



ZEHN JAHRE DANACH: ZEHN LEHREN AUS DER FINANZKRISE

von Dr. Holger Schmieding

Im September 2008 löste der Zusammenbruch von Lehman Brothers die schwerste Wirtschaftskrise in den Industrieländern seit der Großen Depression aus. Innerhalb von zwei Quartalen brach die Wirtschaftsleistung in den USA um 3,3 %, in der Eurozone um 4,7 % und in Japan um 7,2 % ein (Grafik 1). Viele Menschen verloren ihren Arbeitsplatz. Auch finanziell erwies die Krise sich als sehr teuer. Von Ende 2007 bis Ende 2013 stieg die öffentliche Verschuldung in den USA gemessen am BIP um 41 Prozentpunkte, in Großbritannien um 44 Prozentpunkte und in der Eurozone um 29 Prozentpunkte (Grafik 2). Die Märkte und die Realwirtschaft begannen sich im Laufe des zweiten Quartals 2009 zu erholen, nachdem die US-Notenbank im März 2009 ihre Bereitschaft signalisiert hatte, in großem Umfang Anleihen zu kaufen.

Welche Lehren können wir aus den Ereignissen ziehen – und könnte sich eine solche Krise wiederholen?

Die Ursachen der Krise: Zwei große Fehler

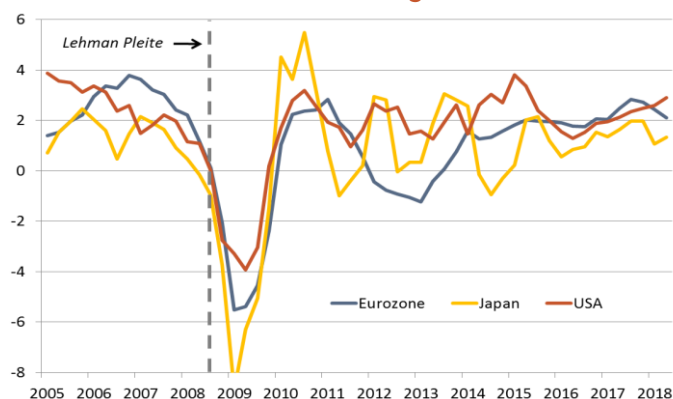
Zwei wirtschaftspolitische Fehler der USA waren ausschlaggebend für die Katastrophe. Erstens hatte die US-Notenbank eine massive Kreditblase aufgebläht mit einem durchschnittlichen Kreditzuwachs im Privatsektor von 9,5 % pro Jahr von 2004 und 2007. Die Fed befürchtete

fälschlicherweise, dass der geringe Inflationsdruck als Folge positiver Angebotsschocks (Billigimporte aus China, starke Produktivitätssteigerungen im Inland) ein Vorbote einer gefährlichen Deflation sein könnte. Aus der Sorge heraus, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage könne zu schwach werden, hielt die Fed im Aufschwung der Jahre 2003 bis 2007 zu lange an einer zu lockeren Geldpolitik fest. Die „great moderation“, wie die Zeit irreführend genannt wurde, zeichnete sich so durch kreditgetriebene Exzesse an den Immobilienmärkten statt durch eine „große Mäßigung“ aus.

Neben der Geldpolitik trugen zu lockere Regulierungen, das unverantwortliche Verhalten vieler Banken und starke Kapitalzuflüsse aus China zu den Kreditexzessen in den USA bei. Aber damit kann die US-Fed sich nicht herausreden. Denn unabhängig von den Problemen auf einzelwirtschaftlicher Ebene ist die Zentralbank für das gesamtwirtschaftliche Wachstum der Geld- und Kreditmenge verantwortlich. Unter Berücksichtigung der Fiskalpolitik, wie sie von Regierungen und Parlamenten gestaltet wird, und der staatlich gesetzten Regulierungen muss sie ihre geldpolitischen und regulatorischen Instrumente so einsetzen, dass sie gefährliche Kreditexzesse vermeidet.

