

## Nach der Krise ist vor der Krise

Auch zehn Jahre nach Lehman bleibt die Weltwirtschaft ausgesprochen labil

Thomas Mayer | **Groß war die Erleichterung, als der globale Crash von 2008 überwunden war und die ökonomische Erholung einsetzte. Doch mittlerweile zeigt sich, dass wir die Symptome bekämpft haben, nicht die Ursachen. Heute liegt die Verschuldung der Welt um beinahe die Hälfte über dem Niveau, das seinerzeit die Krise auslöste. Wird das noch lange gutgehen?**

Über zehn Jahre ist es her, dass die Welt durch die Pleite der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers in die größte Finanzkrise seit der Großen Depression der 1930er Jahre gestürzt wurde. Man sollte meinen, dass Wirtschaft und Finanzen nach so langer Zeit wieder auf sicherem Boden stehen. Leider ist das ein Trugschluss. Statt die Ursachen der Krise zu beheben, haben wir die Symptome bekämpft. Das hat eine erneute Depression verhindert und uns nach langer Wartezeit eine wirtschaftliche Scheinblüte beschert. Aber durch die Verschleppung der notwendigen strukturellen Anpassungen haben wir auch den Grundstein für die nächste Krise gelegt. Diese dürfte noch gewaltiger ausfallen als die letzte, da durch die Verschleppung der Bedarf an Anpassungen weiter gestiegen ist.

Im Kriegsjahr 1942 veröffentlichte der große Ökonom Joseph Schumpeter, der nach mehreren Gastprofessuren in den USA 1932 endgültig dort-

hin ausgewandert war, sein wohl bedeutendstes, erst 1950 auf Deutsch erschienenes Werk „Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie“. Für Schumpeter ist der Kapitalismus die brutale Kraft, die wirtschaftlichen Wohlstand schafft. Seiner Ansicht nach kommt „der fundamentale Antrieb, der die kapitalistische Maschine in Bewegung setzt und hält ... von den neuen Konsumgütern, den neuen Produktions- oder Transportmethoden, den neuen Märkten, den neuen Formen der industriellen Organisation, welche die kapitalistische Unternehmung schafft“.

Dabei wird die Wirtschaftsstruktur unaufhörlich von innen heraus revolutioniert. „Dieser Prozess der ‚schöpferischen Zerstörung‘ ist das für den Kapitalismus wesentliche Faktum.“ Die eigenmächtige Kredit- und Geldschöpfung der Banken, ohne auf vorher gebildete Ersparnisse angewiesen zu sein, ist das Adrenalin, das die schöpferische Zerstörung treibt: „Die Ausgabe neuer hier-

für geschaffener Zahlungsmittel entspricht, da unsere Unternehmer keine eigenen Mittel haben und – bisher – keine Ersparnisse vorhanden sind, in der kapitalistischen Gesellschaft dem vom Zentralbüro des sozialistischen Staates gegebenen Befehl.“

Schumpeter weist dem Bankensektor also eine zentrale Rolle für das Wachstum der Wirtschaft im kapitalistischen System zu. Mehr noch, die Fähigkeit der Banken, Geld mit der Gewährung von Kredit aus dem Nichts zu schaffen, ist entscheidend, um neue unternehmerische Aktivitäten spontan zu finanzieren. Es braucht nichts weiter als die Entscheidung der Bank, den Kredit zu vergeben, und schon geht es los, wie im Sozialismus, wenn das Planungsbüro grünes Licht gibt.

Aber die Vergabe von Krediten kann auch schiefgehen. Zu viele oder die falschen unternehmerischen Aktivitäten können angestoßen werden. Dann kommt es zu einer Finanzkrise, Rezession oder gar Depression. Doch ist dies Teil des kapitalistischen Prozesses. Eine Finanzkrise, in der Kredite abgeschrieben werden müssen, weil Investitionen nicht die in sie gesetzten Erwartungen erfüllt haben, ist geballte schöpferische Zerstörung. Aber diese ist nicht nur der Motor für Wachstum und Expansion im kapitalistischen Wirtschaftssystem, sie zerstört am Ende wegen ihrer Wildheit auch den Kapitalismus selbst.

