksafe halten oder kurzlaufende Staatsanleihen kaufen? Und dennoch: In so gut wie allen grösseren Ländern sind die Nominalzinsen ins Negative gedrückt worden.

Allerdings mit geringem Erfolg: Weder Investitionen noch Konsum oder Wachstum wurden nennenswert angekurbelt. Die Wirkkraft negativer Zinsen zur Stimulierung der Wirtschaft scheint verpufft.

### **Notenbanken finanzieren Staat**

Das Gegenstück zu den unglaublich niedrigen Zinsen ist die unkonventionelle Geldpolitik, namentlich die quantitative Lockerung (Quantitative Easing) oder, einfach ausgedrückt, die Monetisierung staatlicher und privaten Schuldinstrumente. Etwas, was man, mit Verlaub, doch eher in einem lateinamerikanischen Diktatorland erwarten würde.

Aber nein: In den vergangenen zehn Jahren waren es Regierungen in hoch entwickelten, respektablen Volkswirtschaften, die ihre Notenbanken um Geld für die Finanzierung ihrer Ausgaben anzapften, um eine Rezession abzuwenden. Am weitesten vorgewagt hat sich die Bank of Japan: Sie hält 35% der japanischen Staatsschulden, die wiederum mittlerweile schon 228% von Japans sich ausserordentlich träge entwickelndem Bruttoinlandprodukt ausmachen (gemäss dem OECD Economic Outlook, November 2018).

Dahinter folgt die Europäische Zentralbank, die über das Geschick der siebzehn Länder der Eurozone wacht und mittlerweile 25% ihrer Staatsschulden aufgekauft hat: Sie finanziert die Defizite Italiens, Spaniens, Frankreichs und anderer Eurozoneländer also mit rund 2,8 Bio. € — Tendenz steigend.

### **Am Ende Inflation?**

Am beunruhigendsten ist, dass die enorm aufgeblähten Bilanzen der weltweit bedeutendsten Zentralbanken mittlerweile zu bis zu zwei Dritteln aus Anleihen ihres eigenen Staates bestehen. So viel zum Thema Unabhängigkeit der Notenbanken. Das Fed hatte im Dezember 2015 angekündigt, bald mit dem Abbau seines 4,5 Bio. \$ schweren Bestands an Staatspapieren zu beginnen, um den Inflationsdruck aufzufangen.

2018 starteten die ersten — winzigen — Verkäufe, begleitet von kleinen Zinserhöhungen in wohldosierten Abständen. Vor kurzem allerdings hat Fed-Chef Jerome Powell das Programm angesichts nicht näher spezifizierter makroökonomischer Unsicherheiten suspendiert — obwohl die Inflation derzeit rund 2,5% beträgt und noch anziehen dürfte.

Zehn Jahre nach dem Finanzkollaps von 2008, der durch einen massiven Schuldenüberhang ausgelöst worden war, haben wir immer noch einen massiven Schuldenüberhang — nur verfügen wir heute über bloss wenig politischen Spielraum, sollte das schlafende Monster erwachen. Da wären also noch mehr quantitative Lockerung, das Anhäufen weiterer Schulden gegen wackelige Währungen und, irgendwann, Inflation.

Vielleicht ist es ja gerade das, was die Politik will — immerhin ist Inflation ein probater Weg aus der Schuldenfalle. Doch für die breite Bevölkerung wird der komplette Reset der Wirtschaft eine schmerzhaft Angelegenheit.

*Die Autorin ist Mitglied des Stiftungsrates des Liberalen Instituts. Dieser Beitrag erschien in der Finanz und Wirtschaft vom 9. März 2019. Mit freundlicher Genehmigung.*

März 2019