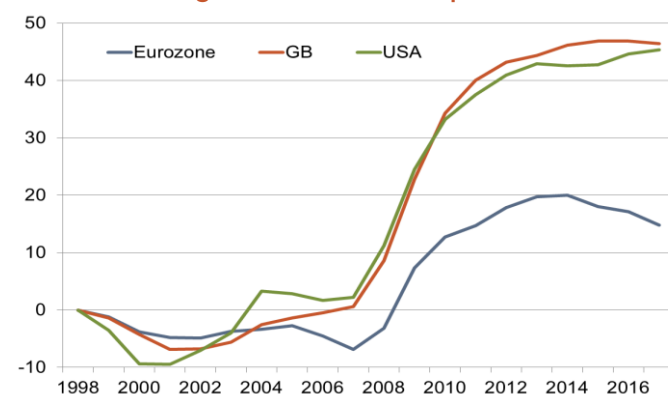
Der zweite Fehler war, dass die US-Behörden am Wochenende des 13./14. September 2008 die angeschlagene Invest-

Grafik 1: Der Schock: Veränderung des realen BIP



Gegenüber Vorjahr in %. Quartalsdaten. Quellen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office of Japan.

Grafik 2: Anstieg der Staatsschuldenquoten nach Lehman



Veränderung des Verhältnisses von Staatsschulden zur Wirtschaftsleistung in % des BIP, kumuliert seit Ende 1998. Schuldenquoten Ende 2017: Eurozone 88,8 %; Großbritannien 87,7 %, USA 107,8 %. Quellen: Eurostat, Europäische Kommission.

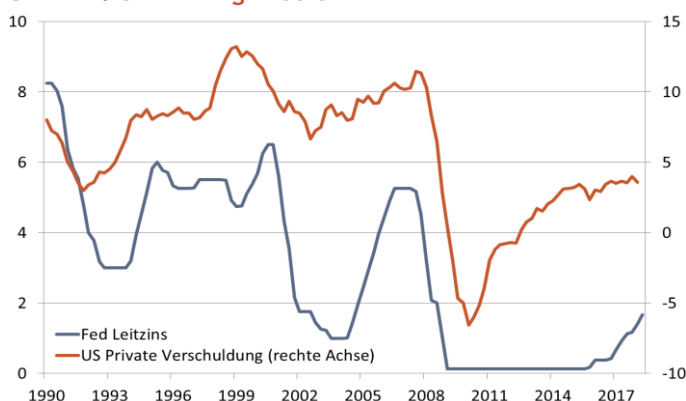
mentbank Lehman Brothers einfach dicht machten, anstatt sie ordnungsgemäß abzuwickeln. Dies löste einen Weltfinanzinfarkt aus. Wenn eine Großbank über Nacht ihre Tore schließen konnte, waren dann andere Banken der Hochfinanz noch verlässliche Geschäftspartner? Nachdem ab Mitte 2007 bereits etwas Luft aus der US-Immobilienblase gewichen war, platzte die Blase nun mit verheerenden Folgen.

Sechs Monate zuvor hatten die Probleme bei einer anderen US-Investmentbank, Bear Stearns, nur für vergleichsweise wenig Unruhe gesorgt, als die Behörden die Bank dem Konkurrenten JP Morgan überließ. Dafür ernteten die US-Behörden zum Teil heftige Kritik. Deshalb scheuten sie davor zurück, der Bank of America oder Barclays einige der Risiken abzunehmen, die diese durch eine Übernahme von Lehman im September 2008 eingegangen wären. Statt wie Bear Stearns von einem neuen Besitzer ordnungsgemäß abgewickelt zu werden, wurde Lehman schlicht geschlossen. Die anschließende Finanzpanik erfasste unmittelbar die Realwirtschaft in den USA und im Ausland. So brachen beispielsweise – weit weg vom amerikanischen Markt für Schrotthypotheken – die Bestellungen für schwedische Kraftfahrzeuge im Januar 2009 um 62 % im Vergleich zum Vorjahresmonat ein.

Auch Europa machte Fehler

In geringerem Umfang wiederholte die Eurozone einige der Fehler der USA und fügte eigene Fehler hinzu. In den Boom-Jahren ließ die Europäische Zentralbank ein nominales Wachstum der Geldmenge M3 und der Kredite zu, das mit durchschnittlich 7,1 % von 2004 bis 2007 deutlich über dem nominalen BIP-Wachstum (4,7 %) lag. Allerdings fielen die Kreditexzesse in der Eurozone viel geringer aus

Grafik 3: Übermäßiger US-Schuldenzuwachs bis 2008



Veränderung der privaten Verschuldung in den USA gegenüber Vorjahr in %, rechte Achse; Leitzins der US Federal Reserve, linke Achse. Quelle: Fed.

