

zehn Jahre im Hinblick auf das Wirtschaftswachstum enttäuscht haben – weltweit, aber auch und vor allem in der Eurozone.

Wachstumslokomotive der Welt war China. Lag der Anteil des Landes am weltweiten Bruttoinlandsprodukt 2008 noch bei rund acht Prozent, so stieg er innerhalb von nur zehn Jahren auf 18 Prozent. Mehr als 50 Prozent des Wachstums der letzten Jahre stammten aus China, welches entscheidend dazu beitrug, die Krise zu überwinden. Trotzdem mehrten sich im Jahr 2019 die Anzeichen, dass die Wachstumsrate auch in China abnahm. Dies lag vor allem daran, dass China die enorme Entwicklung der letzten zehn Jahre mit einem beträchtlichen Anstieg der Verschuldung erkaufte hatte. Lag die Verschuldung von Unternehmen, privaten Haushalten und Staat im Jahr 2008 noch bei unter 150 Prozent des BIP, so näherte sich dieser Wert 2019 der Marke von 280 Prozent. Die Staatsführung hatte das Problem der steigenden Verschuldung erkannt und erklärte, die Abhängigkeit der Wirtschaft von immer mehr Schulden reduzieren zu wollen.

Die Weltwirtschaft stand vor einer Abkühlung und die deutsche Wirtschaft spürte das bereits. Der Industriesektor und damit das ganze Land schrammten 2019 nur knapp an einer Rezession vorbei.

Anhaltender Rückgang des Produktivitätswachstums

Ein wichtiger Grund für den Rückgang des weltweiten Wachstums war die Fortsetzung des schon länger bestehenden Trends eines immer geringeren Produktivitätswachstums. Die sogenannte Total Factor Productivity (TFP) – die Relation von gesamtwirtschaftlicher Leistung zum Einsatz von Arbeit und Kapital – wuchs von 2010 bis 2019 nur um 0,7 Prozent. Dabei ist diese unbefriedigende Produktivitätsentwicklung nicht nur ein Problem der Industrieländer, sondern vor allem auch der Schwellenländer. Im Mittleren Osten und in

Lateinamerika ist die Produktivität nach Daten des US-Think-Tanks Conference Board sogar gefallen. Wir haben es also mit einem globalen Phänomen zu tun.

Der einsetzende demografische Wandel – die Stagnation oder gar das Schrumpfen der Erwerbsbevölkerung – und der Rückgang der Produktivitätsfortschritte erklären rund 80 Prozent des Wachstumsrückgangs in den USA, Großbritannien, Deutschland, Frankreich und Japan seit 2007.⁴ Dabei sollten wir es nicht als Trost empfinden, dass wir mit dieser Entwicklung nicht alleine dastehen. In den 1970er-Jahren betrug der jahresdurchschnittliche Anstieg der Stundenproduktivität in Deutschland noch fast vier Prozent, in den acht Jahren seit 2011 waren es nur noch 0,9 Prozent.⁵ In den letzten Jahren ist das Produktivitätswachstum auf null gefallen. Nach einer Studie des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung der Bundesagentur für Arbeit (IAB) stagniert die Wirtschaftsleistung pro Arbeitnehmer hierzulande seit Jahren und ist niedriger als vor der Finanzkrise.⁶

Man kann die Bedeutung der Produktivität gar nicht genug betonen. Jeder Wohlstandszuwachs setzt eine steigende Produktivität voraus. Fehlt diese, so kommt es zu Verteilungskonflikten, Frustration und politischen Spannungen. Vor allem fehlt dann den Gesellschaften die Kraft, die vielen ungelösten Fragen vom Kampf gegen den Klimawandel bis zur Finanzierung des Sozialstaats zu lösen.

