

Zitierweise:

Andreas Hoffmann und Gunther Schnabl,  
Warum der frühe Ausstieg aus der finanzi-  
ellen Repression lohnt, Austrian Institute  
Paper Nr. 19 (2018)



AUSTRIAN  
INSTITUTE  
ECONOMICS & SOCIAL PHILOSOPHY

Austrian Institute Paper

Nr. 19 / 2018

Andreas Hoffmann und Gunther Schnabl

## Warum der frühe Ausstieg aus der finanziellen Repression lohnt

*Zusammenfassung: Wir argumentieren, dass die Entschuldung der Regierungen über eine ultra-lockere Geldpolitik bzw. finanzielle Repression, den Wohlstand in den Industrieländern nicht sichert. Der mit der ultra-lockeren Geldpolitik einhergehende graduelle Fall der Produktivitätsgewinne und die Zunahme der Zombieunternehmen in den großen Industrieländern erinnern bereits heute an die Periode der finanziellen Repression und Stagnation in den ehemaligen Planwirtschaften Mittel- und Osteuropas. Ein Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik und eine Rückkehr zu marktwirtschaftlichen Prinzipien sind deshalb dringend geboten.*

*JEL: E4, E5, E6, H6, N1, N2.*

*Keywords: Finanzielle Repression, McKinnon, Geldpolitik, Verschuldung.*

### 1. Einleitung

Die Verlängerung der Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank in einer Phase der Hochkonjunktur ist nur einer von vielen expansiven Schritten, in deren Verlauf seit Mitte der 1980er Jahre das Zinsniveau in den Industrieländern gegen null gedrückt und die Bilanzen der großen Zentralbanken dramatisch aufgebläht wurden. Seit Mitte der 1980er Jahre haben die Zentralbanken in Krisenphasen die Zinsen entschlossen gesenkt und aggressiv Anleihen gekauft, um Pleiten von Finanzinstituten und Staaten vorzubeugen. Im Aufschwung nach der Krise wurde der Ausstieg aus den lockeren Geldpolitiken verzögert, um den wirtschaftlichen Aufschwung nicht zu gefährden (Hoffmann und Schnabl 2011).

Diese Politik wurde möglich, weil die geldpolitischen Entscheidungen seit Mitte der 1980er Jahre die Konsumentenpreise zunehmend unberührt ließen, also kaum Inflation bewirkten. Im Eurogebiet und Japan liegen die Inflationsraten heute beispielsweise trotz aggressiver Anleihekäufe der Zentralbanken deutlich unter den 2%-Inflationszielen. Stattdessen bewirkten die Geldpolitiken Überschwänglichkeit und Krisen auf den Aktien-, Immobilien- und Rohstoffmärkten. Über den Umweg der Finanzmärkte haben die ultra-lockeren Geldpolitiken auf diese Weise zwei Ziele untergraben, die ursprünglich mit Hilfe der Preisstabilität erreicht werden sollten (Hoffmann und Schnabl 2016):

Die Geldpolitik trägt heute, erstens, nicht mehr zu einem stabilen Umfeld bei, das nach

haltiges Wachstum fördert. Die Geldflut der Zentralbanken der vergangenen Jahrzehnte hat viele Unternehmen dazu verführt, lieber auf billige Kredite zu vertrauen als mühsam in Innovationen und effizientere Produktionsverfahren zu investieren. Die Folge: Weltweit sind «Zombieunternehmen»<sup>1</sup> entstanden. Diese überleben nicht, weil sie wirtschaftlich erfolgreich sind, sondern weil wackelige Banken, die am Tropf der Zentralbanken hängen, nachsichtig Kredite verlängern. So verhindern sie, dass faule Kredite sichtbar werden und Ressourcen bestmöglich eingesetzt werden. Die Produktivitätsgewinne in den Industrieländern haben über die Zeit hinweg abgenommen.

Geldpolitik sollte, zweitens, möglichst verteilungsneutral sein. Auch das ist nicht mehr der Fall: denn die Geldpolitiken haben die Preise von Aktien und Immobilien stark nach oben getrieben. Das hat vor allem die reichen und älteren Bevölkerungsschichten reicher gemacht, die einen Großteil des Aktien- und Immobilienvermögens halten (Duarte und Schnabl 2017). Hingegen stagnieren für viele Menschen die Einkommen, da ohne Produktivitätsgewinne keine realen Lohnerhöhungen mehr möglich sind. Insbesondere für junge Menschen, die neu in das Erwerbsleben einsteigen, liegt das Lohnniveau meist deutlich niedriger als für die vorangegangenen Generationen. Das bekommen sie am deutlichsten am Immobilienmarkt zu spüren, wo ein Eigenheim für die meisten unerschwinglich geworden ist. Hinzu kommen immer mehr zeitlich begrenzte Arbeitsverträge, die die Planung für die Zukunft schwieriger machen.

