



Von Minsky zu Keynes

Description

Nach Minsky durchläuft das Kreditsystem stets die Stufen „hedge“, „securitised“, „Ponzi“, schreibt [Bill Gross vom weltgrößten Betreiber von Anleihe-Fonds Pimco in der FT](#). In der Liquiditätsflut der zurückliegenden Jahre ist das Kreditsystem auf die weniger gehebelte „securitised“-Stufe zurückgefallen. Jetzt aber expandiert es schon wieder, indem staatliche Verschuldung private Entschuldung ersetzt. Und die Notenbanken hoffen, damit eine Grundlage künftigen Wachstums zu legen.

Hyman Minsky, US-Wirtschaftswissenschaftler, hatte in den 1980er Jahren eine zunächst wenig beachtete Krisentheorie entwickelt, die jedoch mit dem offenen Ausbruch der Finanzkrise 2008 die Aufmerksamkeit bekam, die sie verdient. Seine Theorie steht im Widerspruch zur klassischen Auffassung, wonach die Märkte unter den Bedingungen „vollständiger Wettbewerb“ und „vollständige Information“ „von selbst“ zu einem Gleichgewicht zurückfinden. Minsky zeigt nämlich, dass die Finanzierungsprozesse im (entwickelten Finanz-)Kapitalismus selbst destabilisierend wirken, die Instabilität also inhärent ist.

Die Wirkungskette geht so: Zu Beginn einer wirtschaftlichen Aufwärtsentwicklung achten Investoren darauf, dass die Einnahmen aus einer Investition die Rückzahlung des mit ihr finanzierten Kredits erlauben. Wenn sich die wirtschaftlichen Verhältnisse stabilisieren, gehen sie zu spekulativeren Varianten über. Zunächst wird noch darauf geachtet, dass die Investition die Zinsen erwirtschaftet, der ursprüngliche Kredit wird durch einen neuen abgelöst. Dann schließlich werden sogar Kredite zur Finanzierung der Zinsen aufgenommen. Das Wirtschaftswachstum wird unsteter, die Erwartung, dass die Einnahmen der Investition am Ende ihre Kosten deckt, geht nicht auf. Die spekulative Finanzierungsblase platzt im sogenannten „Minsky-Moment“.

Gross schreibt, die in „guten Zeiten“ positive Zinsstruktur entspreche einem „gesunden“ Risikobewusstsein, wonach längere Kreditlaufzeiten mit höheren Zinsen versehen sind. Eine flache Zinsstruktur hingegen schafft keinen Anreiz für Kreditgeber, längerfristige Darlehen auszugeben. Lang laufende Investitionen werden dann nicht Laufzeit-adäquat finanziert. Trotzdem hätten die Kredit-Märkte früher weiter funktioniert und wirtschaftliches Wachstum ermöglicht. Das lag insbesondere daran, dass die nominalen und die realen Zinsen deutlich über Null lagen. Damit hatten sie noch Luft nach unten, umgekehrt hatten die Anleihenkurse Entwicklungsmöglichkeiten nach oben. Und damit bestand insbesondere bei länger laufenden Anleihen die Aussicht auf Handelsgewinne. Das hielt die Kreditmärkte in Schwung.

Wenn sich jetzt die Zinsen über das gesamte Laufzeitenspektrum der Nulllinie nähern, sinkt der Anreiz z.B. für Banken, die Laufzeit von Krediten auszudehnen. Gross fragt: Welche Veranlassung sollte z.B. Pimco haben, fünf-jährige Treasurys mit 75 Basispunkten Verzinsung zu kaufen, wenn das maximale Kurspotenzial bei zwei Prozent liegt – bei hohem Abwärtsrisiko. Und fragt weiter: Was ist, wenn die Nullzins-Politik eine Liquiditätsfalle bewirkt, gespeist aus zu wenig Gewinn bei zu großem Risiko? Demzufolge sinkt die Bereitschaft, Kredite zu vergeben, erst recht solche mit längeren Laufzeiten.

