Zeitschrift: Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur
Herausgeber: Gesellschaft Schweizer Monatshefte
Band: 90 (2010)
Heft: 975

Artikel: Der Segen expansiver Geldpolitik ist kein Segen
Autor: Bagus, Philipp
DOI: https://doi.org/10.5169/seals-168462

Nutzungsbedingungen
Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation
L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use
The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 13.12.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Was tut der Staat, wenn eine Wirtschaftskrise im Anzug ist? Er versucht eine Panik zu vermeiden. Das tut er, indem er Geld drucken lässt und die Zinsen niedrig hält. Die Frage ist, ob dieser Trick auf Dauer funktioniert.

4 Der Segen expansiver Geldpolitik ist kein Segen

Philipp Bagus

Als das Weltfinanzsystem nach der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 vor dem Zusammenbruch stand, handelten die Zentralbanken schnell: sie öffneten weltweit ihre Geldschleusen. Sie verglichen die Situation mit dem grossen Börsenkrach von 1929, der zu einer Weltwirtschaftskrise führte. Im Glauben, dass die Grosse Depression so lang und schmerzhaft gewesen sei, weil damals die Geldmenge durch die Zentralbanken nicht ausreichend erhöht worden sei, wurden die Zinsen bis an die Nullgrenze gesenkt. Es kam zu einer expansiven Geldpolitik, die es so noch nie gab. Sie hält bis heute an. Weil es sie bisher nie gab, sind die Folgen ungewiss. Skepsis ist angebracht – war es wirklich die richtige Antwort?

Beginnen wir beim Prinzipiellen. Zunächst müssen wir erklären, wie es überhaupt zu Wirtschaftskrisen und Ungleichgewichten in der Produktionsstruktur kommen kann. Die möglichen Investitionsprojekte der Wirtschaft sind stets durch die dank Ersparnissen bereitgestellten Ressourcen begrenzt. In Anlehnung an den österreichischen Nationalökonomen Ludwig von Mises sei dies anhand eines von der Bauindustrie entlehnten Beispiels aus seinem Hauptwerk «Nationalökonomie» verdeutlicht.

Ein Baumeister schätzt die verfügbaren Baumaterialien – die Produktionsfaktoren – ab. Er kommt zum Schluss, dass sie ausreichen, um sechs Häuser zu bauen. Nachdem die Projekte schon weit fortgeschritten sind, merkt der Baumeister, dass er sich getäuscht hat und die Produktionsfaktoren bloss für fünf Häuser reichen. Da beim Abbruch von Häusern unweigerlich Ressourcen zerstört oder unbrauchbar werden, müssen nun aber nicht bloss ein, sondern zwei der unfertigen Häuser abgerissen werden. Am Ende stehen nur vier Häuser, obwohl mit den verfügbaren realen Ersparnissen fünf möglich gewesen wären.

Während in unserem Beispiel ein zentraler Baumeister die verfügbaren Ersparnisse schätzt und versucht, sie mit den Investitionen in Einklang zu bringen, geschieht dies in einer freien Marktwirtschaft in einem dezentralen Prozess über den Zins. Der Zins ist mithin ein Zeichen dafür, wieviele reale Ersparnisse vorhanden sind. Wenn weniger konsumiert und mehr gespart wird, stehen mehr Ressourcen für Investitionsprojekte zur Verfügung. Der Zinssatz fällt. Fällt der Zinssatz, werden Investitionsprojekte plötzlich rentabel, die sich bisher nicht gerechnet haben; somit werden mehr Investitionsprojekte unternommen. Fallen hingegen die Ersparnisse und steigt der Zinssatz, sind weniger Projekte rentabel. Es werden weniger Projekte unternommen – es stehen ja auch weniger Ressourcen für Projekte zur Verfügung. Durch den Zinssatz wird das Verhalten von Konsumenten, Sparern und Investoren koordiniert.

Wird aber in diesen dynamischen Prozess zum Beispiel durch eine staatliche Zentralbank eingegriffen und der Zinssatz so weit manipuliert, dass er nicht mehr die wahren Präferenzen der Marktteilnehmer widerspiegelt, kann es zu erheblichen Ungleichgewichten zwischen Ersparnissen und begonnenen Projekten kommen: es werden mehr Projekte begonnen, als reale Ersparnisse zur Verfügung stehen. Irgendwann geht dann einmal das Baumaterial aus, und es kommt zur Krise. Und wenn vielzuviele Projekte begonnen wurden, kann die Krise ziemlich gross sein.

Genau das geschah im Vorfeld der Finanzkrise. Nach dem 11. September 2001 drohte sich die nach dem Ende des New-Economy-Booms im Jahr 2000 einsetzende Rezession zu beschleunigen. In dieser Phase reagierten die Zentralbanker so, wie sie in allen jüngeren Krisen zu reagieren pflegten, nämlich mit expansiver Geldpolitik. Die grossen Notenbanken Federal Reserve und EZB senkten ihre Leitzinsen. Die Geldmenge wuchs gewaltig an, und die Banken dehnten die Kreditmenge aus. Die Zinsen waren derart niedrig, dass man für die Umsetzung beinahe jeder Geschäftsidee günstig Geld bekam. Um ihre Kredite an den Mann zu bringen, verlangten die Banken immer weniger Garantien. Die berühmten Subprime-Kredite waren die Folge.