---

<sup>1</sup> In den sozialistischen Planwirtschaften waren die meisten Unternehmen Zombieunternehmen. Diese konnten zu den gegebenen Preisen mit dem Verkauf der produzierten Güter und Dienstleistungen ihre Kosten nicht decken. In Marktwirtschaften gehen solchen Unternehmen Bankrott. In den sozialistischen Planwirt-

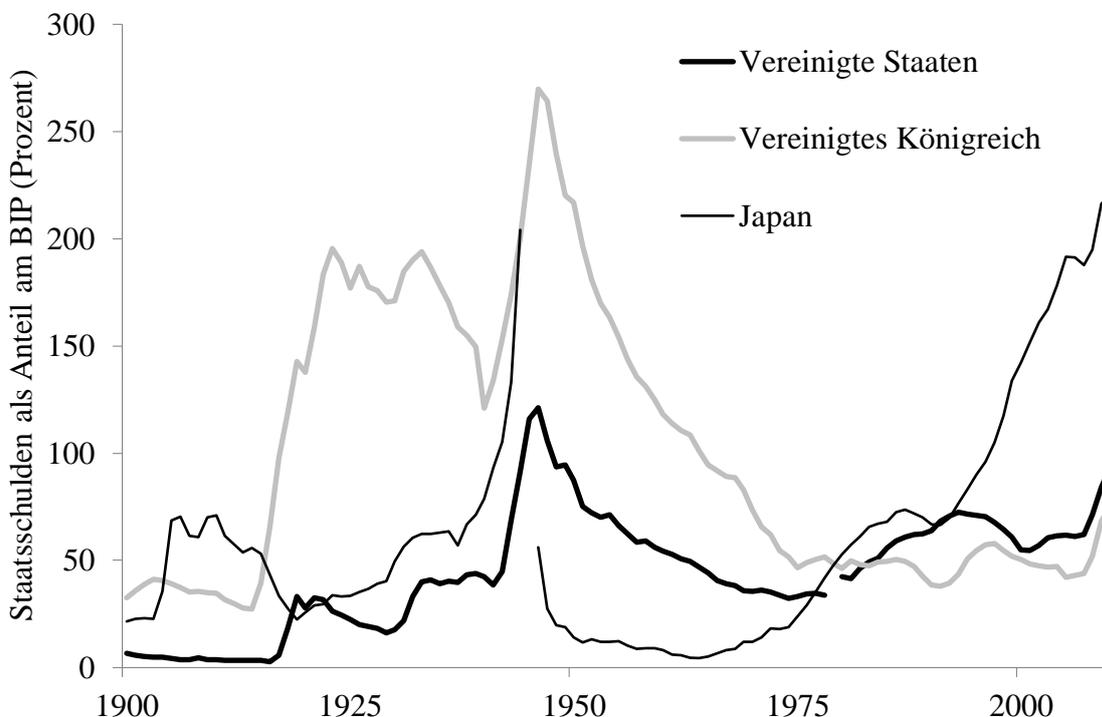
## 2. Finanzielle Repression als Ausstiegsstrategie?

Gerade in den Mittelschichten der Industrieländer hat sich deshalb Resignation bzw. Frustration breitgemacht, die weltweit der Nährboden für politische Polarisierung sind. Das sollte Grund genug sein, zeitnah aus den ultra-lockeren Geldpolitiken auszusteigen. Doch die hohen Staatsschulden, die durch immer geringere Leitzinsen erst ermöglicht wurden, verhindern das. Leitzinserhöhungen würden die Zinslasten der klammen Staaten aufblähen und damit deren üppige Ausgabenverpflichtungen blockieren. Die Konsolidierung der Staatsfinanzen ist damit zur Voraussetzung für den Ausstieg aus den ultra-lockeren Geldpolitiken geworden. Weil in Demokratien Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen bei den Wählern äußerst unbeliebt sind (Buchanan und Wagner 2000[1977]), schlagen Ökonomen den Schuldenabbau über die finanzielle Repression vor (Reinhart et al. 2015; Rogoff 2016). War diese doch in der Geschichte ein häufig verwendetes Mittel zur Entschuldung.

Die finanzielle Repression kam z. B. nach dem Zweiten Weltkrieg im Vereinigten Königreich und den USA zum Einsatz. Aufgrund der Kriegslasten war nach 1945 die Schuldenlast auf über 100 bzw. 250 Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) angestiegen (Abb. 1). Dadurch, dass die Regierungen und Zentralbanken, die Zinsen künstlich niedrig

schaften wurden diese hingegen durch Subventionen des Staates am Leben erhalten, um Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Da die Unternehmen die Hilfe des Staates antizipierten, wurden kaum Anstrengungen gemacht, die Kosten zu senken und neue Produkte zu entwickeln.

