DER VOLKSWIRT

# „Niedrige Zinsen sind kein Free Lunch“

William White gehört zu den wenigen Ökonomen, die vor der großen Krise gewarnt haben. Mit Sorge sieht er, dass die Probleme, die die Weltwirtschaft in die Krise geworfen haben, weiter bestehen. Die Politik des billigen Geldes, mit der die Zentralbanken die Wirtschaft anschieben, könnte sich rächen.

Illustration Peter von Tresckow

***Herr White, nach dem tiefen Einbruch von 2008/2009 sehen wir nun eine Erholung der Weltwirtschaft. Würden Sie sagen, die Krise ist vorbei?***

Das bezweifle ich. All jene Ungleichgewichte, die zur Krise führten, sind nicht verschwunden. Sie sind in keiner Weise fundamental angegangen worden. Denken Sie an die beunruhigenden Trends vor der Krise: den Anstieg der Vermögenspreise, das sehr schnelle Kreditwachstum, die sehr niedrigen Sparquoten in fast allen englischsprachigen Ländern, die ungewöhnlich hohe Investitionsquote in China, dazu die globalen Handelsungleichgewichte, von denen jeder sagte, sie seien untragbar. Und die Banken waren natürlich sehr gefährdet durch die Menge an schlechten Krediten, die sie vergeben hatten.

***Und heute?***

So weit ich sehen kann, hat sich an dieser Liste besorgniserregender Punkte nicht viel geändert. Die zugrundeliegenden Ungleichgewichte sind im Kern noch da. Seit März 2009 gab es einen gewaltigen Aufschwung der Vermögenspreise, der nur etwas abgeflacht ist. Dieser enorme Umschwung der Aktienkurse seit dem vergangenen Jahr war sogar größer als jener in den 1930er Jahren.

***Sehen Sie das als eine neue Blase?***

Das geht vielleicht zu weit. Dahinter steht die äußerst starke monetäre und fiskalische Stimuluspolitik, eine keynesianische Standardantwort, aber riesigen Ausmaßes. Wenn die Zinsen so stark gesenkt werden, ist es überhaupt nicht verwunderlich, dass die Aktienkurse hoch gehen. Fundamental hat sich aber nichts geändert. Nur der Diskontsatz, mit dem künftige Gewinne abgezinst werden, wurde auf ein unnatürlich niedriges Niveau gesenkt. Irgendwann muss dieser Zinssatz wieder hoch gehen. Die Entwicklung hat also schon etwas Blasenartiges.

***In der Geldpolitik beobachten wir schon seit langem ein asymmetrisches Muster: Die Leitzinsen werden im Abschwung schnell gesenkt, aber im Aufschwung nur sehr langsam wieder erhöht. Wird es auch dieses Mal so sein?***

Sicherlich. Wenn Sie sich die verschiedenen Finanzkrisen und Abschwünge seit den 1980er Jahren ansehen, erkennen Sie

> Der Gegenwind wird stärker. Am Limit wird die Niedrigzinspolitik überhaupt nicht mehr funktionieren.

immer exakt dasselbe Muster. Besonders in den englischsprachigen Ländern haben sich die Verantwortlichen dem keynesianischen Argument verschrieben, dass eine Senkung des Zinses – über die Fiskalpolitik können wir nachher sprechen – die Nachfrage stärkt und die Wirtschaft wieder ankurbelt.

***Und was ist falsch an diesem Argument?***

Sie müssen sich das Problem über viele Perioden vorstellen. Mit den extrem niedrigen Zinsen bringen Sie die Leute dazu, immer mehr Schulden aufzunehmen, um sich Güter zu kaufen. Natürlich wird so die Konjunktur kurzfristig gestärkt. Aber gleichzeitig geraten die Leute auf immer größere Schuldenstände. Die Logik sagt, dass die Niedrigzinspolitik, selbst wenn sie wiederholt funktionieren wird, mit abnehmender Effektivität funktioniert. Der Gegenwind der Verschuldung wird stärker und stärker. Und am Limit wird diese Politik überhaupt nicht mehr funktionieren. Die Leute sagen dann: Obwohl die Zinsen bei null liegen und wir Geld umsonst bekommen, sehen wir auch das damit verbundene Risiko. Unser Schuldenniveau ist schon zu hoch. Es ist zu Ende.

