

# Globale Trends

## Carmen M. Reinhart: Wie es nach der Finanzkrise weitergeht

Simon Brunner, Journalist, Bulletin

02.06.2014

Carmen M. Reinhart erforscht seit Jahrzehnten Finanzkrisen und das Wesen des Menschen. Fazit der meistzitierten Ökonomin der Welt: Wir vergessen zu schnell und wiederholen unsere Fehler. Warum das so ist, erklärt Reinhart hier.



**Miss Reinhart, zusammen mit dem Ökonomen Kenneth S. Rogoff schrieben Sie den Bestseller "Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen". Sind wir Menschen wirklich dazu verdammt, immer wieder zu scheitern und von vorne zu beginnen?**

**Carmen M. Reinhart:** Meine Antwort ist fatalistisch: Ja. Finanzkrisen gab es zu verschiedenen Zeitpunkten, an verschiedenen Orten, in verschiedenen Regierungssystemen und Kulturen. Die Umstände mögen ändern, die menschliche Natur tut es nicht.

**Was ist unser grösster Makel?**

Unsere Erinnerung verblasst: Nach einer Krise werden zwar meist Vorsichtsmassnahmen getroffen. Doch dann werden sie umgangen oder man denkt, sie seien nicht mehr nötig. Die Essenz des "Dieses Mal ist alles anders"-Syndroms liegt in der Annahme, Krisen betreffen nur andere. Oder sie betreffen nur die Ver-gangenheit und heute seien wir schlauer.

**Zwischen den Finanzkrisen gibt es grosse Unterschiede!**

Natürlich. Ein Muster jedoch wiederholt sich: Es gibt eine längere Periode, in welcher der Aufschwung durch Exzesse angefeuert wird, die oft durch Schulden finanziert sind. Ausserdem wird ein bestimmter Markt gehypt. Das können Immobilien, Aktien, Staatsanleihen oder Rohstoffe sein.

**Und dann?**

Die Vermögen vermehren sich scheinbar endlos, Profite in diesen Märkten steigen und steigen. Man kann sich immer weiter verschulden und noch mehr investieren. Diese

euphorischen Phasen sind ein altes Phänomen, es gibt sie seit Jahrhunderten. Doch Vertrauen ist ein unbeständiges und unsicheres Gut. Plötzlich ziehen sich die Darlehensgeber zurück, sei es wegen eines Gerüchts oder weil tatsächlich etwas passiert ist. Ist man stark fremdfinanziert, wird es schwierig. Die Krise beginnt.

### **Einige Länder scheinen tatsächlich anders zu ticken: Die Schweiz etwa war noch nie zahlungsunfähig.**

Richtig. Die Schweiz hatte auch schon Probleme mit ihren Banken, aber keine systemische Krise. Ich könnte eine sehr oberflächliche Analyse abgeben und sagen, das Land sei klug reguliert und die Durchsetzung der Regeln funktioniere. Beides spielt sicher eine Rolle – doch ist die Schweiz darum vor grossen Krisen gefeit? Ich glaube nicht. Mein Argument: Praktisch überall auf der Welt gab es schon enorme Krisen, auch in den grossen Finanzzentren England oder USA. Die Schweiz ist eine grosse Ausnahme und hatte auch Glück. Hoffentlich bleibt das so. Ist das sicher? Man weiss es nicht.

### **Dank der Schuldenbremse hat die Schweiz eine institutionelle Instanz geschaffen, welche die Regierung davor bewahrt, zu viel Fremdkapital aufzunehmen.**

Schuldenbremsen sind gut – die EU hat in den Maastricht-Kriterien auch Vorschriften zur Schuldenhöhe –, aber man muss sich bewusst sein, dass viele Krisen nicht durch Staatsschulden entstanden sind. Und für nichtstaatliche Schulden gibt es keine Bremsen – das ist das Problem. Diese Schulden werden durch Krisen oft zu öffentlichen Schulden. Ich denke beispielsweise an Irland, Spanien und Island. Auch das ist eine alte Geschichte.

### **Damit sich ein Land entwickeln kann, braucht es Innovationen. Diese bringen naturgemäss Spekulationsblasen und nicht erfüllte Erwartungen mit sich.**

Es ist sogar so, dass einige der grössten Krisen durch reale Innovationen hervorgerufen worden sind. Doch wie kann man Spekulationsblasen frühzeitig erkennen? Wie weiss man, wann die Marktaktivitäten den Zusammenhang mit den Fundamentalwerten verloren haben? Im Moment selber lässt sich die Irrational Exuberance empirisch fast nicht feststellen. Erst wenn etwas abgestürzt und verbrannt ist, lässt sich sagen, das war eine Blase – aber dann nützt es nicht mehr viel.

### **Was kann man dann überhaupt tun? Gibt es keine Möglichkeit, Krisen zu vermeiden?**

Globales Kapital kann das Wachstum befeuern. Es kann aber auch zu sehr dramatischen Krisen führen. Die Frage, die Sie stellen, ist also: Was ist besser: geliebt zu haben und alles zu verlieren oder gar nie zu lieben? Sollte man so stark regulieren, dass man den Niedergang vermeidet, aber auch den möglichen Aufschwung abwürgt? Oder muss man periodische Krisen in Kauf nehmen?