Schumpeter erwartet im Lauf der Zeit eine wachsende Aushöhlung des schöpferischen Unternehmertums durch den Aufstieg der Manager, Bürokraten und Intellektuellen in den Unternehmen und in der Gesellschaft, die eine gemäßigte Entwicklung der Wirtschaft versprechen. Damit ver-

liert der Unternehmer seine „individuelle Führerschaft“, die Wirtschaftsstruktur wandelt sich zum bürokratischen Sozialismus. Am Ende braucht der Kapitalismus wegen seiner Zügellosigkeit „einen Polizisten und einen Protektor nicht bürgerlicher Färbung, der ihn reguliert, schützt und ausbeutet“, nämlich den Staat.

### Krisenanalyse mit Schumpeter

Schumpeters Analyse gibt eine frappierend treffende Anleitung zur Interpretation der jüngeren Geschichte und der aktuellen Ereignisse. Die vergangenen beiden Jahrzehnte waren gekennzeichnet durch den Verfall von Preisen für eine Reihe von Gütern aufgrund von technischem Fortschritt und der Integration wichtiger Schwellenländer in die Weltwirtschaft. In ihrem Bemühen, die von ihnen verfolgten positiven Inflationsziele zu erreichen, setzten die Zentralbanken ihre Leitzinsen auf sehr niedrige Niveaus. Dies stimulierte die Kreditnachfrage von Unternehmen und Haushalten und erlaubte den Geschäftsbanken, durch Kreditvergabe neues Geld und geldähnliche Instrumente wie zum Beispiel Geldmarktfonds zu schaffen.

Die enorme Kredit- und Geldschöpfung hat maßgeblich zur Entwicklung neuer Technologien beigetragen. Gegen Ende der 1990er Jahre konnten sich Internetfirmen in großem Stil finanzieren, die kein nachhaltiges Geschäftsmodell hatten. Im Krach des Aktienmarkts in den Jahren von 2000 bis 2002 wurde ein Teil dieser Unternehmen wieder zerstört. Das kapitalistische System waltete seines Amtes.

**Abgeschriebene  
Kredite sind schöpferische Zerstörung**

## Der Kapitalmarkt- zins fiel unter den „natürlichen“ Zins

Die zur Abwehr einer tieferen Rezession erneut und nun in noch stärkerem Maße eingeleitete Ausweitung der Kreditvergabe und Geldschöpfung trieb dann die Preise für Immobilien in vielen Ländern in schwindelerregende Höhen. Unter dem Einfluss der Zentralbanken fiel der Kapitalmarktzens unter den „natürlichen“ Zins, bei dem Ersparnisse und Investitionen ex ante ins Gleichgewicht gebracht werden. Die Sparlücke wurde mit billigem Kredit gefüllt, sodass viele langfristig unrentable Investitionsprojekte, meist im Wohnungsbau, angestoßen werden konnten. Die Ausbeute an Innovation war dagegen eher spärlich.

Da der reale Kapitalbedarf zur Vollendung dieser Projekte über dem von den Sparern bereitgestellten, dafür notwendigen Kapitalangebot lag, stiegen im Verlauf des Investitionszyklus die Zinsen. Dies führte dazu, dass sich fertige Investitionsprojekte nicht mehr rentierten, in der Entstehung begriffene Projekte abgebrochen und die dafür vergebenen Kredite abgeschrieben werden mussten. Und wieder kam es zur schöpferischen Zerstörung, nur war dieses Mal die Finanzkrise so groß, dass es zu weitreichenden politischen Reaktionen kam. Der Kreditausfall führte zu Schieflagen von Banken und drohte, wie in der Großen Depression der 1930er Jahre, das über Kredit von den Banken geschöpfte Giralgeld zu verknappen. Wie von Schumpeter beschrieben, übernahmen in der Krise nun die Manager, Bürokraten und Intellektuellen das Ruder.

Um eine durch Kreditabschreibung, Geldverknappung und Defla-

tion induzierte Wirtschaftskrise zu vermeiden, verschafften die Zentralbanken den Schuldner Erleichterung, indem sie die Zinsen gegen Null senkten. Parallel dazu wurden die Regierungen aktiv und versuchten, den Ausfall privater Nachfrage durch schuldenfinanzierte staatliche Nachfrage auszugleichen.

Begleitet wurden diese Aktionen von akademischen Volkswirten und anderen, sonst eher im Feuilleton beheimateten Intellektuellen, die eine stärkere Rolle des Staates zur Zählung der Finanzwirtschaft forderten. Politiker versprachen, das finanzkapitalistische Ungeheuer an die Kette zu legen, indem sie jeden Markt, jedes Produkt und jeden Akteur im Finanzbereich mit schärferen Regulierungen überziehen würden.