***Und in dieser Situation sind die Amerikaner jetzt?***

Wir nähern uns dieser Situation. Allerdings, wenn ich ehrlich bin, habe ich schon lange gesagt: Das ist das Ende. Über die Jahre hat mich doch überrascht, dass die Leute bereit waren, immer noch mehr Schulden aufzunehmen. Und auch die Bereitschaft der Banken, ihnen noch mehr zu leihen. Vielleicht werden die niedrigen Zinsen auch diesmal wirken. Ich glaube es aber nicht.

***Werden die amerikanischen Verbraucher zögerlich?***

In der Vergangenheit waren die amerikanischen Verbraucher unverwüstlich. Vergleichen Sie es etwa mit den skandinavischen Krisen in den frühen 1990er Jahren: In Norwegen beispielsweise, erinnere ich mich, stieg die Sparquote damals von minus 2 auf plus 8 Prozent. In den englischsprachigen Ländern haben wir in der aktuellen Krise keinen vergleichbaren Sparanstieg gesehen. Stattdessen viel Konsum auf Pump. Jetzt hat sich die Entwicklung zwar abgeflacht, aber das Niveau an ausstehenden Konsumentenkrediten bleibt, historisch gesehen, hoch.

***Die Last der privaten Schulden und die hohe Arbeitslosigkeit könnten den Konsum so weit drücken, dass Amerika in eine Rezession zurückfällt, warnen einige Ökonomen. Fürchten Sie das auch?***

Das ist eine ernste Gefahr. Bedenken Sie auch die düstere Lage des Häusermarktes, auf dem die Krise auch noch nicht vorbei ist. Ende 2006 begann eine tiefe Talfahrt. Die Preise haben sich zwar zuletzt etwas gefangen, doch erscheint der Immobilienmarkt wackelig. Es gibt weiter sehr viele Zwangsversteigerungen. Immer mehr Menschen erkennen, dass sie überschuldet sind. Sie verlassen einfach ihre Häuser und werfen die Schlüssel bei der Bank ein. Darunter leiden das Banksystem und die ganze Wirtschaft.

***Während der Krise gab es eine große Verschiebung von Schulden vom privaten zum öffentlichen Sektor. Der Staat hat zur Konjunkturstützung einen Anstieg seiner Verschuldung in Kauf genommen. Haben sich die Probleme damit nicht bloß verschoben?***

Die Staatsdefizite sind in vielen Staaten förmlich explodiert. Das ist sicherlich beunruhigend. Die Gläubiger fragen sich, ob sie ihr Geld wiedersehen. Prinzipiell sollten diese Sorgen bei Staaten geringer sein, weil der Staat einfach die Steuern erhöhen kann und deshalb – im Prinzip – nicht zahlungsunfähig wird. Die Risikoprämien auf Kredite sind für den Staat also geringer als für Private. In einigen Ländern haben die Defizite aber untragbare Höhen erreicht. Weil es Grenzen für die Besteuerung und für das Kürzen von Ausgaben gibt, beginnt die Sorge zu keimen, dass der Staat versuchen könnte, seine Schulden „wegzuinflationieren“. Die Privaten können das nicht, weil sie die Druckerpresse nicht haben.