### **Und wie lautet Ihre Antwort?**

Ich fürchte, die simple Formel gibt es nicht. Die USA gehören zur Gruppe "Lieben und Verlieren". Die ruhigen Perioden waren lang und man gewann viel. Einige asiatische Tiger-Staaten gehören auch zu dieser Liebes-Gruppe: Die Asienkrise 1997/98 war zwar äusserst

schmerzhaft, doch die ausländischen Direktinvestitionen und die höhere Einbindung in die globale Wirtschaft haben einigen dieser Länder geholfen, sich längerfristig zu entwickeln. Umgekehrt gibt es Länder mit weniger steilen Wachstumsraten, dort kippt die Antwort wohl auf die andere Seite. Und es gibt Länder, in denen Krisen regelmässig vorkommen: Sie liberalisieren, sie kommen in Krisen, sie ziehen die Regulierung an, es geht wieder besser, es wird wieder liberalisiert – und schon kommt die nächste Krise. In diesen Ländern ist man versucht zu sagen: Die Zyklen jagen sich so schnell, das kann nicht gut sein.

### **Sie schauen in Ihren Arbeiten Schulden kritisch an. Sind Schulden nicht zentral für unser System?**

Schulden sind Teil eines funktionierenden Marktes. Und beileibe nicht jeder Kreditboom endet mit einer Krise. Aber beinahe jede Krise – und glauben Sie mir, ich kenne Krisen – hat mit einem Kreditboom begonnen. Es ist wie überall im Leben: Zu viel von etwas, auch wenn es gut ist, schadet. Was haben Sie in der Schweiz gemacht, als Unmengen Gelder in das Land flossen und der Franken über das Niveau stieg, das man als gesund empfand? Man band die Währung an den Euro. Die Schweiz würde nicht jede Aufwertung als problematisch bekämpfen, aber an diesem Punkt war sie ein Problem.

### **Kommen wir zur aktuellen Weltlage. Wo stehen wir? Was bleibt von der Finanzkrise?**

Beginnen wir mit den Schwellenländern und blenden zurück auf 2007. Die meisten Schwellenländer sind schlank aufgestellt: Sie haben die Schulden gesenkt und dramatisch von externen auf interne Schulden umgeschichtet als Antwort auf die unzähligen Krisen in den 15 Jahren zuvor: Mexiko 1994/95, Asien 1997/98, Russland 1998, Real-Krise in Brasilien 1999, Argentinien 2001 und so weiter. Also, im Jahr 2008 hatten viele Schwellenländer sehr wettbewerbsfähige Währungen und zum Teil sogar Leistungsüberschüsse. Dementsprechend überstanden sie den Sturm gut, so gut wie noch nie. In den 1930er Jahren war das noch ganz anders.

### **Und dann?**

Jetzt kommt wieder die Irrational Exuberance: Wissen Sie, wie oft ich folgende Sätze gehört habe, am WEF in Davos und überall auf der Welt? "Schwellenländer sind der globale Wachstumsmotor!" "Die Schwellenländer haben endlich die Kurve gekriegt!" "Eine neue Ära beginnt!" Was man vergass: Es gab keine Innovation in diesen Ländern. Nichts war neu, ausser, dass sie zu Beginn der Krise gut aufgestellt waren.

### **Dieses Mal ist es wirklich anders?**

Genau! Die Kapitalzuflüsse erreichen also wieder die Schwellenländer und das genau Gleiche passiert, von dem ich seit zwanzig Jahren schreibe. Man nimmt an, die Kapitalzufluss-Perioden seien normal und dauerten ewig. Es gibt zu viele Kredite und man gibt zu viel aus. Die Firmen setzen zu hohe Hebel an, verdienen viel und werden überbewertet. Währungen steigen, Länder verlieren an Wettbewerbsfähigkeit, die Leistungsbilanz verschlechtert sich, die Probleme beginnen.

### **Ihre Prognose für die Schwellenländer ist negativ?**

Es geht hier nicht um Meinungen. Schauen Sie, wie diese Capital Flow Bonanzas normalerweise aufhören: mit Währungsabstürzen, Bankenkrisen, Schulden- und Inflationsproblemen. Nach grossen Kapitalzuflüssen ist ein Land – statistisch gesehen – in den nächsten drei Jahren krisenanfälliger, als wenn es diese Zuflüsse nicht gegeben hätte. Mit wenigen Ausnahmen bin ich sehr zurückhaltend, was die Zukunft der Schwellenländer angeht.

### **Wo steht der Westen Ende Jahr?**

Ich glaube, die Blutung wird in grossen Teilen der europäischen Peripherie gestillt sein. Gestillt – ich rede nicht von Erholung. Schaut man die Länder an, die systemrelevante Bankenkrise hatten 2007/08, haben nur Deutschland und die USA das Pro-Kopf-Einkommen von vor der Krise erreicht. Frankreich, England, die Niederlande, Irland, Island, Portugal, Spanien, Italien, Griechenland sind noch nicht so weit. Der Internationale Währungsfonds (IWF) prognostiziert, dass viele dieser Länder das Pro-Kopf-Einkommen von vor der Krise auch 2018 nicht erreicht haben werden.