**Abb. 1: Staatsverschuldung in historischer Perspektive**



Quelle: IWF

hielten, bleiben die Zinslasten erträglich. Moderate Inflationsraten und hohes Wachstum trieben die Entschuldung voran: Bei weitgehend konstantem nominalen Schuldenstand sank dieser als Anteil am nominalen BIP rasch. Reinhart und Sbrancia (2011) zeigten, dass allein durch den Zins- und Inflationseffekt jährlich Schulden in Höhe von 3 bis 4 Prozent des BIP liquidiert wurden.

In Folge der globalen Finanz- und Schuldenkrise (2007/08) drückten die großen Zentralbanken unter Mario Draghi, Haruhiko Kuroda und Janet Yellen die Zinsen noch weiter: auf null oder sogar darunter.<sup>2</sup> Das hilft zwar, kurzfristig den Kollaps fragiler Finanzinstitute zu verhindern und den Zinsdienst der hochverschuldeten Staaten erträglich zu halten. Doch

eine nachhaltige Entschuldung ist nicht in Sicht. Im Gegenteil: Statt den Abbau öffentlicher Schulden zu bewirken, entstehen durch die ultra-lockeren Geldpolitiken immer neue Blasen auf den Finanzmärkten. Nach ihrem Platzen steigen die ohnehin schon hohen öffentlichen Schuldenstände nochmals sprunghaft an, da Finanzinstitute gerettet werden müssen und Steuereinnahmen wegbrechen. Dies ist beispielsweise in Japan seit dem Platzen der japanischen Blase im Jahr 1989 der Fall (siehe Abb. 1), wo die Schulden von ca. 70% auf 240% des BIP gestiegen sind.

Das nächste Opfer könnte Deutschland sein, wo derzeit die ultra-lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank sowohl die Immobilien- und Aktienpreise als auch (zusammen

<sup>2</sup> Nach Rogoff (2016) wäre eine Abschaffung des Bargelds hilfreich, um die Zinsen noch sehr viel tiefer ins Negative setzen zu können.

mit den Steuereinnahmen) die Staatsausgaben nach oben treibt. Platzt eines Tages diese Blase, so wird auch Deutschland in die Schuldenfalle gestürzt. Wer das vermeiden will, braucht ein nachhaltiges Entschuldungs- und Wachstumskonzept, für das es historische Beispiele gibt.

### 3. Erfahrungen aus der Wirtschaftsgeschichte

Die gegenwärtige Situation in den Industrieländern erinnert an viele Schwellenländer in Ost- und Südostasien, Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa in den 1960er bis 1990er Jahren. Die Regierungen dieser Länder hatten sich zum Ziel gesetzt, die industrielle Entwicklung zu fördern, um mit den westlichen Industrieländern gleichzuziehen. Da die Steuereinnahmen für die ehrgeizigen Pläne nicht ausreichten, wurden die staatlich kontrollierten Banken gedrängt, günstige Kredite an Unternehmen auszureichen. Die Banken refinanzierten sich bei den Zentralbanken, die – wie die Zentralbanken heute – Geld aus dem Nichts schufen (McKinnon 1973).

#### 3.1 Ausstieg aus der finanziellen Repression

Das ungezügelte Geldmengenwachstum erzeugte Inflationsdruck, der bei freier Preisbildung höhere Zinsen nach sich gezogen hätte. Die Inflation wurde aber mit Preiskontrollen in Schach gehalten. Zinsobergrenzen hielten die Kreditzinsen niedrig, so dass die Unternehmen nach den subventionierten Krediten Schlange standen. Die Regierungen konnten so die Kredite in die Bereiche der Wirtschaft lenken, die sie als politisch wichtig ansahen. Die Banken wälzten die Kosten der zu billigen Kredite auf die Sparer ab, in dem sie die Einlagezinsen senkten. Diese wiederum verleiteten

zur Kapitalflucht, die mit Kapitalverkehrskontrollen eingedämmt wurde. Auch Zollschränken wurden eingesetzt, um die subventionierten Industrien gegen die internationale Konkurrenz zu schützen.

Friedrich August von Hayek hatte in seinem Werk «Der Weg zur Knechtschaft» bereits in den 1940er Jahren gewarnt, dass zunehmende Interventionen des Staates in Güter- und Kapitalmärkte kein Wachstum erzeugen können. McKinnon (1973) und Shaw (1973) machten in den 1970er Jahren erstmals unter dem Begriff „finanzielle Repression“ deutlich, dass die staatlichen Zinskontrollen das Wachstum lähmten, weil sie die Funktionsweise der Finanzmärkte untergruben. Sie zeigten auf, dass die staatlich gelenkten Kreditströme ineffiziente Produktionsstrukturen schufen, die nur hinter strengen Kapitalverkehrsbarrieren und Handelsschränken überleben konnten. Die Folgen waren – ähnlich wie heute in den Industrieländern – Krisen und Stagnation.

