

**M**oritz Schularick hat einen Beweis dafür, dass er das jüngste Bankenbeben erahnt hat. Ein Kartenhaus aus Geldscheinen zielt das Cover seines neuen Buchs „Leveraged“. Es geht um die Fragilität des globalen Finanzsystems. Es ist früh am Morgen in New York, Schularick löffelt noch seinen Joghurt, als er seine Laptop-Kamera für das Handelsblatt-Interview einschaltet. Der Bonner Ökonom, der ab Sommer Präsident des Instituts für Weltwirtschaft wird, ist derzeit auf Tour für sein Buch. Das Werk erschien im Dezember. Zweieinhalb Monate später sollte die Silicon Valley Bank eine Bankenkrise auslösen, wie es sie seit 2008 nicht mehr gab.

**Herr Schularick, erst die Silicon Valley Bank, dann die Credit Suisse – und zuletzt erlitt auch die Deutsche Bank einen Vertrauensverlust an der Börse. Droht uns die nächste Finanzkrise?**

Die Probleme liegen anders als 2008. Damals gab es massive Kreditrisiken und Ausfälle nach dem Zusammenbruch des amerikanischen Immobilienmarkts. Ausfallrisiken dieser Dimension sind derzeit nicht erkennbar. Aber viele Banken haben aufgrund der höheren Zinsen massive Wertverluste auf langfristige Anleihen in den Büchern. Wenn sie diese Anlagen zu heutigen Preisen verkaufen müssten, wäre die eine oder andere Bank in einer ähnlichen Situation wie die Silicon Valley Bank. Der Kollaps insbesondere der Credit Suisse ist aber anders gelagert. Da kriselte es schon seit Jahren aufgrund von Skandalen und Verlusten im Geschäft mit Hedgefonds.

**Hat es Sie erstaunt, dass die Vertrauenskrise eine solche Dimension erreichen konnte?**

Schon ja. Ich habe wie viele andere auch gedacht, dass die Banken ihr Zinsrisiko besser managen. Die Banken haben immer gejamert, dass die Zinsen zu niedrig sind. Dann steigen die Zinsen und die Banken sind in der Krise. Ich hätte auch erwartet, dass das regulatorische System besser greift. Doch die Erfahrungen aus 2008 haben offenbar nicht dazu geführt, die eigentlichen Probleme zu lösen.

**Was sollten wir diesmal besser machen?**

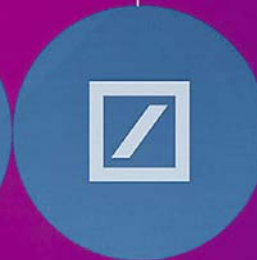
Die üblichen Diskussionen gehen ja schon wieder los: Einlagen höher besichern, Eigenkapitalvorschriften ausbauen, Bankenüberwachung erweitern. Das ist auch alles richtig, aber der Kern des Problems ist ein anderer. Dass bröckelndes Vertrauen und kurzfristige Panik ganze Banken kollabieren lassen können, ist doch ein altbekanntes Problem. Das zeigt, dass es offenbar nicht reicht, einfach nur die Mauern etwas höher zu ziehen. Wir müssen uns fragen, ob unsere Mauern aus dem richtigen Material sind.

**Das heißt konkret?**

Die Verschuldung insbesondere der privaten Haushalte, aber auch der Unternehmen und der Staaten, ist in den letzten Jahrzehnten enorm gestiegen. Wir wälzen einen riesigen Schuldenberg vor uns her, der zum großen Teil kurzfristig refinanziert werden muss. Sobald es eine kleine Störung gibt, wackelt das ganze System und muss von den Zentralbanken mühsam zusammengehalten werden. Wir müssen ehrlich sein: Das enorme Wachstum der Finanzmärkte in den letzten Jahrzehnten hat zu mehr Instabilität geführt. Wir leben in einer Zeit latenter Finanzkrisen. Das heißt, wir müssen uns darüber Gedanken machen, ob unser Finanzsystem in jetziger Form zukunftsträchtig ist. Eine Option könnte sein, dass wir in Zukunft alle einfach ein Konto bei der Zentralbank haben. Eine andere wären sogenannte „narrow banks“, die mit den Einlagen der Haushalte nur kurzfristige sichere Staatsanleihen kaufen können.

