

David Herok und Gunther Schnabl

Europäische Geldpolitik und Zombiefizierung

Zusammenfassung

Während die Arbeitslosigkeit in Europa stetig sinkt und immer weniger Unternehmen Insolvenz anmelden, wächst im Schatten der anhaltenden Flut des billigen Geldes durch die EZB die Anzahl von sogenannten Zombie-Banken, Zombie-Unternehmen und Zombie-Staaten. Diese Entwicklung erinnert an eine Rückkehr zu planwirtschaftlichen Strukturen und erschwert den Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik. Nur ein Ausstieg kann jedoch entscheidend der fortschreitenden Zombiefizierung Einhalt zu gebieten, die die marktwirtschaftlichen Prinzipien unterhöhlt, das Wachstum lähmt und den sozialen Frieden stört.

JEL-Codes: B31, E58, G28.

Keywords: Bank Regulation, ECB, Hayek, Interest Rates, Joseph Schumpeter, Monetary Policy, Resource Allocation in Planning Economies, Zombie-Firms, Zombie-Lending.

Abstract

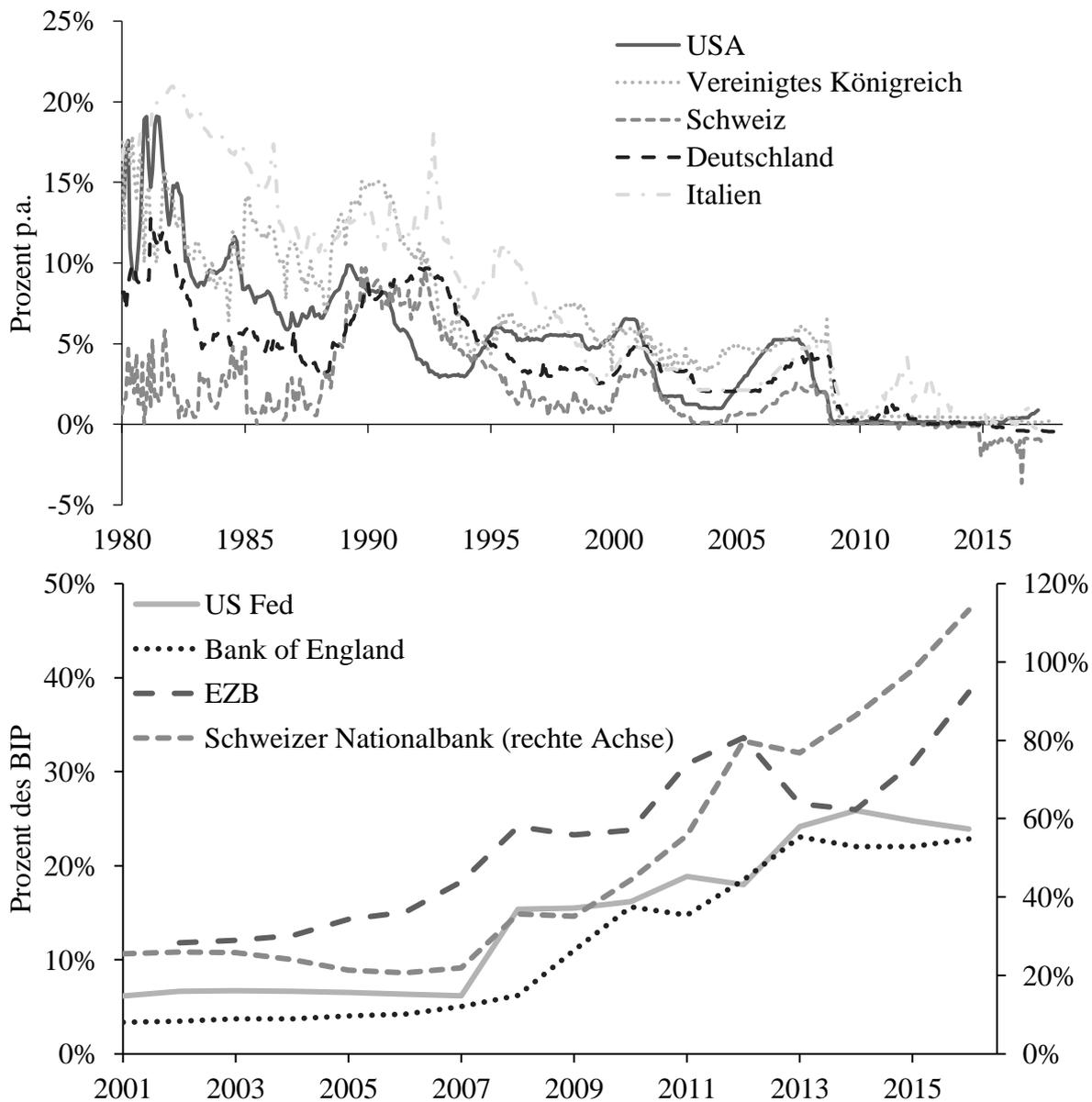
While unemployment and bankruptcies in Europe are steadily on decline, the number of so-called zombie banks, zombie companies and zombie states is growing in the shadow of the ECB's persistent ultra-easy monetary policy. This development is reminiscent of a return to planned economic structures and makes it much more difficult to exit from the very loose monetary policy. However, an exit is crucial to halting the zombification process which undermines free-market principles and growth, and disrupts social peace.

1. Einleitung

Zehn Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise läuft die Konjunktur in den Industrieländern wieder rund. Die Aktienmärkte boomen und die Arbeitslosenzahlen sinken, so dass der Ausstieg aus der äußerst lockeren Geldpolitik ansteht. Über mehr als

30 Jahre hinweg haben die Zentralbanken ihre Zinsen auf ein historisch niedriges Niveau gesenkt und durch umfangreiche Ankäufe von Staats- und Unternehmensanleihen ihre Bilanzen ausgeweitet (Abbildung 1). Nun soll die Wende kommen.

Abbildung 1: Kurzfristige Zinsen (oben) und Volumen der Zentralbankbilanzen (unten)



Quellen: Schweizer Nationalbank, Bank of England, Banca d'Italia, IWF, Eurostat.

Die US-amerikanische Fed arbeitet bereits seit Dezember 2013 an dem geldpolitischen Ausstieg, indem sie die Anleihekäufe reduziert und die Zinsen vorsichtig erhöht. Der neue US-Notenbankchef Jerome Powell setzt diesen Kurs fort. Auch die südeuropäischen

Krisenländer haben sich erholt, so dass in der Stellungnahme zur Zinsentscheidung am 8. März der EZB-Rat deshalb auf den bisher üblichen Satz verzichtet hat, dass die milliardenschweren Anleihekäufe noch

ausgeweitet werden könnten. Das wird als Einstieg in den geldpolitischen Ausstieg interpretiert.