Die Wende hin zu Reformen leiteten die betroffenen Regierungen nicht immer freiwillig ein. In Ost- und Südostasien hatten Japan und einige kleine Tigerstaaten (Hongkong, Singapur, Taiwan) bereits in den 1960er Jahren vorgemacht, dass offene Märkte die Quelle von Wohlstand sind. Südkorea und später eine wachsende Anzahl von neuen Tigerstaaten folgten. In Lateinamerika erzwangen in den 1980er Jahren einschneidende Schuldenkrisen Reformen. In Mittel- und Osteuropa hatte die drastischste Form der finanziellen Repression die sozialistischen Planwirtschaften an den Rand des wirtschaftlichen Kollapses gebracht, was schließlich unter Michail Gorbatschow die Wende erzwang. China experimentierte bereits seit den 1980er Jahren unter Deng Xiaoping mit graduellen Reformen als einen Ausweg aus der wirtschaftspolitischen Sackgasse.

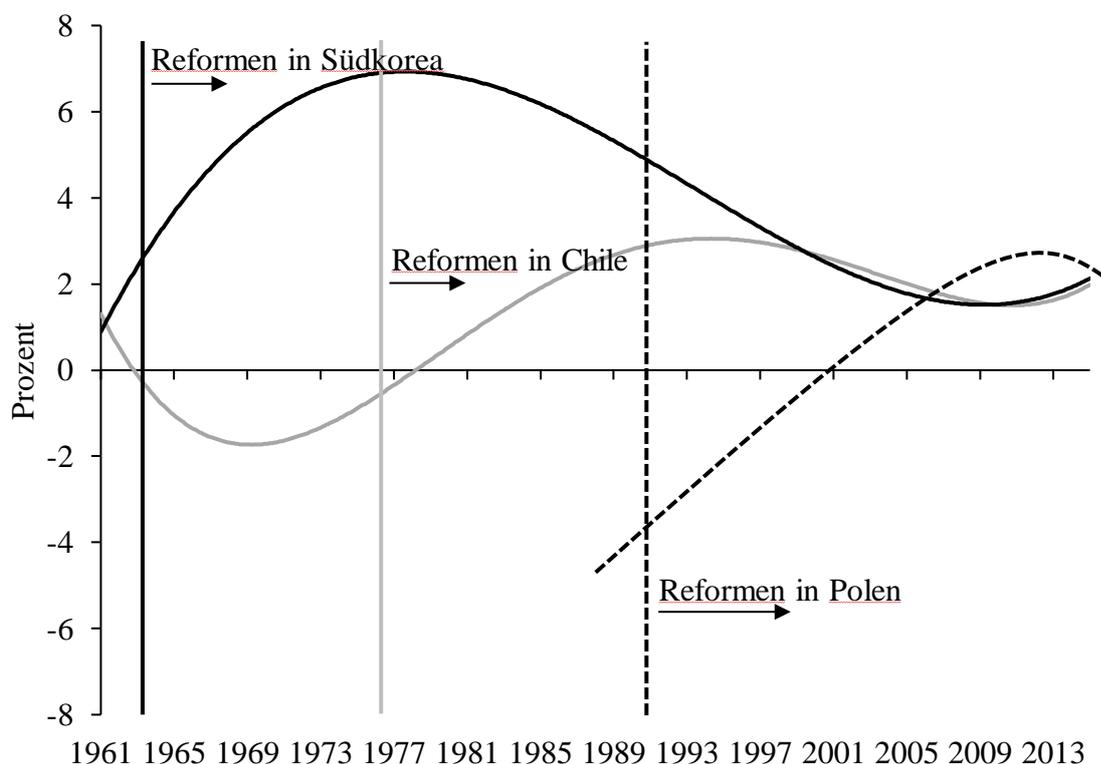
McKinnon (1992) zeigte auf, dass der «Weg zurück aus der Knechtschaft» mit vielen

Unwägbarkeiten verbunden war. Er argumentierte, dass die richtige Abfolge der einzelnen Liberalisierungsschritte für einen stabilen Reformprozess entscheidend sei (McKinnon 1993). Zunächst gelte es, die Staatsausgaben zu senken und mit ausreichenden Steuereinnahmen (d.h. einem funktionierenden Steuersystem) zu unterlegen. Unternehmen mussten also privatisiert werden, um Steuereinnahmen zu erwirtschaften. Die Zentralbank sollte von politischen Einflüssen isoliert werden. Bisher von der Zentralbank versteckt gewährte Subventionen mussten entweder in das reguläre Staatsbudget überführt oder schlicht gestrichen werden. Erst nachdem der inländische Finanzmarkt liberalisiert und stabilisiert sei, sollten schrittweise die

internationalen Kapital- und Devisenmärkte geöffnet werden (McKinnon 1993).