***Ist die Griechenland-Krise ein Menetekel für künftige Staatspleiten?***

Das Problembündel der Griechen ist sehr speziell, aber die Krise hat tatsächlich den Fokus auf die öffentlichen Schulden und ihre Tragfähigkeit gerichtet. In einigen europäischen Ländern sind die Defizite und die Schuldenstände so hoch, dass sie einen nervös machen können. Aber die amerikanischen Zahlen sind nicht sichtlich besser. Die offiziellen Zahlen berücksichtigen zudem nicht die Belastungen in der Zukunft, die mit der Alterung verbunden sind, nicht nur die Pensionen und Renten, sondern die noch größeren künftigen Kosten des Gesundheitssystems. Es überrascht, dass sich die Kapitalmärkte so auf die griechische Krise fokussiert haben und nicht auch auf die Situation in Großbritannien und in den Vereinigten Staaten geschaut haben.

> Es gibt die Gefahr weiterer Blasen sowie von „Zombibanken“, die eigentlich tot sind, aber künstlich am Leben gehalten werden.

***Was würde denn geschehen, wenn die Verschuldungssituation der Vereinigten Staaten als kritisch angesehen wird?***

Dann wäre das sehr, sehr ernst für das internationale Finanzsystem. Der Dollar würde abtauchen, und die Zinsen würden hochsteigen. Erstaunlicherweise passiert derzeit das Gegenteil. Offenkundig werden die Vereinigten Staaten immer noch als „sicherer Hafen“ angesehen, zum Teil weil der Dollar die hauptsächliche Reservewährung ist. Aber das kann sich ändern.

***Die Möglichkeit höherer Inflation beunruhigt viele Menschen, gerade in Deutschland. Aber ist nicht eine unabhängige Zentralbank ein Damm dagegen?***

Sicherlich hilft es, eine „unabhängige“ Zentralbank – in Anführungszeichen – zu haben. Aber lassen wir uns nicht täuschen. Die fundamentalen Ziele, welche die Zentralbanken verfolgen, werden in einem politischen Prozess bestimmt. Dafür haben die Zentralbanken eine „instrumentelle Unabhängigkeit“, wie es Stanley Fisher, der heutige israelische Notenbankchef, nennt. Sie können die Instrumente wählen, die zur Erreichung der Ziele dienen, die ihnen im politischen Prozess gesetzt werden. Zur Unabhängigkeit kann man also in Abwandlung die Bibel zitieren: Der Herr hat’s gegeben, der Herr kann’s wieder nehmen.

***Zumindest die Statuten der Europäischen Zentralbank sind nur äußerst schwierig zu ändern.***

Das stimmt. Es gibt unterschiedliche Grade an Unabhängigkeit. Mit George Orwells berühmtem Satz „Alle Tiere sind gleich, aber manche sind gleicher“ könnte man sagen: Alle Zentralbanken sind unabhängig, aber manche sind unabhängiger – und andere weniger. Die amerikanische Federal Reserve oder die Bank von Japan sind in den politischen Prozess der Krisenbekämpfung hineingezogen worden. Ihre Unabhängigkeit franst an den Rändern aus. Das ist beunruhigend.

***Im Moment sagen viele in Amerika, etwa Paul Krugman, Deflation, nicht Inflation, drohe. Was halten Sie davon?***

Kurzfristig, da hat Krugman recht, gibt es sicherlich einen Mangel an Nachfrage. Deshalb fordert er, dass der Staat einschreitet und durch „Deficit Spending“ diesen Mangel ausgleicht. Wegen der schwachen Nachfrage und des Überangebots ist Deflation ein offenkundiges Risiko für die kurze Frist. Aber längerfristig ist angesichts der Staatsschulden ein Inflationsproblem möglich. Die Frage ist: Wie lang ist die längere Frist?