## Der Preis der Kollaps-Vermeidung

Der geballte Einsatz der Zentralbanken und Regierungen verhinderte zwar die ungezügelt schöpferische Zerstörung durch einen Finanz- und Wirtschaftskollaps, aber er konnte der Wirtschaft keine neue Wachstumsdynamik einhauchen. Im Gegenteil: Die Politik verlangsamte den Prozess der Säuberung des Systems von den Spuren der vorangegangenen Exzesse. Denn bevor neue Investitionen getätigt werden, die das Wachstum stimulieren, müssen alte Projekte abgeschrieben und die Bilanzen der Investoren und der Banken, die ihnen Kredit gaben, bereinigt werden. Je zügiger das geschieht, desto schneller ergeben sich neue Wachstumschancen.

Eine erneute Stimulierung der Kreditvergabe und Geldschöpfung, bevor der Heilungsprozess der Wirtschaft abgeschlossen ist, legt den Grundstein für weitere Preisverzer-

# Bild nur in Printausgabe verfügbar

rungen, beispielsweise auf den Vermögensmärkten, wo ultraniedrige Zinsen die Vermögenspreise in langfristig unhaltbare Höhen treiben. Es ist wie nach einer durchzechten Nacht: Ein weiterer Drink am nächsten Morgen mag zwar Linderung des Katers bringen, aber er steht der Erholung des Körpers vom übermäßigen Alkoholkonsum im Weg.

Regierungen, die hohe Schulden aufnehmen, um die Wirkungen der Bereinigung abzuschwächen, laufen Gefahr, sich zu überschulden. Und Zentralbanken, die aus diesem Grund mit betont lockerer Geldpolitik zu schweren Verwerfungen der Vermögenspreise beitragen, werden zu Gefangenen ihrer eigenen Politik, wenn die Schwächephase der Wirtschaft letztlich überwunden ist. Strafen sie mit der wirtschaftlichen Erholung die Geldpolitik, so kann der damit verbundene Einbruch der Vermögenspreise die Wirtschaft in die Krise zurückstoßen. Bleiben sie trotz ein-

setzender Erholung bei ihrer lockeren Geldpolitik, können die Inflationserwartungen steigen. Verlieren die Zentralbanken dann die Kontrolle über die Inflationserwartungen, gerät das gesamte Geldsystem in die Krise, denn mit Kredit geschaffenes („fiat“) Bankengeld braucht Vertrauen in seine Werthaltigkeit, um zu bestehen. Mit dem Verlust dieses Vertrauens verfällt das Geld.

Nach dem Abklingen der unmittelbaren Krise begannen die Arbeiten zur Bändigung des Finanzsektors durch staatliche Regulierungen. Auf der Mikroebene werden unter anderem die Bezahlung der Bankmanager, die Form der Kundengespräche oder die Gestaltung von Finanzprodukten geregelt. Auf der Makroebene sollen die Kreditvergabe und Geldschöpfung mit „makroprudentiellen“ Instrumenten, etwa antizyklischen Kapitalpuffern oder Beleihungsgrenzen für Immobilien, gesteuert werden. Dabei sollen die Kreditvergabe durch die

**Der Sozialismus  
kann den Wohlstand  
nicht bewahren**

Zinspolitik und die Offenmarktpolitik in Richtung Preisstabilität und durch die makroprudentielle Politik in Richtung Finanzstabilität gelenkt werden. Auf der Metaebene wird den Banken vorgeschrieben, wie viel Liquidität und Eigenkapital sie zu halten oder wie sie ihr Kredit- und Kapitalmarktgeschäft zu organisieren haben. Das Mehr an staatlichem Einfluss ist nicht auf den Finanzsektor begrenzt. Die Einkommens- und Vermögensverteilungen sollen korrigiert werden, um während des Kreditbooms entstandene Gewinne abzuschöpfen.

Schumpeter sah den demokratischen Sozialismus als natürlichen Nachfolger des Kapitalismus. Dieser war notwendig, um die Grundlage für gesellschaftlichen Wohlstand zu legen, während jener dann übernehmen würde, um den Wohlstand im Interesse aller zu verwalten. Weder erkannte Schumpeter zu seiner Zeit,

dass Sozialismus mit Freiheit nicht zu vereinbaren ist, noch sah er, dass der Sozialismus nicht in der Lage ist, den Wohlstand zu bewahren, den das kapitalistische System geschaffen hat.