Doch der Fortgang des geldpolitischen Ausstiegs ist ungewiss. Während die einen vor einer konjunkturellen Überhitzung, insbesondere in Deutschland warnen,¹ verweisen die anderen auf die Fragilität von Banken und Staatsfinanzen von wichtigen europäischen Krisenstaaten wie Italien.² Der Beitrag zeigt, dass im Schatten der anhaltenden Geldflut der EZB die Anzahl sogenannter Zombie-Banken, Zombie-Unternehmen und Zombie-Staaten gewachsen ist. Diese Entwicklung kommt einem Übergang zu planwirtschaftlichen Strukturen gleich und erschwert den Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik.

2. Warum die Zentralbanken so vorsichtig sind

Internationales Kapital ist flexibel. Von der Zentralbank geschaffenes Geld kann im Inland oder Ausland Übertreibungen begünstigen. Wo spekulative Übertreibungen einsetzen, hängt von der Laune der Finanzmärkte,

von der Regulierung und von früheren Krisen ab.

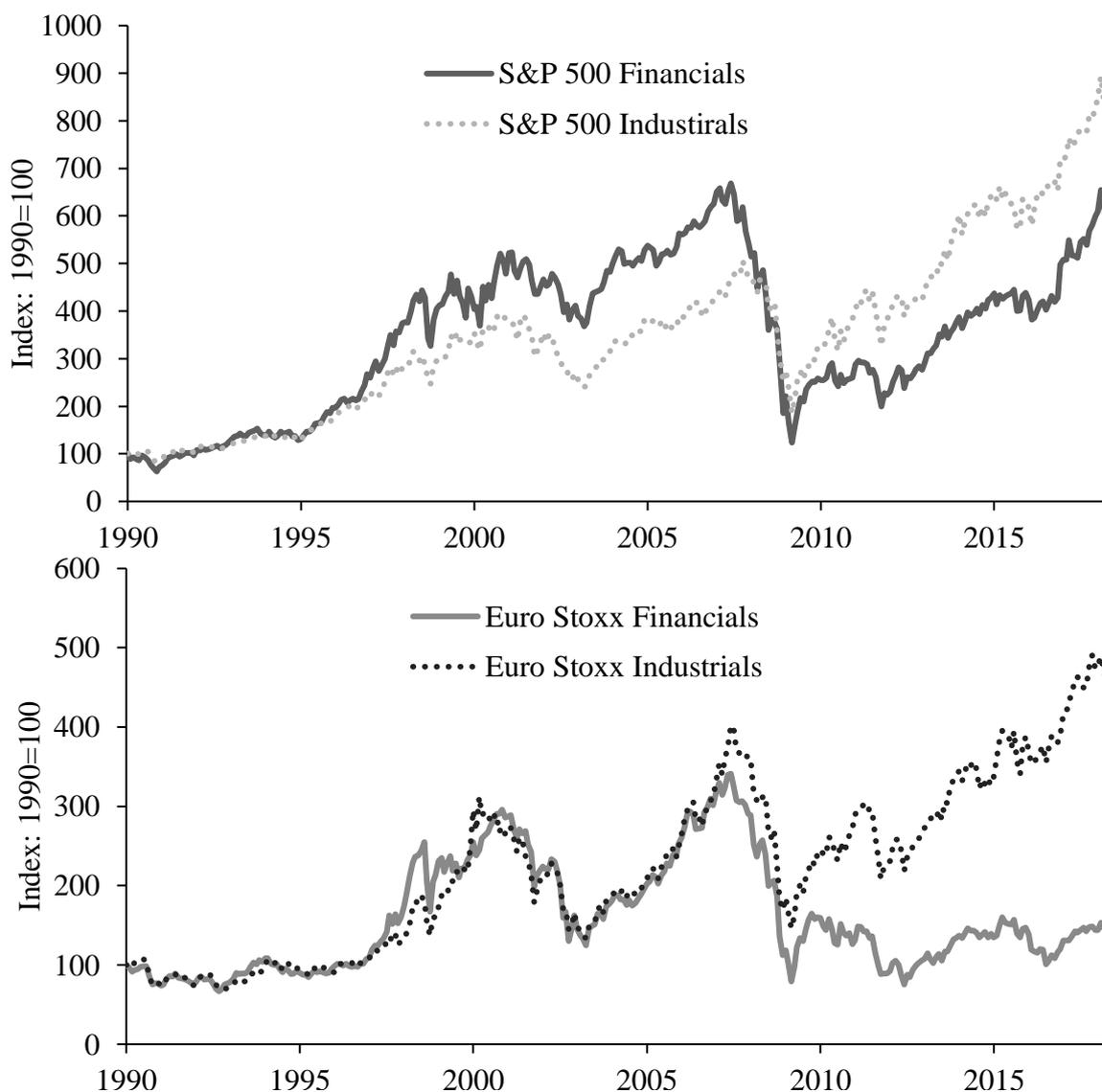
2.1. Niedriger Zins führt zu neuen Übertreibungen

Die Zentralbanken agieren aus zwei Gründen äußerst vorsichtig. Denn in der Vergangenheit haben die Zinssenkungen in Reaktion auf Finanzkrisen die Märkte zwar stabilisiert, aber auch den Nährboden für neue Übertreibungen geschaffen. Beispielsweise ermutigten die starken Zinssenkungen der EZB in Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase (2000) ab 2003 in Südeuropa ein übermäßiges Kreditwachstum und viele Investitionen mit geringer Rendite. Zunächst stiegen die Aktienwerte von Banken und Unternehmen in Europa steil an (Abbildung 2). Als die EZB ab dem Jahr 2006 die Leitzinsen erhöhte, hob sie die Messlatte für die Rentabilität aller Investitionsprojekte an. Viele erwiesen sich als unrentabel. Die Aktienkurse von Banken und Unternehmen in Südeuropa und darüber hinaus verfielen. Die europäische Finanz- und Schuldenkrise nahm ihren Lauf.

¹ Siehe z.B. Schnabl (2018) und Stark (2018).

² Siehe z.B. Moody's (2017).

Abbildung 2: Aktienindizes für Finanzinstitute und Industrieunternehmen, USA und Europa



Quelle: Thomson Reuters Datastream.