Für McKinnon waren also stabile Staatsfinanzen und eine stabilitätsorientierte Geldpolitik Voraussetzung für die Liberalisierung der Finanzmärkte. Andernfalls würde eine expansive Geldpolitik schwer kontrollierbare Turbulenzen auf den Finanzmärkten bewirken.<sup>3</sup> McKinnon (1973, 1993) hatte aufgezeigt, dass finanzielle Repression – wie heute wieder immer deutlicher wird – durch geringe Einlagen- und Kreditzinsen den Bankensektor instabil macht. Nur positive Einlagen- und Kreditzinsen machen es möglich, dass die Banken ausreichende Ersparnisse den Investitionsprojekten mit den höchsten Renditen zufließen lassen.

**Abb. 2: Reformen und Wachstum: Südkorea, Chile und Polen**



Quelle: World Development Indicators. Polynomisch geglättete Wachstumsdifferenz zu den Vereinigten Staaten.

<sup>3</sup> In vielen aufstrebenden Ländern fielen damals im Verlauf unkoordinierter Reformen Staatsbanken wie Dominosteine. Heute taumeln in

den Industrieländern aufgrund der finanziellen Repression die Finanzinstitute.



Viele Länder, die nach McKinnons Blaupause bis in die 1990er Jahre ihre Wirtschaftssysteme liberalisierten, konnten beeindruckende Wachstumserfolge erzielen (Abb. 2). In Südkorea beschleunigte die Liberalisierung ab 1964 das Wachstum. Der Liberalisierung folgten Wirtschaftswunder in den sogenannten Tigerstaaten (Taiwan, Singapur, Hongkong, Südkorea), die zu den Industrieländern aufschlossen. Nachdem Chile unter Augusto Pinochet zwischen 1977 und 1981 seine Märkte geöffnet hatte, wuchs das Land schneller als die USA. Andere lateinamerikanische Länder folgten. Ab 1990 brachten marktwirtschaftliche Reformen Polen und seine ehemaligen sozialistischen Bruderstaaten nach schmerzhaften Anpassungskrisen zurück auf den Wachstumspfad. Bis heute gilt China dank Handelsliberalisierung und der Privatisierung verlustreicher Staatsunternehmen in den 1990ern als Wirtschaftswunderland.

### 3.2 Rückkehr zur finanziellen Repression

Doch kaum waren die Wachstumserfolge erreicht, kehrten viele aufstrebende Volkswirtschaften zur finanziellen Repression zurück (McKinnon und Schnabl 2014). Die finanzielle Repression, die sich nun in den Industrieländern einschlich, wurde dort nicht mit Kontrollen auf Kapitalabflüsse verbunden. Das billige Geld, das in den Industrieländern im Verlauf von Finanzkrisen geschaffen wurde, lähmte dort zunehmend das Wachstum, so dass sich das Kapital mehr und mehr – angezogen von den Reformerfolgen – seinen Weg in die nun aufstrebende Welt suchte (Hoffmann und Schnabl 2011).

In den Schwellenländern heizten die Kapitalzuflüsse aus den Industrieländern zunehmend Spekulation auf den Finanzmärkten an, was

zunächst beeindruckende Wachstumsraten und dann einschneidende Krisen bescherte. Beispiele gibt es viele: die Tequila-Krise 1994, die Asienkrise 1997/98, zwei Russland-Krisen 1998 und 2014/15, sowie die Krisen in Süd-, Mittel-, und Osteuropa seit 2007. Da spätestens mit der Asienkrise deutlich wurde, dass die spekulativen Kapitalzuflüsse aus den Industrieländern über den Umweg von übermäßigem Kreditwachstum in Finanzkrisen führten, sahen sich die aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend gezwungen, Zins- und Kapitalverkehrskontrollen fort- oder wieder einzuführen (Hoffmann 2014, Jara et al. 2009).

In China verleiteten die immensen Kapitalzuflüsse die Regierung ab der Jahrtausendwende zu einer Neuauflage der gelenkten Kreditallokation (Schnabl 2017). Die spekulativen Kapitalzuflüsse ließen Devisenreserven und die Zentralbankbilanz rasch wachsen und schufen so ein immenses Potenzial für ein nicht nachhaltiges Kreditwachstum, Inflation und Krisen. Um dies zu verhindern, sterilisierte (d.h. neutralisierte) die chinesische Zentralbank einen großen Anteil der Geldmengeneffekte der Dollarkäufe mit immer höheren Mindestreserverpflichten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank.

Die Kosten der Sterilisierung wurden von der Zentralbank auf die Geschäftsbanken verschoben, indem die People's Bank of China die Zwangseinlagen der Geschäftsbanken geringer als die Inflationsrate verzinst. Die Geschäftsbanken gaben die Kosten der Sterilisierung an die Sparer in Form geringerer Einlagenzinsen weiter, weil Zinsobergrenzen höhere Zinsen auf die Kreditvergabe verhinderten. Die vergleichsweise geringen Kreditzinsen erzeugten einen Nachfrageüberhang auf den Kreditmärkten, der es der chinesischen Regierung ermöglichte, das viel zu billige Kapital

über die staatlich kontrollierten Banken in den Exportsektor zu lenken.