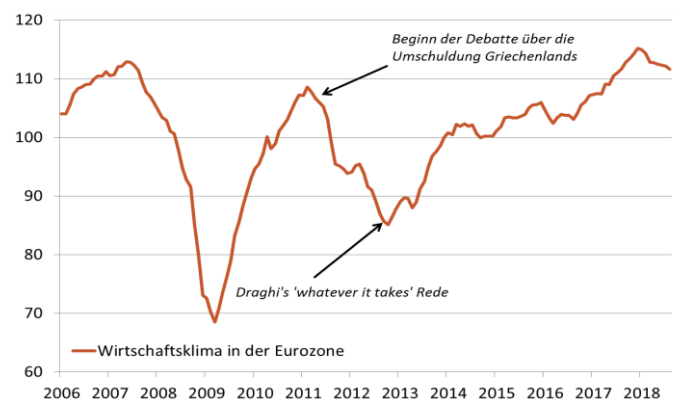
als in den USA – mit Ausnahme regionaler Blasen bei Immobilienkrediten in Irland und Spanien sowie bei der öffentlichen Kreditaufnahme in Griechenland.

Deshalb konnte sich die Eurozone vom anfänglichen Konjunkturschock vom Herbst und Winter 2008/2009 bis Anfang 2011 zunächst recht gut erholen. Nicht einmal die griechische Schuldenkrise von 2010 hat die Eurozone konjunkturell stark beeinträchtigt. Erst die Diskussion um eine "freiwillige" Umschuldung griechischer Staatsanleihen löste im Frühjahr 2011 Schockwellen an den Anleihemärkten und im Finanzsystem aus, die sofort auf die Wirtschaft übergriffen. Die Eurozone glitt in eine leichte Rezession ab. Diese Marktpanik endete erst, als die Europäische Zentralbank (EZB) die Ansteckungsgefahren beendete, indem sie im Sommer 2012 dem Beispiel anderer Notenbanken folgte und sich als potenzieller „Kreditgeber der letzten Instanz“ zu erkennen gab (Grafik 4). Wie im Falle der Fed Anfang 2009 bedurfte es eines starken Signals von der einzigen Institution, die im Zweifelsfall über mehr Geld als alle Spekulanten verfügen kann, um die Panik der Anleger und die daraus resultierende Rezession zu beenden.

Zehn Lehren aus der Krise

1) **Übermäßiges Kreditwachstum ist gefährlich.** Für Zentralbanken reicht es nicht aus, den Anstieg der Verbraucherpreise auf etwa 2 % pro Jahr zu begrenzen. Sie müssen auch das Geld- und Kreditwachstum sowie andere Risiken für die Finanzstabilität im Auge behalten, die den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik auf die Wirtschaft erheblich beeinträchtigen können. Gegebenenfalls müssen Zentralbanken ihre geldpolitischen und regulatorischen Instrumente einsetzen, um das Kreditwachstum zu bremsen, auch wenn die Inflation unter Kontrolle ist.

Grafik 4: Auf und Ab - Wirtschaftsklima in der Eurozone



Quelle: Europäische Kommission.

2) **Panik verhindern.** Wenn systemrelevante Finanzinstitute in Schwierigkeiten geraten, müssen sie ordentlich abgewickelt werden, um einen Infarkt des Finanzsystems zu verhindern. Eigentümer, Manager und Gläubiger von angeschlagenen Instituten sollten dabei nicht vor großen Verlusten geschützt werden. Dagegen sollten normale Kundeneinlagen auch im Krisenfall sicher sein. Vor allem müssen laufende Geschäfte ordentlich abgewickelt und Verpflichtungen bedient werden. Sonst drohen der Run auf die Banken und der Zusammenbruch des Finanzsystems.

3) **Im Falle einer Finanzpanik müssen die Zentralbanken schnell und entschlossen handeln,** um das Vertrauen in die Stabilität des Finanzsystems wiederherzustellen.

4) **Beim Eindämmen einer Finanzkrise kommt es nicht auf die Fiskalpolitik an.** Die umfangreichen Konjunkturprogramme, die die USA Anfang 2009 verabschiedeten, trugen wenig dazu bei, die Lage zu beruhigen. Nur Zentralbanken, die in den Worten von EZB Präsident Mario Draghi in der Lage sind, "alles zu tun, was nötig ist", können hyper-nervöse Anleger so beeindrucken, dass die Panik endet, die aufgeschreckten Menschen sich also – bildlich gesprochen - auf dem Weg zum Ausgang nicht mehr gegenseitig zu Tode trampeln, sondern stattdessen wieder Ruhe einkehrt.