Als Krisentherapie wurden die Leitzinsen gegen null gesenkt und in großem Umfang Staatsanleihen gekauft (Abb. 1). Zwar hat die Finanzmarktaufsicht durch umfassende neue Regulierung eine erneute unvorsichtige Kreditvergabe der europäischen Banken verhindert.³ Doch sind neue Risiken im

Unternehmenssektor entstanden. Viele große Unternehmen haben die extrem niedrigen Zinsen dazu genutzt, mit billigen Krediten zu überhöhten Preisen Konkurrenten aufzukaufen. Der deutsche Chemie-Riese Bayer hat beispielsweise für Monsanto das Doppelte des marktüblichen Preises

³ Deshalb sind insbesondere die europäischen Finanzinstitute gegenüber US-amerikanischen ins

Hindertreffen geraten (siehe unterer Teil Abbildung 2).

bezahlt.⁴ Vor allem in den USA haben Unternehmen wie Google mit billigen Krediten eigene Aktien zurückgekauft. Beides hat die Aktienpreise nach oben getrieben. Seit dem Tiefpunkt im Jahr 2009 sind der S&P Industrials (USA) um 210 Prozent, der Eurostoxx Industrials um 150 Prozent (Abbildung 2) und der DAX, der von Industrieunternehmen dominiert wird, sogar um 270 Prozent gestiegen.⁵

2.2. Niedriger Zins führt zu hoher Verschuldung

Im Ergebnis ist in den USA die Verschuldung der Unternehmen von 3356 Milliarden Dollar (2008) auf 6005 Milliarden Dollar (2017) gestiegen. In China, das (noch) Wachstumsmotor der Weltwirtschaft ist, ist die Unternehmensverschuldung von 132 Milliarden Dollar (2008) auf 2001 Milliarden Dollar (2017) angewachsen. Steigen die Zinsen, dann steigen für die hoch verschuldeten Unternehmen auch die Zinslasten. Das würde sie zwingen, die Investitionen zurückzufahren, Mitarbeiter zu entlassen, Löhne zu kürzen und Preisdruck auf die Zulieferer auszuüben.

Der Rückgang der Investitionen in den USA und China würde beispielsweise den Maschinenbau, insbesondere in Deutschland treffen. Mit einem sinkenden Konsum in den USA und China würde weltweit die Konsumgüterindustrie leiden, auch die deutsche Autoindustrie. Die Schuldenkrise in den

Unternehmenssektoren der USA und Chinas könnte sich schnell zur globalen Unternehmenskrise ausweiten.

Gleichzeitig ist die Staatsverschuldung bereits weltweit angestiegen. In Europa ist seit der europäischen Finanz- und Schuldenkrise die Staatsverschuldung nicht nur in den Krisenländern explodiert. In 16 von 28 EU-Staaten liegt die Staatsverschuldung über dem Maastricht-Limit von 60% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Die Staatsverschuldung als Anteil vom BIP liegt für die EU bei 68,2% und im Euro-Raum bei 76,2% (Abbildung 3), also weit über dem Maastricht-Limit.

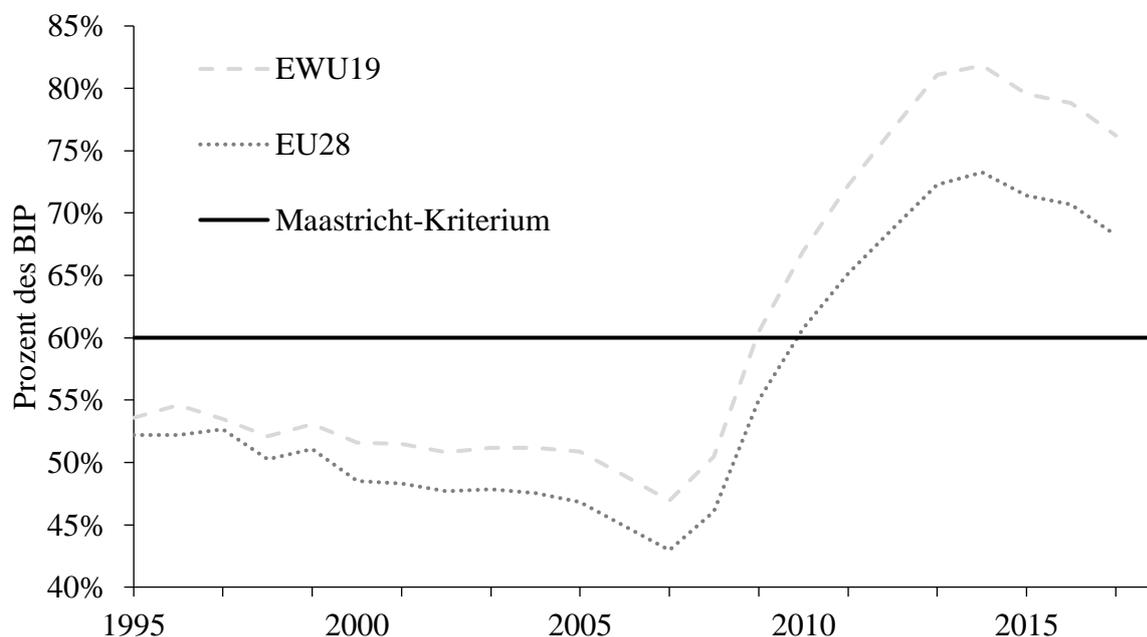
Mit Zinserhöhungen scheint also der neue große Krach vorprogrammiert – diesmal ausgehend vom Unternehmenssektor. Die Krise könnte sich in einigen Ländern schnell auf den öffentlichen Sektor übertragen. Das erklärt die homöopathischen Änderungen in den öffentlichen Erklärungen der EZB und bei den Zinsschritten der Fed. Während die Konjunktur schon auf dem Höchststand seit der Krise erscheint, ist die Geldpolitik im Ergebnis immer noch expansiv. Jede größere Erschütterung auf den Weltfinanzmärkten dürfte bewirken, dass die Zinserhöhungen gleich wieder ausgesetzt werden. Das dürfte damit gerechtfertigt werden, dass die Inflationsrate im Euroraum (und anderswo) immer noch deutlich unter dem selbstgesteckten Ziel von 2% liegt. Es ist wie in Japan langfristig ein Szenario denkbar, in dem die Zentralbank bei niedriger Inflation den Zins

vermindert. Seit der Jahrtausendwende haben sich die Firmenwerte der DAX-Konzerne mehr als verdreifacht. Hätten die alten Abschreibungsregeln gegolten, dann wären die Gewinne der Unternehmen und damit deren Marktwerte um 1,5 Billionen Euro niedriger ausgefallen (Freytag, 2018).

⁴ Siehe Schnabl & Siemon (2017).