Wie in vielen Schwellenländern in den 1950er bis 1970er Jahren wurde die Produktionsstruktur durch die staatlich gelenkte Kreditallokation verzerrt. Es sind immense Überkapazitäten in der Industrie entstanden, die nun das Wachstum der letzten großen Konjunkturlokomotive der Weltwirtschaft wie ein Mühlstein nach unten ziehen. Die Wende in der Wachstumsdynamik Chinas zeigt sich im Abwertungsdruck auf den Renmimbi, den schleichenden Verlust von Devisenreserven. Der Aufbau von Kontrollen gegen Kapitalabflüsse soll das Wachstum in China aufrechterhalten.

#### 4. Handlungsoptionen für die Industrieländer

Für die Industrieländer ergeben sich daraus drei Optionen für die Wirtschaftspolitik. Erstens, geht mit China der letzte große Weltwachstumsmotor verloren, dann werden die fehlenden inländischen Wachstumsimpulse in den Industrieländern nicht mehr durch Exporte nach China verdeckt. Wie in den Schwellenländern der 1950er bis 1970er Jahre würde der Wohlstand noch schneller verloren gehen. In Japan, wo die finanzielle Repression früher als in anderen Industrieländern eingesetzt hat, ist dies bereits am deutlichsten. Das reale Lohnniveau sinkt seit 1998 im Durchschnitt um ca. 0,5% im Jahr; vor allem junge Menschen werden in schlecht bezahlte und prekäre Beschäftigungsverhältnisse gedrängt (Schnabl 2015).

Im Lauf der Zeit würden auch in den anderen Industrieländern die Kosten des geldpolitischen Krisenmanagements bei immer größeren Teilen der Bevölkerung in Form von sinkenden Einkommen und ausgehöhlter sozialer Sicherung ankommen. Nach Hayek (1944)

ginge der schleichende Verlust der wirtschaftlichen Freiheit mit einem schleichenden Verlust der persönlichen Freiheiten einher. Denn die unerwünschten Nebeneffekte der sehr expansiven Geldpolitiken müssen über die finanzielle Repression hinaus von einem wachsenden Umfang von Regulierungen eingedämmt werden: z. B. in Form von mehr Finanzmarktregulierung, Mindestlöhnen, Mietpreisbremsen, Arbeitsvertragszeitregulierungen, strengeren Erfordernissen bei Immobilienkrediten, etc. Der bereits jetzt bedenkliche politische Polarisierungsprozess (Duarte und Schnabl 2017) würde sich fortsetzen.

Zweitens, die Erfahrungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften mit Finanzmarktrepession und deren Ausstieg müssen deshalb sowohl als Warnung wie auch als Chance gesehen werden. Ihre Geschichte hat gezeigt, dass über liberalisierte internationale Finanz- und Gütermärkte eine effizientere Allokation von Kapital und Gütern möglich ist, die Wachstum und Wohlstand schafft. Dies setzt allerdings stabilitätsorientierte Geld- und Finanzpolitiken voraus, weil sonst Finanzmarkt euphorien und -krisen das Wachstum stören und Verteilungskonflikte zunehmen.

Da finanzielle Repression heute keine weitreichende Entschuldung erreichen kann, bleibt nur der direkte Abbau der Staatsverschuldung. Den haben Deutschland und Japan (siehe Abb. 2) nach dem Zweiten Weltkrieg durch einen Schuldenschnitt erreicht, in Deutschland im Zuge einer Währungsreform. Dem Sparer wird in diesem Fall die Rechnung offen präsentiert: Staatsanleihen, Bargeld und/oder Sichteinlagen werden entwertet. Lebensversicherungen und Banken geraten in Schieflage, so dass deren Verbindlichkeiten (z.B. Sichteinlagen und Leistungsverpflichtungen aus Lebensversicherungen) gestundet werden müssen. Um (etwas) Gerechtigkeit zwischen den Haltern von Nominalvermögen (d.h. Staatsanleihen, Bargeld und

Sichteinlagen) und Realvermögen (d.h. Aktien und Immobilien) zu gewährleisten, müssten die realen Vermögen im Zuge eines Lastenausgleichs besteuert werden.