5) **Ungewöhnliche Zeiten erfordern unkonventionelle Maßnahmen.** Selbst die besten Regeln für normale Zeiten müssen Ausnahmen für außergewöhnliche Umstände zulassen. Das Beharren auf der dogmatischen Anwendung fixer Regeln (niemals Banken oder Staaten stützen, niemals von Fiskalregeln abweichen) kann sehr kostspielig sein. Der resultierende Schaden kann die politische Akzeptanz solcher Regeln so untergraben, dass sie dann nach der Rückkehr zu normalen Zeiten nicht mehr durchsetzbar sind.

6) **Länder müssen die Funktionsfähigkeit ihres Bankensystems nach einer Krise schnell wiederherstellen,** wie es die USA nach 2008 taten, während viele Mitglieder der Eurozone zu lange zögerten. Das kann den Einsatz öffentlicher Gelder erfordern, um Problembanken zu ermöglichen, ihre Geschäfte ordnungsgemäß abzuwickeln – allerdings nur unter strikten Auflagen wie zum Beispiel der Verlustbeteiligung von Eigentümern und Managern. Dabei sollten staatliche Mittel so eingesetzt werden, dass ein möglicher Wiederaufschwung der fraglichen Banken nach der Krise vor allem dem Steuerzahler zu Gute kommt.

7) **Finanzielle Puffer stärken.** Eine angemessene Regulierung und höhere Eigenkapitalanforderungen können das Finanzgeschäft langweiliger machen und das Risiko einer Finanzkrise senken. So haben beispielsweise die Bankensysteme in Kanada und Schweden die Turbulenzen nach der Lehman-Pleite vergleichsweise gut überstanden, weil Regulierungsbehörden und Banken hier bereits vor 2008 die Lehren aus früheren Finanzkrisen gezogen hatten.

8) **Finanzkrisen führen nicht zu Inflation.** Stattdessen setzt das Bereinigen früherer Exzesse starke deflationäre Tendenzen frei. Eine expansive Geldpolitik, die während des Booms völlig falsch war, kann nach dem Platzen einer Blase erforderlich sein. Wenn übervorsichtig gewordene Anleger, Haushalte und Unternehmen mehr Liquidität halten wollen, müssen Zentralbanken diese zusätzliche Liquidität bereitstellen, um die Volkswirtschaften zu stabilisieren und Deflationsrisiken zu vermeiden.

9) **Die Prioritäten richtig setzen.** Länder, die den Zugang zu den Finanzmärkten verloren haben, müssen möglicherweise zunächst den Gürtel enger schnallen, um die Anleger zu beruhigen. Aber wachstumsorientierte Wirtschaftsreformen sind ein viel besserer Weg, das Wachstum dauerhaft anzukurbeln und die Schuldentragfähigkeit zu verbessern, als Abstriche bei öffentlichen Investitionen und höhere Steuern. Eine reine Sparpolitik nützt wenig. Um das Vertrauen verschreckter Anleger zurückzugewinnen, müssen sich die Länder vor allem auf solche Reformen konzentrieren, die ihr Wachstumspotenzial nachhaltig stärken.

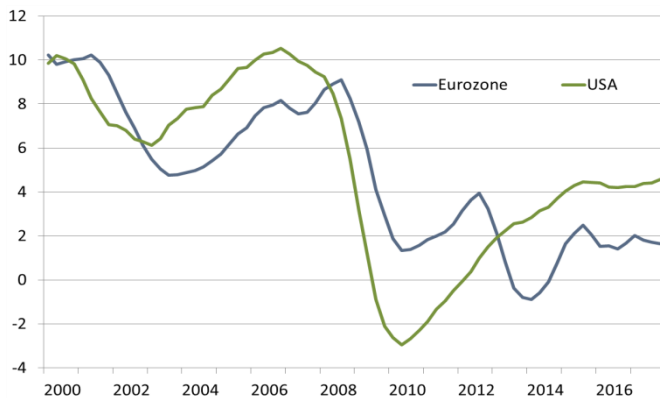
10) **Die Chance der Krise nutzen.** Vorsorge ist besser als Nachsorge. Da gute Zeiten jedoch in der Regel Selbstzufriedenheit hervorrufen, ist es leider selten, dass Länder ihre langfristigen wirtschaftlichen Probleme lösen, während es ihnen konjunkturell gut geht. Wenn eine Krise dann aber die grundlegenden Schwächen eines Landes (oder Unternehmens) offenbart, sollte der Druck der Krise als Chance genutzt werden, wachstumsfördernde Reformen durchzusetzen. In gewissem Umfang ist dies in der Eurozone geschehen, insbesondere in Spanien, Portugal, Irland und – mit einem traurigen Rückschlag im Jahr 2015 – auch in Griechenland. Frankreich folgt nun diesem Beispiel. Dennoch bleibt viel zu tun in Europa. Vor allem in Italien scheint sich derzeit sogar ein Teil der früheren Reformdynamik umzukehren.