**Das klingt eher nach Revolution als nach Reform ...**

Vielleicht, aber unser jetziges System ist sehr krisenanfällig, und das verursacht große Kosten, da muss man über Alternativen nachdenken. Es geht ja zunächst um die Überlegung, ob die Grundstrukturen unseres Finanzsystems angesichts der technologischen Möglichkeiten noch optimal sind. Immerhin stammen sie aus dem 19. Jahrhundert. Heute sind andere Dinge möglich. Das gilt zum Beispiel auch für Stabilisierungspolitik und Krisenhilfen des Staates. Für die hätten wir einen direkten Kanal, wenn es eine direkte Finanzverbindung zwischen Haushalten und der Zentralbank gäbe.



**Handelsblatt Insight**  
— Moritz Schularick —

# „Wir leben in einer Zeit latenter Finanzkrisen“

Der designierte Chef des Instituts für Weltwirtschaft hat radikale Reformideen für das Bankensystem und fordert neue Ansätze im internationalen Handel. Der riesige Schuldenberg bringe bei jeder kleinen Störung das System ins Wanken.

**Ein solcher Schritt wäre das Ende unseres Geldschöpfungssystems. Bislang haben die Zentralbanken nur das Monopol für Bargeld. Das übrige Geld, also Giralgeld, schöpfen die Banken, indem sie Kredite vergeben. Was würde Ihre Idee für die Kreditversorgung der Wirtschaft bedeuten?**

Die Banken könnten weiterhin Kredit vergeben, sie müssten sich nur auf eine andere Weise finanzieren. Klar, das könnte für die Banken teuer werden. Aber zurzeit haben wir ein System, in dem Banken drei Prozent Zinsen auf risikolose Einlagen bei der EZB kassieren, während sie selbst so gut wie keine Zinsen an ihre Einleger auszahlen. Passt diese Subventionierung durch den privilegierten Zugang zur Zentralbank wirklich noch in die Zeit? Die Banken werden natürlich alles dagegen tun, ihre zentrale Stellung aufzugeben. Technologisch wäre ein Zentralbank-Kontensystem vor einigen Jahren noch gar nicht möglich gewesen. Das ist heute anders. Warum sollte man dann nicht darüber nachdenken? Es würde verhindern, dass wir in jeder Krise noch größere Risiken im Bankensektor schaffen.

**Sie meinen den Fakt, dass mit der Zwangsfusion der Credit Suisse und der UBS ein neuer Gigant mit staatlichen Garantien geschaffen wird?**

Es ist ein übliches Muster in Krisen, das zeigt auch meine jüngste Forschung: Die Großen schlucken die Kleinen, und zwar nicht, weil die Großen vor der Krise weniger Risiken eingehen, im Gegenteil. Sie können sich aber auf die rettende Hand des Staates verlassen. Das ist langfristig eine fatale Entwicklung. Denn irgendwann haben wir dadurch Banken, die nicht nur ‚too big to fail‘, sondern auch ‚too big to be saved‘ sind.

**Dafür kann sich eine Großbank leichter gegen Risiken absichern ...**

In der Theorie vielleicht. In der Praxis läuft es so, dass die Megabanken so groß sind, dass sie in ihren Büchern vor allem nicht diversifizierbare Marktrisiken wie etwa Immobilienkredite oder aktuell eben Zinsrisiken haben, die letztlich der Staat beziehungsweise die Zentralbank versichert. Megabanken sind keine gute Idee. Der Steuerzahler zahlt letztlich die Rechnung zweifach. Einmal über weniger Wettbewerb und dann über immer größere Rettungspakete.

**Inwiefern haben große Banken all diese Risiken?**

Ihr Portfolio ist vom Volumen so groß, dass sie zwangsläufig die gleichen Anlageklassen halten. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sie Papiere haben, die alle im gleichen Moment abrutschen. Bestes Beispiel sind die Hypotheken. Brechen die Immobilienpreise ein, bekommen alle Großbanken zur gleichen Zeit ein Problem. In Deutschland würde das zusätzlich auch noch die eine oder andere Sparkasse betreffen.