Zeitgenössische Vertreter der österreichischen Schule waren in dieser Hinsicht weitsichtiger. Ludwig von Mises erkannte, dass eine die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse erfassende Wirtschaftsrechnung im Sozialismus unmöglich ist. Dies liegt daran, dass nach der Abschaffung des Marktes der zentralen Planungsbehörde die Informationen über die Präferenzen der Konsumenten und die Verfügbarkeit von Technologien und Ressourcen fehlen, die in Marktpreisen enthalten sind. Aus diesem Grund ist es der Planungsbehörde unmöglich, Angebot und Nachfrage so zusammenzubringen, dass der Nutzen der Akteure in der Wirtschaft optimiert werden kann.

Deshalb bleibt der Planungsbehörde nur der Ausweg, den Konsum per

Bild nur in  
Printausgabe verfügbar

Dekret an die in zentraler Planung erzeugte Produktion anzupassen. Von der Abschaffung der Konsumentensouveränität war der Schritt zur Abschaffung demokratischer Freiheit dann nur noch ein kleiner. Friedrich von Hayek geißelte die „Anmaßung von Wissen“, dessen sich eine zentrale Planungsbehörde schuldig macht, und sah, dass zentrale Planung letztendlich „in die Knechtschaft“ führt.

### Eigennützige Einflussnahme

Nichtsdestotrotz ist die Antwort der Politik auf die Finanzkrise heute durch den Ausbau staatlicher Einflussnahme und Planung bestimmt. Dabei kann sie sich auf den Mehrheitswillen der Wähler berufen, deren Meinung von den Intellektuellen beeinflusst wird, die den „Neoliberalismus“ zu einem populären Feindbild verzerrt haben. Auf den ersten Blick mag erstaunen, dass die politischen Bestrebungen auf die Bändigung, aber keineswegs auf die Abschaffung unseres Systems der kreditgetriebenen Geldschöpfung abzielen. Die Erklärung findet man, wenn man die Behandlung der Staatsschuld in den entstehenden neuen Regelwerken für den Finanzsektor betrachtet.

Obwohl die Eigenkapitalanforderungen drastisch verschärft werden sollen, müssen Banken auch weiterhin kein Eigenkapital für Staatsanleihen vorhalten, die sie auf ihre Bilanzen nehmen. Für Staatsanleihen sollen auch künftig keine Grenzen wie für andere Großkredite der Banken gelten. Somit wird der Bestand an Staatsanleihen auf Bankbilanzen nur durch die gesamte Verschuldungsquote („Leverage Multiple“) begrenzt. Mit Staatsanleihen können Banken ihre Pflicht zur Liquiditätshaltung

erfüllen, und sie sollen auch von der geplanten Finanztransaktionssteuer ausgenommen werden. Diese spezielle Behandlung der Staatsschuld im Regelwerk für den Finanzsektor zeigt, dass es dem Staat nicht darum geht, die private Geldschöpfung durch Kreditvergabe wegen ihrer möglicherweise destabilisierenden Wirkungen auf die Wirtschaft abzuschaffen. Vielmehr geht es ihm darum, die Kredit- und Geldschöpfung besser zu kontrollieren und für sich nutzbar zu machen.

Inzwischen liegt die gesamte Verschuldung der Welt um beinahe die Hälfte über dem Niveau, das vor einem Jahrzehnt die Krise auslöste. Dieser Schuldenberg ist nur tragbar, solange die Zentralbanken die Zinsen niedrig halten. Aber die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken ist nur solange glaubwürdig, wie auch die Inflation niedrig bleibt. Wenn die Inflation einmal wieder steigt – und davon sollte man ausgehen –, werden die Zentralbanken in einem Dilemma stecken: Halten sie die Zinsen weiterhin niedrig und lassen der Inflation ihren Lauf, geht das Vertrauen in die Werthaltigkeit des Geldes verloren. Es kommt zur Geldkrise. Bekämpfen die Zentralbanken die Inflation mit höheren Zinsen, fallen die Schuldentürme um. Es kommt zu einer weiteren Schuldenkrise.

**Der globale Schuldenberg ist nur mit Niedrigzinsen tragbar**



**Prof. Dr. Thomas Mayer** ist Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute in Köln. Zuvor war er u.a. Chefvolkswirt der Deutschen Bank.