***Was ist wahrscheinlicher: Dass sich die Zentralbanken zu früh aus den Krisenmaßnahmen zurückziehen und Deflation riskieren oder dass sie zu spät den „Exit“ beginnen und Inflation riskieren?***

Die Geschichte zeigt, dass auf Krisen beides folgen kann. Ich persönlich fürchte eher Inflation, vor allem weil die Staatsdefizite so stark gestiegen sind. Ich bin beunruhigt über die Tendenz der meisten Ökonomen und vieler Politiker, extrem niedrige Zinsen als eine Art „Free Lunch“, also eine Sache ohne Kosten, anzusehen. Das sind sie nicht. Bei sehr niedrigen Zinsen können sich Inflationserwartungen bilden, die plötzlich hochschnellen. Wir haben das schon in vielen Ländern gesehen. Zudem gibt es bei sehr niedrigen Zinsen über längere Zeit auch negative Auswirkungen auf die Angebotsseite: Dazu würde ich niedrige Sparquoten zählen, die Gefahr von weiteren Blasen sowie von „Zombifirmen“ und „Zombibanken“, die eigentlich tot sind, aber künstlich am Leben gehalten werden. Ich denke, das erklärt die schwache wirtschaftliche Entwicklung von Japan in den vergangenen zwanzig Jahren. Ich beneide die Zentralbanker nicht, die in diesem unglaublich komplizierten Umfeld praktische Entscheidungen treffen müssen.

Das Gespräch führte **Philip Plickert.**

### William White – die Kassandra der Zentralbanker

Foto AP

Er muss manchmal lachen, wenn er über vergangene und neue ökonomische Irrwege spricht. Dabei hätte William White allen Grund zur Verbitterung. Als Chefvolkswirt der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel, der „Zentralbank der Zentralbanken“, war er einer der wenigen Ökonomen, die vor Ausbruch der Krise vor den Risiken warnten, die aus der extrem starken Kreditausweitung resultierten – doch keiner wollte es hören. Auf seine Kritik an Fed-Chef Alan Greenspan, die er beim Treffen in Jackson Hole 2003 vortrug, reagierten die anderen Zentralbanker feindselig. White mahnte, die Geldpolitik dürfe nicht bloß auf die Verbraucherpreise schauen, die wegen billiger Importe aus China niedrig blieben, sondern müsse auch die Vermögenspreise berücksichtigen, die stark stiegen. Er erkannte, dass sich dort eine Blase bildete, deren Platzen die mit hohen Schulden beladene Finanzwirtschaft erschütterte. White, der 2008 in Pension ging, fordert für die Zukunft, dass sich die Zentralbanken mehr „gegen den Kreditzyklus lehnen“ sollten, statt ihn einfach laufen zu lassen. (ppl.)

WIRTSCHAFTSBÜCHER

# Tyrannei der Mehrheit

## Ein Brevier über Lord Acton

Die Schweiz gilt als Musterland der Demokratie. Die dezentrale, föderale Struktur des Landes sorgt gemeinsam mit dem Verfahren der direkten Demokratie dafür, dass die Bürger das Heft des Handelns in der Hand behalten. Politische Entscheidungen brauchen deshalb aber auch lange, was die Politik vor schädlichem Aktionismus bewahren mag, mitunter aber auch Handlungsunfähigkeit bedeuten kann. „Die öffentliche Meinung ist eine langsam wachsende Pflanze“, schrieb der britische Historiker und liberale Politiker Lord Acton (1834 bis 1902), „sie ist weitgehend von der Gewohnheit beeinflusst und in der Vergangenheit verwurzelt.“ In der Schweiz geht die Souveränität des Volkes so weit, dass selbst Grundpfeiler der Verfassung ausgehebelt werden können. Eine ultimative Schranke gegen den Mehrheitswillen errichtet allenfalls das Völkerrecht; alles andere unterliegt der Entscheidung des Volkes. Die eidgenössische Verfassung kennt keine Elemente mit „Ewigkeitsgarantie“ wie das deutsche Grundgesetz. Acton betrachtete die Schweizer Verfassung, der etwas Derartiges fehlt, mit Skepsis: „Sie ist der Triumph demokratischer Gewalt über demokratische Freiheit.“ Ihm bereitete das Sorge, denn: „Das durchdringende Übel der Demokratie ist die Tyrannei der Mehrheit.“