⁵ Mit der Einführung des Prinzips „Impairment Only“ (nur wenn der Firmenwert tatsächlich zurückgegangen ist, muss er abgeschrieben werden) in der amerikanischen und europäischen Rechnungslegung im Jahr 2004 haben sich die Firmenwerte der Unternehmen kaum mehr

Abbildung 3: Staatsverschuldung gemessen am BIP



Quelle: Eurostat.

immer weiter bei null hält und ihren Bestand an Staats- und Unternehmensanleihen immer weiter ausdehnt.⁶ Der Vorteil wäre, dass der große Krach vermieden wird.

3. Die Entstehung von Zombies

Doch das hat Kosten! Denn das über einen langen Zeitraum sinkende Zinsniveau in den Industrieländern (Abbildung 1) wirkt lähmend auf die Wirtschaft. Der Grund: Unternehmen, Banken und Staaten verlassen sich auf billigere Finanzierungsmöglichkeiten bzw. auf Spekulationsgewinne auf den Finanzmärkten statt – wie früher – nach mehr

Effizienz und soliden Staatsfinanzen zu streben.

3.1. Zombie-Unternehmen

2008 tauchte der Begriff der Zombie-Unternehmen mit Blick auf Japan auf, wo die Blase auf den Aktien- und Immobilienmärkten bereits 1990 geplatzt ist. Gemeint sind Unternehmen, die Kredite nicht mehr tilgen, Zinszahlungen nicht mehr bedienen und ohne (versteckte) staatliche Subventionen Verluste machen (Caballero, et al., 2008). Sie werden künstlich am Leben gehalten, indem die Geschäftsbanken bei der Kreditvergabe das Ausfallrisiko nicht mehr einpreisen. Die Motivation für diese „nachsichtige

⁶ Warum bei immer expansiveren Geldpolitiken die Konsumentenpreis-inflation nicht gestiegen ist, erklärt Schnabl (2015).

Kreditvergabe“⁷ ist politisch. Seit 1990 fürchten im rezessionsgeplagten Japan die Abgeordneten im Parlament bei Bankrotten von Unternehmen den Missmut der Wähler in ihren Wahlkreisen.

Die japanischen Politiker übten deshalb auf die Banken Druck aus, faule Kredite nicht offen zu legen und zu verlängern (siehe 3.2). Zwar wurden ab der japanischen Finanzmarktkrise (1998) die Banken zur Offenlegung ihrer faulen Kredite gedrängt und rekapitalisiert. Doch im Jahr 2012 wurde ein „Gesetz zur Erleichterung der Finanzierung von Klein- und Mittelunternehmen“ auf den Weg gebracht,⁸ das Banken zwingt ihre Kredite an Klein- und Mittelunternehmen fortzuführen, auch wenn diese ausfallgefährdet sind. Neben den Kreditgarantien stellte die staatliche Japan Finance Corporation sicher, dass Klein- und Mittelunternehmen mit geringer Kreditwürdigkeit im Verlauf der langen Stagnation nicht von der Kreditvergabe der Geschäftsbanken abgeschnitten wurden.

Für die Verlängerung von Krediten reicht ein Business-Plan aus, der eine Reduzierung der Kosten verspricht. Da der Wahrheitsgehalt dieser Business-Pläne unbekannt ist, sind Zombie-Unternehmen schwer zu erkennen. Inzwischen machen jedoch zwei Drittel der japanischen Unternehmen zu wenig Gewinne, um Steuern zu zahlen.⁹ Der stetige Rückgang der Konkurse zeugt davon, dass dringend notwendige Restrukturierungen im japanischen Unternehmenssektor auf breiter Front unterbleiben. Der Anteil der

Unternehmen, die aus dem Markt aus- und eintreten ist in Japan mit etwa 5% nur halb so groß wie in anderen entwickelten Volkswirtschaften (OECD, 2017).

Da die Zombie-Unternehmen versteckt subventioniert werden, wird der Wettbewerb auf Kosten der leistungsfähigen Unternehmen verzerrt. Die Zinssubventionen für die Unternehmen tragen zu geringen Preisen und damit zu den niedrigen Inflationsraten bei, die eine Fortsetzung der ultra-lockeren Geldpolitik der Bank von Japan rechtfertigen. Das Ergebnis dieser Entwicklung ist eine wachsende Zahl an Unternehmen, die Ressourcen binden ohne zum Produktivitätswachstum beizutragen.

Die Entstehung von Zombie-Unternehmen beschränkt sich längst nicht mehr nur auf Japan. Als Folge des anhaltend niedrigen Zinsniveaus wird nun auch Europa von Zombies bedroht. Dieser Prozess wird mit Hilfe der geänderten EU-Richtlinie 2012/30/EU erleichtert.¹⁰ Wie in Japan, ist die nachsichtige Kreditvergabe oft politisch erwünscht. In vielen OECD-Ländern werden staatliche Kreditgarantien zur Förderung kleiner und mittelständischer Unternehmen ausgesprochen, ohne dass die Qualität der Investitionen und damit die Leistungsfähigkeit solcher Markt eingriffe hinreichend geprüft wird (Schich, 2018).

In Italien und Spanien hat sich der Anteil von Zombie-Unternehmen am Kapitalstock aller Unternehmen zwischen 2007 und 2013 mehr als verdoppelt (siehe Tabelle 1). Nach

⁷ Zum Begriff siehe Sekine, et al. (2003).

⁸ Siehe <http://www.fsa.go.jp/en/refer/index.html#bill>. Das Gesetz ist als Ergebnis der verlorenen Wahlen von Premierminister Koizumi im Jahr 2009 zu sehen. Koizumi erhielt damals die Quittung der Wähler für seine Reformbemühungen.

⁹ Siehe Reynolds et al. 2017.

¹⁰ Die Richtlinie sieht präventive Restrukturierungsmaßnahmen vor, durch die eine Abwicklung *de facto* insolventer Unternehmen herausgezögert und das Haftungsprinzip aufgeweicht werden kann. Siehe Europäische Kommission (2016).

Adalet McGowan, et al. (2017) überschreitet der Anteil der Zombie-Unternehmen in Deutschland bereits den in Japan. Denn aufgrund anhaltend niedriger Zinsen werden Kredite an wenig produktive Unternehmen

aufrechterhalten. Anreize die Produktivität zu steigern schwinden. Jungen, innovativen und dynamischen Unternehmen stehen weniger Ressourcen zur Verfügung.¹¹

Tabelle 1: Anteil des Kapitalstocks in Zombie-Unternehmen¹²

	Italien	Spanien	Japan	Deutschland
2007	7,7%	7,6%	5,1%	
2013	19,2%	15,5%	6,2%	12,1%

Quelle: Adalet McGowan, et al. (2017), basierend auf ORBIS-Daten.