Drittens, wenn die Politik diesen Offenbarungseid nicht leisten will, müssen durch entschlossene Strukturreformen schrittweise Ausgaben reduziert werden. Das ist – wie z.B. in Griechenland zu beobachten – unpopulär und deshalb demokratisch schwer durchsetzbar. Deshalb liegt der Ball bei den Zentralbanken. Die großen Zentralbanken können den Abbau der Staatsverschuldung durch einen gestaffelten und abgefederten Prozess erzwingen, indem sie die Anleihekäufe beenden und die Leitzinsen langsam, aber entschlossen anheben. Denkbar wären koordinierte Zinsschritte aller großen Zentralbanken von je 0,25 Prozentpunkten pro Halbjahr über einen langen Zeitraum hinweg. Würden so die Erwartungen hin zu einer langsamen geldpolitischen Straffung gedreht, müssten überschuldete Staaten, wacklige Finanzinstitute und Zombie-Unternehmen endlich aufräumen. Sie erhielten durch die kleinen Zinsschritte ausreichend Zeit.

Da die Regierungen mit steigenden Zinslasten rechnen müssten, wären sie zu Strukturreformen gezwungen, um die Schuldenberge abzutragen. Sie müssten weniger dringliche Ausgaben (vor allem versteckte Subventionen für den Finanzsektor) zurückführen. Die Bürger könnten zwar weniger Leistungen vom Staat erwarten. Die schrittweisen Kürzungen der öffentlichen Ausgaben würden derweil wieder mehr Raum für private Ausgaben und damit mehr private wirtschaftliche Aktivität geben. Es gäbe wieder mehr Anreize zu Innovation und Investition.

Den Banken und Lebensversicherungen, die darunter leiden, dass die Geldpolitik ihre Gewinnmargen drückt und sie ihres traditionellen Geschäftsmodells beraubt, würde eine wichtige Einkommensquelle zurückgegeben.

Wenn es sich wieder lohnt, renditeträchtige Investitionen statt Zombieu Unternehmen und zügellose Staatsbudgets zu finanzieren, würden die Investitionen wieder steigen. An die Unternehmen würde so das Signal gesendet, dass sie wieder höhere Renditen erwirtschaften müssen, ohne auf billige Kredite vertrauen zu können.

So würden mittelfristig die Produktivitätsgewinne wieder zunehmen, so dass die realen Löhne und damit der Konsum wieder steigen könnten. Neu geschaffene Kapazitäten der Unternehmen würden ausgelastet, so dass sich Investitionen wieder lohnen würden. Das Vertrauen der Bürger in Marktwirtschaft und Politik würde zurückkehren, wenn die destruktiven Verteilungseffekte der Geldpolitik, die auf Lasten der jungen Generation und der Mittelschicht gehen, eingedämmt würden. Die westlichen Demokratien, die auf zufriedenen Mittelschichten basieren, würden stabilisiert.

## 5. Ausblick

Im Verlauf eines zunehmend auf die Finanzmärkte konzentrierten geldpolitischen Krisenmanagements sind die Industrieländer weitgehend unbemerkt in eine finanzielle Repression geraten. Diese gleicht in ihren Grundstrukturen der finanziellen Repression in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften in den 1950er bis 1980er Jahren. Kennzeichen sind zentralbankfinanzierte Staatsausgaben, zunehmend staatlich gelenkte Investitionen, staatliche Kontrolle des Finanzsektors sowie sinkende (oder sogar negative) Produktivitätsgewinne.

Während Reinhart et al. (2015) und Rogoff (2016) die Entschuldung via finanzielle Repression als Voraussetzung für neues Wachstum und den Ausstieg aus den ultra-lockeren Geldpolitiken diskutieren, sehen McKinnon (1973) und Shaw (1973) die finanzielle



Repression als Ursache von Stagnation, gesellschaftlich unerwünschten Verteilungseffekten und Wohlfahrtsverlusten. Der Ausstieg aus der hohen Staatsverschuldung in den USA und dem Vereinigten Königreich in den 1950er und 1960er Jahren konnte nur gelingen, weil aufgrund des Wiederaufbaus nach dem Zweiten Weltkrieg das Wachstum hoch war. Heute ist jedoch aufgrund der finanziellen Repression das Wachstum gering, so dass der Abbau der hohen Staatsverschuldung durch finanzielle Repression nicht gelingen kann.

Wir plädieren deshalb für einen zeitnahen Ausstieg aus der finanziellen Repression, um den Wohlstand und sozialen Frieden in den Industrieländern zu sichern. Zwar wird oft die Sorge geäußert, dass die ultra-lockeren Geldpolitiken einer großen Strukturkrise und damit politischer Instabilität vorbeugen. Doch

die Fortführung der Geldpolitiken vergrößern lediglich zukünftige Anpassungslasten, während sie gleichzeitig aufgrund der Verteilungseffekte auch die politische Polarisierung in den Industrieländern begünstigen. Der Ausstieg aus der finanziellen Repression hingegen würde aufgrund des hohen Technologieniveaus der Industrieländer große Wachstumspotenziale reaktivieren. Er wäre damit die Voraussetzung für das Wiederanstiegen der realen Löhne für alle Bevölkerungsschichten. Die ehemaligen Schwellenländer und sozialistischen Planwirtschaften haben vorgemacht, dass der Ausstieg lohnt. Die amerikanische Zentralbank hat den Anfang für den geldpolitischen Ausstieg gemacht. Europa und Japan sollten zeitnah folgen. ■