Die verfügbaren realen Ersparnisse waren nicht im Einklang mit den unternommenen Investitionen, die sich wiederum nicht mit den Präferenzen von Konsumenten deckten. Investoren, durch die künstlich niedrigen Zinsen getäuscht, begannen mehr Projekte, als mit den tatsächlich vorhandenen Ersparnissen erfolgreich beendet werden konnten. Mitte 2007 wurden die Fehlinvestitionen vor allem im Immobilien- und Automobilsektor offensichtlich. Die aufgeblähte Geldmenge trieb Vermögenspreise, Rohstoffpreise, aber auch die Konsumgüterpreise derart kräftig an, dass die Zentralbanken die Zinssätze ängstlich wieder erhöhten. Als die Kosten für Unternehmen vor allem in Form höherer Zinsen und Rohstoffpreise anstiegen, wurden Projekte zurückgefahren und liquidiert. Die finanzierenden Banken gerieten in Schwierigkeiten.

Als dann nach dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers das Weltfinanzsystem am Abgrund stand, fiel den Zentralbankern nichts besseres ein, als dem System nochmals die gleiche Medizin einzuflössen, die gerade die erheblichen Ungleichgewichte verursacht hatte. Das Bankensystem wurde mit Liquidität überschwemmt. Die Zentralbanken gaben in nie dagewesenem Umfang Kredite an das Bankensystem und kauften sogar direkt Hypothekendarlehen mit aus dem Nichts geschaffenem Geld, sodass die Zinssätze, die eigentlich hätten steigen müssen, bis an die Nullgrenze fielen.

War dies die richtige Strategie? Nicht wirklich. Denn die Investitionsprojekte und die Struktur der Wirtschaft stehen weiterhin nicht in Einklang mit der realen Sparneigung der Leute. Knappe Ressourcen sind in Vorhaben und Bereichen gebunden, in denen sie aus Sicht der Konsumenten nicht investiert sein sollten. In einigen Ländern sind beispielsweise weiterhin der Bausektor und der Automobilsektor aufgebläht. Je länger es dauert, bis diese Auswüchse und Fehlinvestitionen korrigiert werden, desto böser wird das Erwachen sein.

Kann eine expansive Geldpolitik diesen Anpassungsprozess beschleunigen? Nein. Denn neues Papiergeld oder, einfacher gesagt, das Anhängen von Nullen auf den bestehenden Geldscheinen bringt keine realen Ersparnisse. Und es war ja ein Fehlen von Ersparnissen in Relation zu den unternommenen Projekten, das zur Krise führte. Es braucht mehr reale Ersparnisse, also Produktionsfaktoren, und nicht mehr Papiergeld. Die auf Kosten von Immobiliensektor und Automobilsektor vernachlässigten Sektoren brauchen mithin dringend billige Energie, Rohstoffe und Arbeiter. Die Schaffung von Papiergeld bringt aber nicht einen neuen Arbeiter hervor, nicht einen Ziegelstein, nicht eine Kilowattstunde und nicht ein Gramm Eisenerz.

Es ist ein Irrtum zu glauben, die expansive Geldpolitik könne die überfällige Restrukturierung abwenden. Sie kann sie höchstens verzögern – und durch die Verzögerung verschlimmern. Denn sie täuscht faktisch Unternehmer, Sparer und Konsumenten über die realen Verhältnisse. Dadurch akzentuieren sich die bestehenden Ungleichgewichte noch zusätzlich.

Zum einen werden die irrtümlich unternommenen Projekte nicht so schnell wie möglich liquidiert. Die Ressourcen, die an anderen Stellen der Wirtschaft dringend benötigt würden, stecken in jenen Unternehmen fest, die diese Ressourcen dank der erneuten Politik des billigen Geldes an sich binden können. Damit wird die ganze Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen. Diese privilegierten Unternehmen gehen so zwar nicht gleich unter, können aber auch nicht wirklich prosperieren. Sie können ihre Produkte nicht gewinnbringend verkaufen, da sich die Nachfrage auf andere Bereiche richtet (die Nachfrage wird ebenfalls künstlich durch billiges Geld gestützt). Es sind eigentliche Zombieunternehmen, die bloss durch die Injektion neuen billigen Geldes am Leben gehalten werden – bis der Schwindel auffliegt und sie dennoch sterben, mit umso grösserem Krach.

Zum anderen besteht die Gefahr, dass die neugeschaffenen Geldreserven in der Zukunft durch die Banken zu erneuter Kreditausweitung genutzt werden. Diese Kreditausweitung kann wiederum zu künstlich niedrigen Zinsen führen und die Unternehmer über die tatsächlich vorhandenen Ersparnisse täuschen. Ein erneuter künstlicher Aufschwung mit weiteren Fehlinvestitionen, gewaltigeren Spekulationsblasen und hohen Inflationsraten ist dann die Folge. Möglicherweise befinden wir uns gegenwärtig genau in dieser Phase.

Zombieunternehmen werden bloss durch die Injektion neuen billigen Geldes am Leben gehalten – bis der Schwindel auffliegt und sie dennoch sterben, mit um so grösserem Krach.

PHILIPP BAGUS, geboren 1980, ist Ökonom und arbeitet als Assistenzprofessor an der Universidad Rey Juan Carlos in Madrid.