Die niedrigen Zinsen gehen mit der Ausbreitung von Zombie-Unternehmen einher. Acharya, et al. (2017) zeigen, dass viele Banken, die indirekt durch das Anleihekaufprogramm der EZB (2550 Mrd. Euro von Januar 2013 bis September 2018) rekapitalisiert wurden, ihre bestehenden Kredite an unproduktive Unternehmen ausweiteten. Adalet McGowan, et al. (2017) beschreiben, wie der wachsende Anteil an Zombie-Unternehmen negativ auf die Produktivität und das langfristige Wachstum in Europa wirkt. Mahtani et al. (2018) zeigen, dass die Kreditversorgung unproduktiver Unternehmen nur zum derzeit niedrigen Zinsniveau möglich ist. Bei einem Anstieg des Zinses, wie etwa in den USA, würden faule Kredite aufgedeckt, was Bankrotte oder Restrukturierungen erzwingen würde.

3.2. Zombie-Banken

Der amerikanische Ökonom Edward Kane (1993) schuf den Begriff der „Zombie-

Banken“, die einen hohen Bestand an faulen Krediten an Zombie-Unternehmen haben. Diese können trotz negativem Vermögen ihre Geschäftstätigkeit fortsetzen, weil es explizite oder implizite Garantien des Staates gibt. Sie haben keinen Anreiz den Zombie-Unternehmen die Kredite zu entziehen, weil sonst der Berg ihrer öffentlich ausgewiesenen faulen Kredite steigen würde.

Die Zombie-Banken könnten sich dann nur zu deutlich höheren Zinsen refinanzieren. Möglicherweise würden die Kunden ihre Einlagen abziehen und die Banken ins Wanken bringen. Niinimaki (Evergreening in Banking, 2007) zeigt, dass Banken mit faulen Krediten sogar Gewinne machen können, obwohl sie *de facto* insolvent sind. Mit Hilfe von billigen Krediten blähen diese wie in einem „Glücksspiel der Auferstehung“ ihre Bilanzen auf, um den Anteil der faulen Kredite am Gesamtkreditvolumen zu senken.

Japans Banken, deren Kreditvergabe seit 1998 in der Tendenz fällt, gelten schon lange als die „Untoten der Finanzwelt“. Peek und

mindestens drei aufeinanderfolgende Jahre eine Zinsdeckungsrate von unter 1 auf.

¹¹ Siehe Gerstenberger (2017).

¹² Zombie-Unternehmen sind mindestens zehn Jahre alt und weisen in dieser Definition für

Rosengren (2005) zeigen, dass die japanischen Banken zu viele Kredite an „immergrüne“ Unternehmen mit schwacher Rendite vergeben. Nach dem Platzen der japanischen Blasenökonomie Ende 1998 wurde die Rekapitalisierung der maroden Banken bis zum Ende der 1990er Jahre verschleppt. Erst 1998 wurden die Banken verpflichtet ihre faulen Kredite offen zu legen. Im März 1999 wurden die Banken mit etwa 80 Mrd. Euro rekapitalisiert (Schnabl, 2015); bis März 2001 wurden 169 Kreditinstitute verstaatlicht. Die übernommenen Kreditinstitute hatten bis dahin 170 Mrd. Euro Staatsgelder erhalten (Montgomery, 2007). Trotzdem setzt sich die nachsichtige Kreditvergabe fort.

Auch der europäische Bankensektor entwickelt sich ähnlich. Die seit 2007 andauernde Krise hat in Südeuropa einen Berg an faulen Krediten hinterlassen. 2017 betrug der Anteil der als notleidend ausgewiesenen Kredite an der gesamten Kreditsumme in Griechenland 47%, in Zypern 34%, in Portugal 18% sowie in Italien 12% (Deutschland derzeit 2%).¹³ Die geldpolitischen Rettungsmaßnahmen der EZB, die den Finanzmarkt eigentlich stabilisieren sollen, verschlimmern das Problem, weil sie die Marge zwischen Kredit- und Einlagezinsen (als wichtigste Einkommensquelle der Banken) drücken, was am Eigenkapital zehrt.

Auch die wachsende Regulierung schafft Zombies, weil sie die Verwaltungskosten potenziert. Beispielsweise sollten in Portugal höhere Eigenkapitalvorschriften eigentlich die Stabilität der Banken sichern. Die Banken haben aber die Kreditvergabe an produktive Unternehmen reduziert, um die

Eigenkapitalquote hoch zu halten. Hingegen erhalten sie Kredite an potentiell insolvente Unternehmen aufrecht, um gegenüber der Finanzmarktaufsicht ihre Risiken zu vertuschen (Blattner, et al., 2017).

3.1. Zombie-Staaten

Die Zombie-Banken und Zombie-Unternehmen überleben langfristig nur dann, wenn die Zentralbanken die Zinsen niedrig halten und bei der Refinanzierung ein Auge zudrücken. Für anhaltend niedrige Zinsen sorgt die EZB mit Leizinsenkungen gegen null und mit umfangreichen Anleihekäufen, insbesondere von Staatsanleihen (siehe unterer Teil Abbildung 1). Die nationalen Zentralbanken im Süden der Währungsunion akzeptieren schlechte Sicherheiten für die Kreditvergabe an die Geschäftsbanken.

Das ehemals geheime Agreement on Net Financial Assets (ANFA) erlaubt es nationalen Zentralbanken (NZBs) bis zu einem festgelegten Limit auf eigene Rechnung Staatsanleihen zu kaufen. Von einigen nationalen Zentralbanken nicht ausgeschöpfte Limits können von anderen nationalen Zentralbanken dazu genutzt werden, über die gemeinsame Geldpolitik hinaus Staatsanleihen zu kaufen. Das akkumulierte Gesamtvolumen der überwiegend von südeuropäischen nationalen Zentralbanken genutzten Ankaufsvolumen belief sich Ende 2015 auf ca. 490 Milliarden Euro (Europäische Zentralbank, 2016).

Die Kosten der Staatsverschuldung werden zusätzlich gedrückt, indem die Nachfrage der Banken für das Halten von Staatsanleihen künstlich erhöht wird. Durch

würden die faulen Kredite in allen Ländern – einschließlich Deutschland – potenziert.