Die Notenbank-Politik niedriger Zinsen festigt nach Meinung von Gross insgesamt die Tendenz zu immer kurzfristigerer Finanzierung. Das sei zwar auch eine Art von Stabilität, aber die erinnert eher an die Verhältnisse in Japan in den zurückliegenden zehn Jahren als an die Wachstumsdynamik der zurückliegenden 50 Jahre.

Als Lösung fordert Gross steigende Zinsen.



[Paul Krugman schreibt in seinem Blog dagegen an](#). Er stimmt zunächst der Diagnose zu, die Wirtschaft stecke nach wie vor in einer Depression. Daran ändere auch [der US-Arbeitsmarktbericht für Januar](#) nichts. Auch zwischen 1933 und 1937 hätte es deutliches Beschäftigungswachstum gegeben. Und auch damals herrschte eine Depression.

Sparer würden mit der Forderung von Gross zwar höhere Zinsen bekommen, aber das sei vergleichbar mit dem Butterberg, der Bauern mehr Geld für ihre Butter verschafft. Mit freier Marktwirtschaft habe das nichts zu tun. Man kann nicht einfach höhere Renditen beschließen, diese Störung der wirtschaftlichen Zusammenhänge verursahe an anderer Stelle (weit höhere) Kosten.

Es gibt zwei Modelle für das Zustandekommen eines bestimmten Zinsniveaus. Das der "loanable funds" stellt Angebot von Ersparnissen und Nachfrage durch Investitionen in den Mittelpunkt (IS: Investition und Sparen). Das der "liquidity preference" legt das Verhältnis von Liquiditätsnachfrage und Geldangebot zugrunde (LM: Liquidität und Geldmenge). IS ist die Gleichgewichtskurve im Gütermarkt, LM die im Geldmarkt. Daraus [lässt sich das IS-LM-Diagramm konstruieren](#).

Wenn in einer Depression der Zinssatz, zu dem Sparen und Investition im Gleichgewicht wären, negativ ist, wird dieser Punkt „auf normalem Wege“ nicht erreicht. Denn die Wirtschaftssubjekte halten lieber Bargeld, als Geld mit (nominalem) Verlust auszuleihen. Das Überangebot an liquiden Mitteln wird dann durch rückläufiges Einkommen abgebaut.

Wenn man versucht, die Liquiditätsfalle über Mittel der Makro-Politik zu beeinflussen, sollte man den Überfluss an liquiden Mitteln dadurch reduzieren, dass man mit dem Spar-Überschuss Staatsausgaben finanziert, überlegt Krugman typisch keynesianerisch: Der Staat tritt mit Anreizen an die Stelle privater Investitionen.

Krugman spricht sich gegen die Forderung von Gross nach steigenden Zinsen aus, weil das ein Eingriff in Marktmechanismen ist. Er plädiert für einen anderen Eingriff, nämlich den des Staates über Anreizprogramme. Was ist da besser?

Gross verwechselt allerdings Ursache und Wirkung – die Wirtschaft liegt nicht deshalb am Boden, weil der Zins niedrig ist, sondern der Zins ist niedrig, weil die Wirtschaft am Boden liegt. Und: Mechanische Umkehrschlüsse funktionieren selten. Das wird [hier](#) gut kritisiert.

Die Liquiditätsfalle ist letztlich durch eine Kreditblase entstanden, der eine Überinvestitionsblase entspricht. Staatliche Anreizprogramme tragen nicht dazu bei, die Überinvestitionsblase abzubauen. Die lockere Geldpolitik der Notenbanken vergrößert das Geldangebot und verbilligt damit tendenziell Investitionen. Gesamtwirtschaftlich produktiv ist das jedoch nur dann, wenn Kapazitätsknappheit herrscht. Das ist gegenwärtig nicht der Fall.