Aggressivste geldpolitische Maßnahmen

Die Entwicklung der Geldpolitik ist das wohl alarmierendste Zeichen dafür, dass in den zehn Jahren seit der Finanzkrise etwas nicht richtig gelaufen ist. Seit 2009 sind die Bilanzen der Notenbanken der westlichen Welt von unter vier Billionen US-Dollar auf mehr als 16 Billionen US-Dollar explodiert. Die Zinsen sind deutlich zurückgegangen. Praktisch überall lagen sie Ende 2019 unter dem Niveau von vor zehn

Jahren. Zwischenzeitliche Versuche, das Zinsniveau anzuheben, scheiterten rasch. Immer wieder waren die Notenbanken gezwungen, die Zinsen zu senken und das Ausweiten der Bilanzen fortzusetzen.

Nimmt man die zehnjährigen Staatsanleihen als Maßstab, so ergibt sich in der gesamten westlichen Welt ein ähnliches Bild. Die Zinsen lagen direkt nach der Finanzkrise bereits auf einem niedrigen Niveau. Trotzdem tendierten sie noch weiter nach unten. Fast überall auf der Welt waren sie Ende 2019 auf dem niedrigsten Stand – ein Ergebnis der Geldpolitik, aber auch ein Zeichen dafür, dass die Kapitalmärkte keine Hoffnung auf ein zukünftig höheres Wachstum hatten. Insbesondere die Eurozone ragte negativ heraus. Gab es 2009 für deutsche Staatsanleihen noch 3,37 Prozent und für französische 3,41 Prozent, so erbrachten beide mit negativen Zinsen Ende 2019 weniger als japanische Anleihen. Derart geringe Nominalzinsen hatte es in den letzten 5000 Jahren noch nie gegeben.⁷

Offiziell ging es den Notenbanken darum, deflationäre Gefahren abzuwenden und die Inflationsraten nach oben zu treiben. Gelungen ist das nicht. Im Gegenteil – wir müssen konstatieren, dass die Wirtschaft trotz massiver geldpolitischer Stimulation nicht an Fahrt aufnahm. Man kann es sich wie ein voll beladenes Flugzeug vorstellen, das trotz maximalen Triebwerksschubs nicht in der Lage ist, richtig an Höhe zu gewinnen. Das kleinste Luftloch kann da schon zu einem Absacken führen, was ziemlich rasch gefährlich wird.

Schulden, Schulden, Schulden!

Beladen ist das Flugzeug »Weltwirtschaft« mit einer Überlast an Schulden. Seit Mitte der 1980er-Jahre wachsen in der westlichen Welt die Schulden deutlich schneller als die Wirtschaft. Zunächst haben die Politiker die privaten Haushalte ermuntert, höhere Schulden aufzunehmen, um über die Folgen stagnierender Einkommen hinwegzutäuschen. Schon bald führten die anhaltend sinkenden

Zinsen zu einem allgemeinen Trend zu höherer Verschuldung. Diese Entwicklung wurde durch die Notenbanken angeheizt, die auf jede Turbulenz an den Finanzmärkten – vom Börsenkrach 1987 bis zur Finanzkrise 2009 – und jede Rezession in der Realwirtschaft immer mit einer Verbilligung des Geldes reagiert hatten, ohne nach der Intervention das Geld wieder ausreichend zu verteuern. Diese »asymmetrische Reaktion«, so die Beschreibung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), hat zwar geholfen, bestehende Schulden tragbarer zu machen, zugleich aber noch mehr Verschuldung und Risiken mit sich gebracht. Die Schuldner waren immer fester davon überzeugt, dass ihnen nichts mehr passieren könne.

2009 sah es so aus, als wäre diese Politik an ihrem Ende angelangt und es käme zur unausweichlichen Krise. Die Märkte brachen ein, denn bei immer mehr Schuldnern war es fraglich, ob sie überhaupt noch ihren Verbindlichkeiten nachkommen konnten. Nur mit nochmaligen massiven Interventionen gelang es den Notenbanken und Staaten, einen Kollaps des Finanzsystems und eine neue große Depression zu verhindern.