Droht eine neue Krise?

Selbstgefälligkeit in guten Zeiten und Herdenverhalten in unruhigen Zeiten sind Teil der menschlichen Natur. Übermäßige Euphorie und irrationaler Pessimismus haben sich in der Geschichte immer wieder abgewechselt. Das wird sich nicht ändern. Die nächste Krise wird irgendwann kommen.

Allerdings machen Menschen selten die gleichen großen Fehler zweimal kurz nacheinander. Die nächste Krise wird wahrscheinlich nicht durch das Platzen einer kreditgetriebenen Immobilienblase verursacht. Im Großen und Ganzen haben die westlichen Volkswirtschaften in den zehn Jahren nach Lehman ihre Hausaufgaben gemacht und ihre Abwehrmechanismen gestärkt. Das Kreditwachstum bleibt in der westlichen Welt bisher trotz sehr niedriger Zinsen moderat (Grafik 5). Die Aufsichtsbehörden sind sich der Risiken einer übermäßigen Verschuldung besser bewusst und haben Mechanismen für ein geordnetes Abwickeln angeschlagener Finanzinstitute geschaffen. Banken haben größere Finanzpuffer aufgebaut. Die Zentralbanken wissen, dass sie bei Bedarf schnell und entschlossen eingreifen müssen, um Ansteckungsgefahren zu begegnen.

Grafik 5: Die Zeit der Kreditexzesse ist vorbei



Kredite an den Privatsektor, Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Vierteljährliche Daten. Quelle: BIZ.

Kein Aufschwung hält ewig an. Die aktuelle Dynamik in den USA deutet darauf hin, dass nach der heutigen Hochkonjunktur etwa im Jahr 2021 eine wirtschaftliche Korrektur einsetzen könnte. In der westlichen Welt könnte daraus durchaus eine normale Rezession werden. Aber eine Megakrise einschließlich eines Finanzkollaps im Stil von 2008/09 wird es vorläufig wohl nicht geben. In der westlichen Welt gibt es dafür keinen Anlass, auch wenn einige Schwellenländer durchaus mal in eine regionale Krise abgleiten könnten.

Handelskriege und Protektionismus: die Risiken heute

In den 1930er Jahren verschärfte ein ungezügelter Protektionismus die wirtschaftliche Depression und verzögerte den nachfolgenden Aufschwung. Weit verbreitetes Elend und der Vertrauensverlust der Bevölkerung in die wirtschaftlichen und politischen Eliten förderten damals einen Anstieg des ultrarechten Extremismus vor allem in Europa, der in den bis dahin unvorstellbaren Gräueltaten Nazideutschland gipfelte.

Diesmal haben die politischen Entscheidungsträger weit effektiver auf die Finanzkrise reagiert. Der Rückgang der Wirtschaftsleistung in der Folge der Lehman-Pleite war bereits nach drei Quartalen vorbei. Die politischen Entscheidungsträger widerstanden weitgehend der protektionistischen Versuchung. Auch deshalb genießen viele Industrienationen heute wieder Vollbeschäftigung. Selbst in den weniger starken Ländern erholen sich die Arbeitsmärkte.

In den ersten acht Jahren nach Lehman blieben gelegentliche Anfälle von kleinkariertem Protektionismus und politisch polarisierte Auseinandersetzungen innerhalb und zwischen den Nationalstaaten weit hinter den Spannungen der 1930er Jahre zurück. In den letzten zwei Jahren, die von der britischen Brexit-Abstimmung und der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten geprägt waren, sind die protektionistischen Risiken jedoch etwas größer geworden. Zudem profitieren derzeit Anti-Establishment-Parteien davon, dass Debatten über Migration große Teile des politischen Diskurses dominieren. Dennoch: Wenn die politischen Kräfte der Mitte keine übergroßen Fehler machen, scheinen die Risiken beherrschbar zu sein. Wir werden diese Fragen in einem kommenden Bericht vertiefen.



IMPRESSUM

Makro-Team Hamburg

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Dr. Wolf-Fabian Hungerland
+49 40 350 60-8165 | wolf-fabian.hungerland@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- ▶ Aktuelles
 - Geldpolitik
 - Konjunktur
 - Schwellenländer
 - Trends
 - Währungen

www.berenberg.de/publikationen