¹³ Siehe Vaubel (2018). Die Schätzungen des Volumens fauler Kredite basieren auf dem aktuellen Zinsniveau. Würden die Zinsen angehoben,

risikogewichtete Eigenkapitalanforderungen werden Banken dazu bewegt, bevorzugt Wertpapiere mit geringem Ausfallrisiko zu halten. Staatsanleihen von Euromitgliedern werden von der Finanzaufsicht grundsätzlich als risikolos eingestuft – ganz unabhängig davon, wie hoch der Staat verschuldet ist. Dafür ist der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ERSB) mit verantwortlich, der vom italienischen EZB-Präsidenten Mario Draghi geleitet wird. Italienische Banken müssen derzeit kein Eigenkapital für das Halten von italienischen Staatsanleihen vorhalten, obwohl der italienische Staat mit 130% des Bruttoinlandsprodukts in der Kreide steht und bei einem Zinsanstieg wohl zahlungsunfähig wäre.

Die Refinanzierung der nationalen Zentralbanken im Süden der Währungsunion wird auf Kosten des Nordens der Währungsunion über die TARGET2-Salden des Europäischen Systems der Zentralbanken sichergestellt (Sinn & Wollmershäuser, 2012). Die TARGET2-Salden sind *de facto* eine zinslose, in Dauer und Volumen unbegrenzte Kreditlinie für die Euro-Krisenländer.¹⁴ Die TARGET2-Forderungen der Deutschen Bundesbank belaufen sich derzeit auf ca. 900 Milliarden Euro.

Steiner et. al (2017) zeigen, dass ein wachsendes Volumen der Anleihekäufe der EZB die Obergrenze der TARGET2-Salden anhebt. Damit sind „Zombie-Staaten“ wie Italien entstanden (Freytag, 2014), die nur überlebensfähig sind, weil die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank äußerst locker ist und die TARGET2-Salden nicht – wie in den USA¹⁵ – geschlossen werden müssen.

¹⁴ TARGET2-Verbindlichkeiten werden mit dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB verzinst, der seit März 2016 bei null liegt.

4. Abkehr von der Marktwirtschaft

Der Zins hat in einer Marktwirtschaft eine zentrale Allokations- und Signalfunktion. Wird er von Zentralbanken dauerhaft bei null gehalten, werden marktwirtschaftliche Prinzipien außer Kraft gesetzt.

4.1. Abnehmender Wettbewerb, schwindende Innovationskraft

Weil mit einer ernsthaften Straffung der Europäischen Geldpolitik Zombie-Unternehmen, Zombie-Banken und Zombie-Staaten in Schieflage geraten würden, zögert die EZB die Zinsen anzuheben und setzt die Ankäufe von Staatsanleihen fort. Doch damit nähern sich die marktwirtschaftlichen Systeme – versteckt und schleichend – den sogenannten „weichen Budgetrestriktionen“ an, die der ungarische Ökonom Janos Kornai für die früheren mittel- und osteuropäischen Planwirtschaften beschrieben hat (Kornai, 1986): Weil in den sozialistischen Staaten Bankrotte der staatseigenen Betriebe nicht erwünscht waren, gewährten die staatlich kontrollierten Banken bedingungslose Kredite. Die Verluste der Staatsbanken wurden durch die Notenpresse gedeckt. McKinnon (Money and Capital in Economic Development, 1973) beschreibt den Zusammenhang von staatlich geführter Kreditallokation, Preiskontrollen, Kapitalverkehrsbeschränkungen und Zöllen als finanzielle Repression. Auch in China waren die weichen Budgetrestriktionen lange Zeit der Grund für

¹⁵ Siehe (Wolman, 2013) für einen Vergleich des TARGET2-Systems mit dem US-amerikanischen *Interdistrict Settlement Account*. Die Federal Reserve kauft auch keine Anleihen der Staaten.

wirtschaftliche Stagnation (Quian & Xu, 1998).

Das Ergebnis war eine trügerische Stabilität: Zwar gab es keine Bankrotte, keine Arbeitslosigkeit und keine Krisen. Aber aufgrund des fehlenden Wettbewerbs war die Innovationsfähigkeit der Planwirtschaften gering. Die Effizienz der Produktion blieb weit hinter den Marktwirtschaften des Westens zurück. Weil wenig – oft unter großer Verschwendung – und am Bedarf der Bevölkerung vorbei produziert wurde, herrschten stetiger Mangel, Warteschlangen und Unzufriedenheit. Wachsende wirtschaftliche und politische Instabilität bewirkten schließlich den Kollaps.

Aus der Sicht von Schumpeter (1934) und Hayek (1931) entspricht der Abbruch von Investitionen und der Bankrott von Unternehmen in der Krise einem Reinigungsprozess, weil nicht oder wenig rentable Investitionsprojekte abgebrochen werden müssen (schöpferische Zerstörung). Preise und Löhne fallen. Arbeitskräfte und Kapital werden freigesetzt, die im Verlauf des kommenden Aufschwungs in bessere Investitionsprojekte und Unternehmen eingebunden werden können.

Stellen hingegen in der Krise die Zentralbanken große Mengen billiger Liquidität zur Verfügung, um Arbeitslosigkeit zu

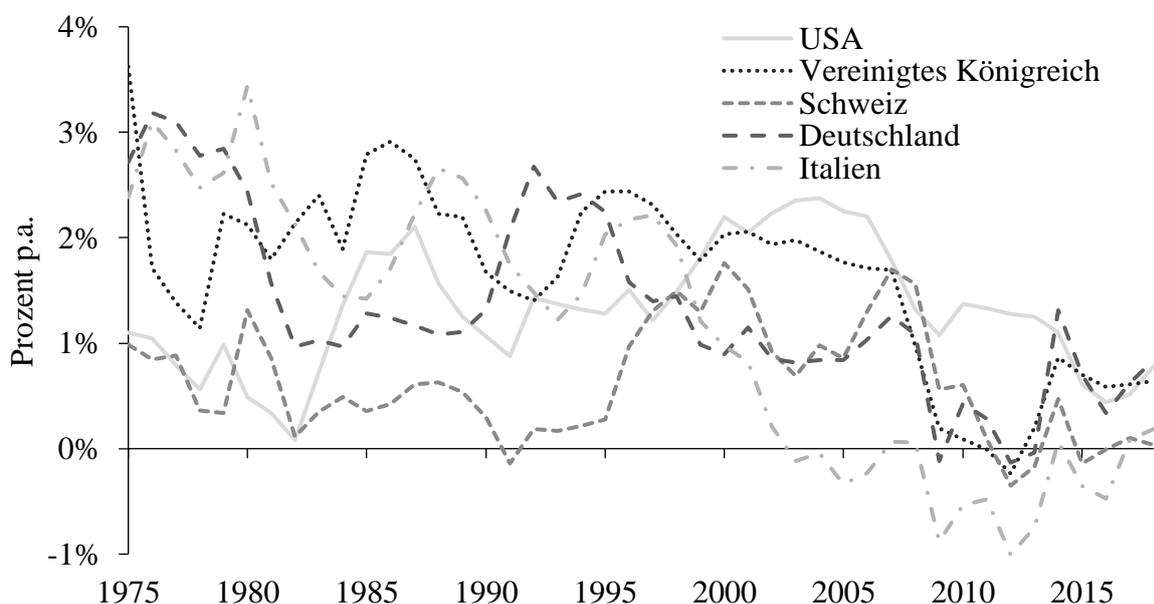
verhindern, dann bleiben Arbeit und Kapital in wenig rentablen Investitionsprojekten gebunden. Neue Exzesse auf den Finanzmärkten sollen durch mehr Regulierung verhindert werden, sodass die Effizienz von Banken und Unternehmen weiter untergraben wird. Die durchschnittliche Rendite der Investitionsprojekte fällt und bleibt niedrig. Indem die Europäische Zentralbank in Europa immer mehr Zombies heranzüchtet und die Regulierung ausgeweitet wird, wird der schleichenden Rückkehr der Planwirtschaften der Weg geebnet.