Alexander Dörrbecker hat die Buchreihe der „Meisterdenker der Freiheitsphilosophie“ der Friedrich A. von Hayek-Gesellschaft um ein Brevier zu Lord Acton bereichert. Der Zeitgenosse und Vertraute William Gladstones ist bekannt für seine Warnung vor absoluter politischer Macht: „Macht korrumpiert, und absolute Macht korrumpiert absolut.“ Die Breviere der Hayek-Gesellschaft bieten eine thematisch sortierte Sammlung von Zitaten und Aphorismen aus dem Werk des jeweiligen Denkers, ergänzt um Informationen zu Leben und Werk sowie einen einordnenden Essay. Verdienstvollerweise hat der Herausgeber des Breviers umfassende Übersetzungsarbeit geleistet. Denn aus dem Werk des britischen Historikers liegt nur weniges in deutscher Sprache vor. Actons großes Projekt, eine umfassende „Geschichte der Freiheit“, war zudem an seinem Perfektionismus gescheitert.

Für Lord Acton war Freiheit „das höchste politische Ziel“, eine der steten Pflege bedürftige „empfindliche Frucht einer gereiften Zivilisation“. Auf dieser Basis gebe es eine grundsätzliche „Ausgangsvermutung gegen den Staat. Er hat dort nichts zu suchen, wo er nicht beweisen kann, dass etwas seine Aufgabe ist.“ Denn „Menschen können vom Staat nicht zum Guten erzogen werden, aber sie können leicht zum Schlechten verführt werden. Moralität beruht auf Freiheit.“ Das bedeute unter anderem, dass „öffentliche Interessen nicht gegen private Rechte abgewogen werden“ dürften. Acton – der kein Ökonom war, sondern vielmehr eine ausgeprägte Abscheu vor einer Verkürzung des Blicks auf wirtschaftliche Dinge hegte – warnte nachdrücklich vor zu viel Umverteilung: „Das Mischen der Karten ist von geringem Nutzen, wenn alle Trümpfe entnommen sind.“ KAREN HORN

*Alexander Dörrbecker (Hg.): Geschichte und Freiheit. Ein Lord-Acton-Brevier.*

NZZ Libro, Zürich 2010, 237 Seiten, 16 Euro.

Die Verfasserin leitet das Berliner Büro des Instituts der deutschen Wirtschaft.

# China und Indien im Aufwind

## Einige Modifikationen der dominanten Sichtweise

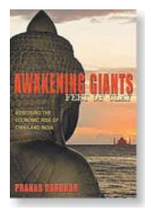
Pranab Bardhan vertritt das Fach Volkswirtschaftslehre an der Universität von Kalifornien in Berkeley. In seinem Buch setzt er sich kritisch mit der üblichen Erklärung für den wirtschaftlichen Aufstieg Chinas und Indiens auseinander. Gleich im ersten Kapitel fasst er die übliche, teilweise richtige, aber vereinfachte Sicht so zusammen: Sozialismus und Überregulierung haben die Unternehmen in beiden Volkswirtschaften lange behindert. Liberalisierung und Globalisierung haben in beiden Ländern das Wachstum entfesselt, allerdings auch zunehmende Ungleichheit mit sich gebracht. Das autokratische China hatte bei der Industriepolitik gegenüber dem demokratischen Indien Vorteile.

An dieser Erklärungsskizze kritisiert Bardhan, dass die Vorleistungen der sozialistischen Entwicklungsphase in China übersehen werden: von Schulen und Gesundheitsfürsorge auch auf dem Lande über eine egalitäre Verteilung des Ackerlandes und mehr Rechte für Frauen bis zum Aufbau autonomer Lokal- und Regionalregierungen. Nach Bardhan wurden die Chinesen nach den Reformen gerade deshalb zu erfolgreicheren „Kapitalisten“ als die Inder, weil sie vorher die besseren Sozialisten waren.