### **Die Krise wird also dort zehn Jahre dauern?**

Schlimm, nicht? Kenneth Rogoff und ich haben Anfang Jahr bei der American Economic Association eine kleine Studie präsentiert, wo wir die Zyklen von Krisen untersuchten. Systemische Krisen sind immer gravierend. Doch sogar bei diesen sind fünf bis sechs Jahre Rezession selten, und das haben wir heute, speziell im peripheren Europa.

### **Was wird konkret passieren?**

Wir werden viel Restrukturierung der Staatsschulden in Europa sehen, das wird sie stabilisieren. Doch der Abbau der Schulden wird sehr lange dauern. Die USA sind da etwas voraus, vor allem, was die Privatschulden angeht. Es war ein grauvoller Prozess, bei dem viele Menschen ihr Haus verloren, aber er brachte die Schulden runter. In Europa hingegen sind die Schuldenanteile nicht sehr weit von ihren Höchstständen entfernt und Japan stösst gerade in unerforschtes Gebiet vor, so hoch sind dort die Schulden.

### **Wie steht es um die Welt?**

Es fällt mir tatsächlich schwer zu sehen, wo in der entwickelten Welt ein pulsierendes Wachstum herkommen könnte. Und es fällt mir schwer zu glauben, dass die Schwellenländer keine Schwierigkeiten bekommen sollen in der nächsten Zukunft. Ich gebe kein sehr erfreuliches Bild der Welt. Das wird nicht ewig dauern, aber es braucht viel Zeit.

### **Sprechen wir über Lösungsansätze. Viele Industrienationen haben bereits begonnen, neue Regulierungen einzuführen.**

Das ist gut, aber da geht es schon darum, die nächste Krise zu vermeiden. Ich mache mir noch Sorgen um die Verarbeitung der aktuellen Krise.

### **Nach Ihrer Analyse: Was ist der Königsweg, um Krisen zu bewältigen?**

Es braucht Sparprogramme, damit die Schulden nicht weiter anwachsen, und man muss Schulden aktiv abbauen. Das kann durch Erhöhen der Steuern sein oder durch andere

Mechanismen: negative Zinssätze, Haircuts, Inflation oder einen Mix an finanzieller Repression. Das alles sind Formen von Steuern, wo Schulden vom Schuldner zum Gläubiger transferiert werden.

### **Man könnte auch versuchen, das Wachstum zu stimulieren.**

Wachstum kann man sich wünschen, aber historisch gesehen passiert es fast nie, dass man aus den Schulden sozusagen herauswächst.

### **Hört man Ihnen zu, muss man sich auch um die Vorsorge fürchten.**

Ja, und wie. Dass die Bevölkerung in vielen Ländern immer älter wird, ist an sich ein grosses Problem. Wenn ich aber von den hohen öffentlichen Schuldenniveaus spreche, die viele entwickelte Staaten heute kennen, erwarte ich, dass man die Zinssätze so tief wie möglich halten möchte – ähnlich wie nach dem Zweiten Weltkrieg. Schaut man sich an, wie sich die realen, inflationsbereinigten Zinssätze seit der Krise verändert haben, waren sie in etwa 50 Prozent der Fälle sogar negativ. Das wirkt sich auf die Renten aus: Diese sind oft in Staatsanleihen angelegt und verlieren an Wert.

### **Krisen sind seit Jahrzehnten ihr grosses Forschungsgebiet. Warum eigentlich?**

Ich begann 1982 bei der Investmentbank Bear Stearns zu arbeiten, ich war noch ein halbes Kind. Die Wall Street faszinierte mich, ausserdem hatte ich es satt, eine arme Studentin zu sein. Die mexikanische Schuldenkrise fiel in mein erstes Jahr, sie löste Panik aus in den Schwellenländern, aber auch bei amerikanischen Banken, die grosse Darlehen in Lateinamerika hatten. Das war eine faszinierende Erfahrung, sie hat mich und meine Forschung geprägt.

### **Mit all Ihrer Erfahrung: Wenn Sie ein Land von Grund auf entwerfen könnten, was würden Sie tun, damit es dort keine Krisen gäbe?**

Da muss ich Sie enttäuschen: Ob man einer Krise entkommt oder nicht, hat vor allem mit dem Gedächtnis zu tun.

### **Biographie**

**Carmen M. Reinhart**, 58, ist seit 2007 die meistzitierte Ökonomin der Welt (Quelle: RePEc-Datenbank). Reinhart lehrt Internationale Finanzsysteme in Harvard, zuvor arbeitete die gebürtige Kubanerin für die Investmentbank Bear Stearns und den Internationalen Währungsfonds. Sie ist mit dem Ökonomen Vincent R. Reinhart (US-Chefökonom bei Morgan Stanley) verheiratet, zusammen haben sie einen Sohn. Reinhart und ihr Mann lernten sich während des Studiums an der Columbia University kennen. Beide waren Linkshänder und sassen darum im Unterricht oft nebeneinander.