4.2. Die schwindende Basis des Wohlstands

Weil mit der sinkenden Effizienz der Unternehmen die Produktivitätsgewinne gegen null konvergieren (siehe Abbildung 4), ist das nach dem Zweiten Weltkrieg auf der Basis von beachtlichen Produktivitätsfortschritten erreichte Wohlstandsniveau nicht mehr für alle zu sichern.¹⁶ Die Politiker, die sich darauf spezialisiert haben, Teile dieser Produktivitätsgewinne umzuverteilen, stoßen an Grenzen. Um ihre großzügigen Versprechungen zu halten, greifen sie – bewusst oder unbewusst – zur Notenpresse (Buchanan & Wagner, 1977).

¹⁶ Siehe Freytag und Schnabl (2017).

Abbildung 4: Produktivitätsgewinne



Quelle: OECD, Produktivitätswachstum auf fünf Jahre geglättet.

Die strukturellen Zinssenkungen gegen null¹⁷ und die immensen Ankäufe von Staatsanleihen (siehe Abbildung 1) schaffen den Staaten zwar kurzfristig Ausgabenspielräume.¹⁸ Doch es wird die wirtschaftliche Basis der Umverteilung zerstört, weil die Anzahl der rentablen Unternehmen sinkt und die Anzahl der Zombies wächst. Hinzu kommen die Verteilungswirkungen der Geldpolitik, die einige wenige reicher und viele ärmer machen.¹⁹ Mit dem fehlenden Produktivitätswachstum werden insbesondere die Einstiegslohne für die jungen Menschen abgesenkt. Der Anteil der Menschen in prekären

Arbeitsverhältnissen nimmt zu. Die Alterssicherungssysteme werden ausgehöhlt.

Da immer weniger Menschen von der noch hohen Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaften der Industrieländer profitieren, nimmt die Unterstützung für extreme Parteien am linken oder rechten Rand des politischen Spektrums zu.²⁰ Nationalistische Tendenzen gewinnen an Dynamik, so dass die Abschottung der Güter- und Arbeitsmärkte gefordert wird. Das reduziert die Produktivitätsniveaus weiter und höhlt den Wohlstand weiter aus.²¹

¹⁷ Summers (2014) schreibt die sinkenden Zinsen einem exogen vorgegebenen Rückgang der Leistungsfähigkeit von Investitionen sowie einer Sparschwemme in den alternden Gesellschaften der Industrieländer zu.

¹⁸ Beispielsweise belaufen sich die Zinssparnisse für Deutschland seit 2007 auf insgesamt 290 Milliarden Euro.

¹⁹ Zu Details siehe Schnabl (2017) sowie Piketty (2014). Piketty (2014) schreibt die wachsende

Ungleichheit den freien Märkten zu, während bei Schnabl (2017) Staatsversagen zugrunde liegt.

²⁰ Siehe Müller und Schnabl (2018).

²¹ In den 1950er bis 1990er Jahren war die Liberalisierung der Märkte im Zuge des europäischen Integrationsprozesses und dem Ausbau von GATT und WTO auf globaler Ebene das Rückgrat beträchtlicher Wohlstandsgewinne.

5. Wirtschaftspolitische Implikationen

Die stetige geldpolitische Lockerung in Europa und der Welt hat eine zunehmende Anzahl von Zombie-Unternehmen und Zombie-Banken geschaffen, die den Wohlstand unterhöhlen. Da die Stabilität von Unternehmen, Banken und Staaten inzwischen eng miteinander verbunden sind, scheuen die Zentralbanken den geldpolitischen Ausstieg. Sie finanzieren stattdessen zusätzliche Staatsausgaben, die die negativen Wachstums- und Verteilungseffekte der Geldpolitik zu verdecken versuchen. Das ist ein hoffnungsloses Unterfangen, weil der Wohlstand der Nationen auf der Produktivität der Unternehmen beruht.

Ein Ausweg aus diesem Teufelskreis von expansiver Geldpolitik, negativen Wachstums- und Verteilungseffekten sowie zusätzlichen Staatsausgaben und Interventionen in den Wirtschaftskreislauf kann nur die Rückkehr zu marktwirtschaftlichen Prinzipien sein. Dies setzt eine stabile Währung und damit den Ausstieg aus den sehr lockeren Geldpolitiken voraus, wie er bisher nur von der US-amerikanischen Fed – wenn auch zögernd – angegangen worden ist. Setzt sich bei den geldpolitischen Entscheidungsträgern Europas diese Einsicht durch, dann würde das auch den geldpolitischen Ausstieg in den USA erleichtern.

Da sich in den vergangenen 30 Jahren immense strukturelle Verzerrungen im Form zahlreicher Zombie-Unternehmen, Zombie-Banken und Zombie-Staaten aufgebaut haben, kann der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik nur langsam vonstattengehen. Beispielsweise ist eine Zinserhöhung von 0,5

Prozentpunkten pro Jahr denkbar.²² Er muss jedoch entschlossen sein, um eine schrittweise Anpassung von Unternehmen, Finanzinstituten und Staaten an ein höheres Zinsniveau zu ermöglichen. Die Reprivatisierung des Wirtschaftslebens wäre mit nachhaltigen Produktivitätsgewinnen und einer Stärkung der Kaufkraft der Bürger verbunden. Nur so kann der Zombiefizierung, die den Wohlstand und den sozialen Frieden in Europa gefährdet, Einhalt geboten werden. ■

Literatur

Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C. & Hirsch, C. W., 2017. Whatever it Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy. *CEPR Discussion Paper No. DP12005*.