Im zweiten Kapitel weist Bardhan vor allem die Vorstellung zurück, dass die Einbeziehung Chinas in die Weltwirtschaft die Hauptursache für sein schnelles Wachstum und die Verringerung der Massenarmut gewesen ist. Stattdessen hält er das Haushaltsverantwortungssystem in der Landwirtschaft der späten siebziger und achtziger Jahre mit der Anreizverbesserung für die Bauern, aber ohne Privatisierung des Ackerlandes und die ländliche Industrialisierung in Zusammenarbeit mit (oder unter der Leitung von) Lokalregierungen für entscheidend. In Indien beklagt Bardhan die fehlende ländliche Industrialisierung, das weitgehende Fehlen von Unternehmen mittlerer Größe, das Fehlen eines einheitlichen Marktes und die mangelnde Autonomie regionaler und lokaler Regierungen.

Das dritte bis zehnte Kapitel befassen sich mit Spezialfragen wie Landwirtschaft, Infrastruktur, Finanzwesen, Unternehmen, Ungleichheit, Sozialleistungen, Umwelt und dem politischen System. Hier können nur wenige Einzelheiten genannt werden: Wie fast alle anderen Beobachter sieht Bardhan mehr Einkommensungleichheit in China als in Indien. Aber er betont, dass die Chancengleichheit in China viel besser als in Indien ist, weil das Ackerland gleichmäßiger verteilt ist, weil die Dörfer besser mit Schulen versorgt sind, weil früher auch die ländliche Gesundheitsfürsorge in China besser als in Indien war, weil es in Indien Kastenschranken gibt. In Indien beansprucht der Staat zwar, den Armen zu helfen, aber seine Subventionen kommen oft den Bessergestellten zugute und binden die Mittel, die zur Verbesserung der Infrastruktur benötigt werden.

Das Buch ist gut lesbar. Theoretische Eindeutigkeit scheint Bardhan allerdings für unerreichbar zu halten – im Falle Indiens mehr noch als im Falle Chinas. ERICH WEEDE




*Pranab Bardhan: Awakening Giants, Feet of Clay*

Princeton University Press, Princeton 2010, 172 Seiten, 24,95 Dollar.

# Neues über Mr. Keynes

## Weitere Forschungen über den britischen Krisenökonomen

Die schwere Finanz- und Wirtschaftskrise hat das Werk des britischen Ökonomen John Maynard Keynes (1883 bis 1946) revitalisiert. Nahezu alle großen Industrienationen haben in der Krise eine Politik betrieben, die sich mehr oder weniger an Ideen des legendären Ökonomen aus Cambridge orientierte, und so ist auch die Diskussion um das Werk von Keynes neu entbrannt.

Eine lehrreiche, in Teilen auch dogmenhistorische Beschäftigung mit den Ideen von Keynes bietet ein von einem Team um Bradley Bateman herausgegebener Sammelband mit Beiträgen von Autoren, die sich wohl mehrheitlich als „Keynesianer“ bezeichnen, aber doch unterschiedliche Akzente setzen, weil es verschiedene Interpretationen gibt. Unter anderem wird zu Recht daran erinnert, dass Keynes bis heute als Finanzmarktökonom völlig unterschätzt wird, weil die diesbezüglichen Teile seiner Arbeiten außer Spezialisten nicht bekannt sind. Dabei finden sich zum Beispiel zum Wesen von Terminmärkten Erkenntnisse bei Keynes, die auch in aktuellen Debatten noch modern wirken.

Kaum bekannt ist ein Band mit Vorlesungen von Luigi Pasinetti geblieben, einem der namhaftesten Vertreter der an Keynes orientierten Cambridge School nach dem Zweiten Weltkrieg. Faszinierend sind vor allem die biographischen Anmerkungen zu den Keynes-Schülern der ersten Stunde wie Richard Kahn, Joan Robinson und Nicholas Kaldor. (Luigi Pasinetti: Keynes and the Cambridge Keynesians, Cambridge 2009, 412 Seiten, 32,99 Euro.) gb.

*Bradley Bateman u.a. (Hrsg.): The Return to Keynes.*

Harvard University Press, Cambridge (Mass.) 2010, 320 Seiten, 42,99 Euro