## Literatur

- Buchanan, J. und R. Wagner (2000) [1977]: *Democracy in Deficit: The Legacy of Lord Keynes*, Indianapolis: Liberty Fund.
- Duarte, P. und G. Schnabl (2017): 'Monetary Policy, Inequality and Political Instability', CE-Sifo Working Paper No. 6734.
- Hayek, F. A. (1944): *The Road to Serfdom*, London: Routledge.
- Hoffmann, A. (2014): 'Zero-Interest Rate Policy and Unintended Consequences in Emerging Markets', *The World Economy* 37, 10, S. 1367–1387.
- Hoffmann, A. und G. Schnabl (2011): 'A Vicious Cycle of Manias, Crises and Asymmetric Policy Responses: An Overinvestment View', *The World Economy* 34, S. 382–403.
- Hoffmann, A. und G. Schnabl (2016): 'Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy', *The Cato Journal* 36, 3, S. 449–484.
- Hoffmann, A. und H. Zemanek (2012): 'Financial Repression and Debt Liquidation in the USA and the Euro Area', *Intereconomics* 6, S. 344–351.
- Jara, A., R. Moreno und C. Tovar (2009): 'The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses', *BIS Quarterly Review*, S. 53–68.
- McKinnon, R. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution Press.
- McKinnon, R. (1992): 'Spontaneous Order on the Road Back from Socialism: An Asian Perspective', *The American Economic Review* 82, S. 31–36.
- McKinnon, R. (1993): *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore, John Hopkins University Press.
- McKinnon, R. und G. Schnabl (2014): 'China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the Renminbi as an International Currency', *China & World Economy* 22, 3, S. 1–34.
- Reinhart, C. und M. Sbrancia (2011): 'The Liquidation of Government Debt', NBER Working Paper 16893.
- Reinhart, C., V. Reinhart und K. Rogoff (2015): 'Dealing with Debt', *Journal of International Economics* 96, Supplement 1, S. S43–S55.
- Rogoff, K. (2016): *The Curse of Cash*, Princeton: Princeton University Press.
- Schnabl, G. (2015): 'Monetary Policy and Structural Decline: Lessons from Japan for the European Crisis', *Asian Economic Papers* 14, 1, S. 124–150.
- Schnabl, G. (2017): 'Monetary Policy and Overinvestment in East Asia and Europe', *Asia-Europe Journal* 15, 4, S. 445–462.
- Shaw, E. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*, New York, NY: Oxford University Press.



## Über die Autoren

**Dr. Andreas Hoffmann** ist als promovierter Volkswirt am Institut für Wirtschaftspolitik der Universität Leipzig beschäftigt. Zuvor forschte er u.a. als Earhart-Fellow an der New York University. Seine Forschungsinteressen liegen in den Bereichen Internationale Wirtschaftsbeziehungen, Geld- und Währungspolitik und Finanzgeschichte. Er ist Co-Editor des ThinkMarkets Blogs.

E-Mail: [ahoffmann@wifa.uni-leipzig.de](mailto:ahoffmann@wifa.uni-leipzig.de)

**Prof. Dr. Gunther Schnabl** ist Professor für Wirtschaftspolitik und Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Leipzig, wo er das Institut für Wirtschaftspolitik leitet. Er hat an der Universität Tübingen zu Leistungsbilanzungleichgewichten und Währungsintegration in Ostasien und Europa promoviert und habilitiert. Er war Gastwissenschaftler an der Stanford University, der Katholischen Universität Leuven, der Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne und zahlreichen Zentralbanken.

Im Ranking der internationalen wissenschaftlichen Datenbank IDEAS gehört Professor Schnabl zu Top3 Prozent der Volkswirte in Deutschland und Europa. Die Frankfurter Allgemeine Zeitung zählt ihn zu den 100 einflussreichsten Ökonomen im deutschen Sprachraum.

Gunther Schnabl ist Mitherausgeber von *Ordo – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*.

E-Mail: [schnabl@wifa.uni-leipzig.de](mailto:schnabl@wifa.uni-leipzig.de)

## Zitierweise:

Andreas Hoffmann und Gunther Schnabl, Warum der frühe Ausstieg aus der finanziellen Repression lohnt, Austrian Institute Paper Nr. 19 (2018)

Originalversion (online) und Download des Working Paper:

<http://austrian-institute.org/raus-aus-der-finanziellen-repression>

© Andreas Hoffmann / Gunther Schnabl, 2018

©Austrian Institute of Economics and Social Philosophy, Wien, 2018