Adalet McGowan, M., Andrews, D. & Millot, V., 2017. The Walking Dead: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries. *OECD Economics Department Working Paper No. 1372*.

Blattner, L., Farinha, L. & Rebelo, F., 2017. When Losses Turn into Loans: The Cost of Undercapitalized Banks. *Mimeo*.

Buchanan, J. M. & Wagner, R. E., 1977. *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. Cambridge, MA: Academic Press.

Caballero, R., Hoshi, T. & Kashyap, A., 2008. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98(5), pp. 1943-1977.

Europäische Kommission, 2016. *Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über präventive Restrukturierungsrahmen*.

[Online] Available at: <https://eur->

²² Siehe Schnabl (2018).

[lex.europa.eu/legal-content/DE/ALL/?uri=COM%3A2016%3A0723%3AFIN](https://www.lex.europa.eu/legal-content/DE/ALL/?uri=COM%3A2016%3A0723%3AFIN)

[Zugriff am 11.5.2018].

Europäische Zentralbank, 2016. EZB erläutert Vereinbarung über Netto-Finanzanlagen [Pressemitteilung].

Freytag, A., 2014. Was ist der Europäische Fiskalpakt noch wert? Zombie Banken finanzieren Zombie-Staaten. *Wirtschaftswoche*, 31.10.

Freytag, A. & Schnabl, G., 2017. Monetary Policy Crisis Management as a Threat to Economic Order. *Credit and Capital Markets*, 50(2), pp. 151-169.

Freytag, B., 2018. Gefährliche Bilanzkosmetik. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10.2.

Gerstenberger, J., 2017. Impaired Capital Reallocation in a Low-Interest-Rate Environment: Evidence from German SMEs. *Mimeo*.

Hayek, F. A., 1931. *Prices and Production*. New York: August M. Kelly.

Hoffmann, A. & Schnabl, G., 2016. The Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy. *Cato Journal*, 36(3), pp. 449-484.

Kane, E., 1993. What Lessons Should Japan Learn from the U.S. Deposit-Insurance Mess?. *Journal of the Japanese and International Economics*, 7(4), pp. 329-355.

Kornai, J., 1986. The Soft Budget Constraint. *Kyklos*, 39(1), pp. 3-30.

Mahtani, S., Templeman, L., Tierney, J. & Reid, J., 2018. *The Persistence of Zombie Firms in a Low Yield World*. London: Deutsche Bank Markets Research.

McKinnon, R., 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington: Brookings Institution Press.

Montgomery, H., 2007. The Effectiveness of Bank Recapitalization in Japan. *International Journal of Banking and Finance*, 5(1), pp. 113-134.

Moody's, 2017. *Negative Outlook on Italy's Banking System Reflects Continued Fragility of Balance Sheets*. [Online] Available at: <https://www.moodys.com/research/Moodys-Negative-outlook-on-Italys-banking-system-reflects-continued-fragility--PR-374040> [Zugriff am 11. Mai 2018].

Müller, S. & Schnabl, G., 2018. The Brexit as a Forerunner: Monetary Policy, Economic Order and Divergence Forces in the European Union. *CESifo Working Paper 6938*.

Niinimäki, J.-P., 2007. Evergreening in Banking. *Journal of Financial Stability*, 3(4), pp. 368-393.

OECD, 2017. *OECD Economic Surveys. Japan 2017*. Paris: OECD Publishing.

Peek, J. & Rosengren, E., 2005. Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review*, 95(4).

Piketty, T., 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press.

Quian, Y. & Xu, C., 1998. Innovation and Bureaucracy under Soft and Hard Budget Constraints. *Review of Economic Studies*, 65(1), pp. 151-164.

Reynolds, I., Hagiwara, Y. & Taniguchi, T., 2017. *Zombie Hordes: Thousands of Japanese Firms Dodging Bankruptcy*. *Bloomberg*, 12.3.

Schich, S., 2018. To What Extent Do Public Authorities Verify the Cost-Effectiveness of Guarantees for Credit to SMEs?. *Comparative Economic Studies*, 60(1), pp. 69-86.

- Schnabl, G., 2015. Die gefährliche Missachtung der Vermögenspreisinflation: Zur Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitische Regelmechanismen. *Leviathan*, 43(2), pp. 246-269.
- Schnabl, G., 2015. Monetary Policy and Structural Decline: Lessons from Japan for the European Crisis. *Asian Economic Papers*, 14(1), pp. 124-150.
- Schnabl, G., 2017. Die Verteilungseffekte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank destabilisieren Europas Demokratien. *Austrian Institute Paper*.
- Schnabl, G., 2018. Exit Strategies from Monetary Expansion and Financial Repression. *Cato Journal*, 38(2).
- Schnabl, G. & Siemon, K., 2017. Der Bayer-Monsanto-Deal: Draghi hilft dreimal, Schäuble nur einmal bei der Umverteilung. *ÖkonomenBlog: Stimme der wirtschaftlichen Vernunft*, 23 3.
- Schumpeter, J., 1934. *The Theory of Economic Development*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Sekine, T., Kobayashi, K. & Saita, Y., 2003. Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms. *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, August.
- Sinn, H.-W. & Wollmershäuser, T., 2012. Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. *International Tax and Public Finance*, 19(4), pp. 468-508.
- Stark, J., 2018. The Irresponsible ECB. *Handelsblatt Global*, 20 February.
- Steiner, A., Steinkamp, S. & Westermann, F., 2017. Exit Strategies, Capital Flight and Speculative Attacks: Europe's Version of the Trilemma. *CESifo Working Paper 6753*.
- Summers, L., 2014. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*, 49(2), pp. 65-73.
- Vaubel, R., 2018. Eine europäische Einlagensicherung ist gefährlich. *Börsen-Zeitung*, 3 3, p. 3.
- Wolman, A. L., 2013. Federal Reserve Interdistrict Settlement. *Economic Quarterly*, 99(2), pp. 117-141.



Über die Autoren

David Herok ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftspolitik der Universität Leipzig. Er forscht zu internationalen Finanzmarktregulierungen und politischer Ökonomie.

Gunther Schnabl ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Leipzig. Zuvor war er an den Universitäten Tübingen, Tokio, Stanford und Leuven tätig sowie als Advisor bei der Europäischen Zentralbank.

Zitierweise:

David Herok und Gunther Schnabl, Europäische Geldpolitik und Zombiefizierung, Austrian Institute Paper Nr. 21 (2018)

Download des Working Paper:

<http://austrian-institute.org/europaeische-geldpolitik-und-zombiefizierung>

©David Herok und Gunther Schnabl, 2018

©Austrian Institute of Economics and Social Philosophy (Wien) 2018