Dabei waren die Maßnahmen der Notenbanken seit 2009 – Aufkauf von Wertpapieren in Billionenhöhe und Senken der Zinsen bis nahe oder unter null (Japan, Eurozone) – nichts anderes als die Fortsetzung der vorangegangenen asymmetrischen Politik. Und sie hatten genau dieselben Nebenwirkungen: steigende Verschuldung und noch höhere Risiken. Nach Daten des Institute of International Finance stieg die globale Verschuldung im dritten Quartal 2019 mit 253 Billionen US-Dollar auf ein Allzeithoch von 322 Prozent des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (siehe Abbildung 1).

William White, früherer Chefvolkswirt der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel, der Notenbank der Notenbanken, und einer der wenigen, die die Finanzkrise frühzeitig vorhergesagt hatten, kritisiert diese Politik der Notenbanken schon lange. Aus seiner Sicht legen die Notenbanken mit ihren Maßnahmen »die Grundlage für den nächsten Zyklus aus Boom und Crash, getrieben von immer laxeren Kreditvergabestandards und immer mehr Verschuldung«.

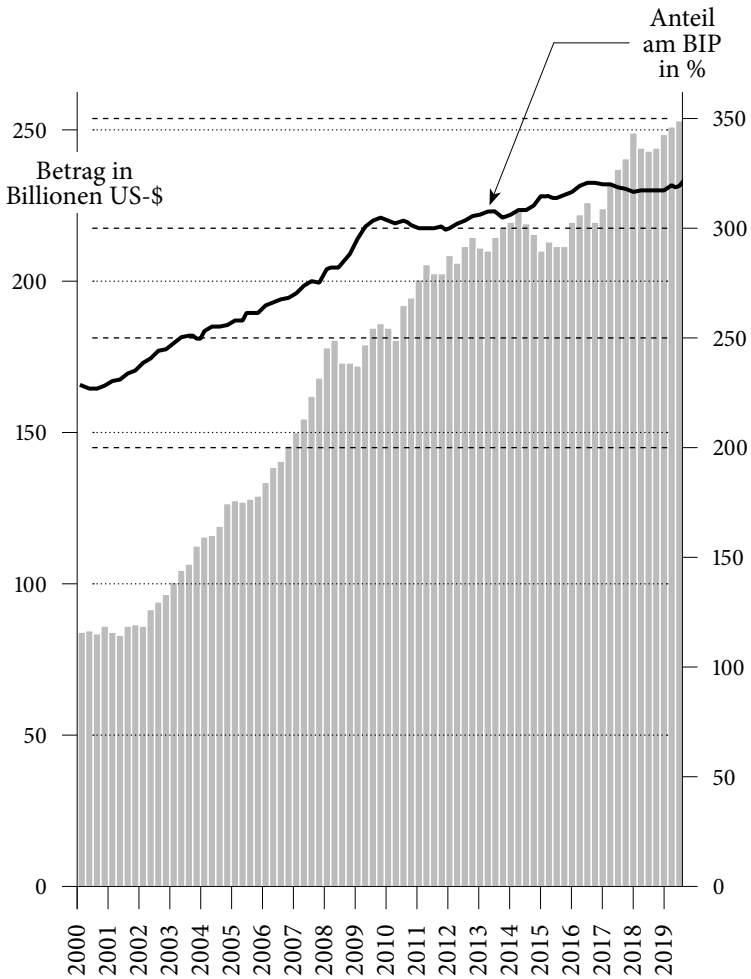


Abb. 1: Weltweite Verschuldung auf Rekordniveau

Quelle: IIF, © FT

Also eine Abfolge von künstlich angeheizten Aufschwüngen an den Finanzmärkten und in der Wirtschaft, gefolgt von immer tieferen Abstürzen, die wiederum mit dem Absenken der Kreditvergabestandards und noch höherer Verschuldung bekämpft werden.⁸