**Aber um das zu beheben, braucht es doch keinen radikalen Kurswechsel, sondern vernünftige Risikoregulierung.**

Das haben wir jetzt wiederholt probiert. Aber man muss auch realistisch sein. Wenn es Banken und Aufsichtern nicht gelingt, ein letztlich so klares Risiko wie das einer Zinsänderung abzuschätzen, dann haben wir ein Problem. Das US-Bankensystem sitzt nach Schätzungen aktuell auf bis zu 2000 Milliarden Dollar Verlusten infolge des Kursverfalls von langfristigen Anleihen. Das entspricht in etwa dem gesamten Eigenkapital des US-Bankensystem. Anders gesagt: Wenn die US-Banken diese Verluste realisieren müssten, wäre kein Eigenkapital übrig. Aber selbst wenn die Banken die Anleihen nicht verkaufen und zehn Jahre warten, bis die Anleihen fällig werden: Sobald sie auf Einlagen höhere Zinsen zahlen müssen, als sie auf diese Anlagen bekommen, verlieren sie Geld. Angesichts solcher Schiefenlagen zu sagen, dass wir nur an der einen oder anderen Stelle nachkorrigieren müssen, aber im Großen und Ganzen alles in Ordnung ist, scheint mir naiv.

**Auslöser dieser Krise ist letztlich die Rückkehr der Inflation und die Zinswende. Wie beurteilen Sie das Krisenmanagement der Notenbanken?**

Ich habe schon im letzten Jahr gesagt, dass die zentrale Frage ist, ob es den Zentralbanken gelingt, die Inflationsraten schnell runterzubringen, ohne einen Finanzcrash zu verursachen. Das ist nicht gelungen. In einer Welt mit hoher Verschuldung gibt es eine implizite Zinsobergrenze. Wenn die überschritten wird, fängt das Haus an zu wanken. Die Fed und die EZB müssen sich jetzt genau überlegen, wie weit sie die Zinsen noch anheben können. Die Lage bleibt kritisch. Neben dem Zinsschock gibt es jetzt auch noch

”

Man muss mit der Volksrepublik im Gespräch bleiben, aber aus einer Position der Stärke.



einen Schock für die Finanzierungskonditionen von Haushalten und Unternehmen. Daraus könnte eine Kreditklemme entstehen mit deutlichen Folgen für das Wachstum.

#### **EZB-Chefin Christine Lagarde sagt, es gebe keinen Zielkonflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Finanzstabilität. Stimmt das?**

Das würde ich anders sehen. Meine jüngeren Forschungen zeigen etwa, dass das Finanzrisiko dann am größten ist, wenn nach langer Zeit niedriger Zinsen die Zentralbank schnell die Zinsen anhebt. Erst recht dann, wenn es eine Zinsentwicklung gibt, wie wir sie in den USA gesehen haben. Dort ist der Leitzins innerhalb kurzer Zeit von null auf fünf Prozent gestiegen. Dann sind wir schnell in einer Lage, wo die Zentralbank zwischen der Pest der Finanzinstabilität und Cholera der Inflation wählen muss. Am Ende wird sich jede Zentralbank sehr genau überlegen, ob es das Risiko wert ist, die Inflationsrate ein bisschen schneller zu senken, wenn dann die Stabilität des Finanzsystems auf dem Spiel steht.

#### **Wo sehen Sie noch Risiken im Finanzsystem?**

Im Bereich der Gewerbeimmobilien gibt es erhebliche Risiken. Da braut sich etwas zusammen. Man kann sich ja ausmalen, was es bedeutet, wenn innerhalb kürzester Zeit die Zinsen für Hypothekenkredite von einem auf vier Prozent steigen.

#### **Wir erleben nicht nur eine Krise im Bankensektor. Geopolitische Konflikte stellen auch unser globales Handelssystem infrage. Überall ist jetzt von einer Stärkung der heimischen Produktion die Rede. Auf wie viel Kostenvorteile durch internationalen Handel müssen wir verzichten, um mehr Resilienz zu schaffen?**

Wir sollten so viel globale Arbeitsteilung wie möglich bewahren. Aber wir werden in Zukunft auch darauf achten müssen, dass keine Abhängigkeiten entstehen, die uns außen- und sicherheitspolitisch die Hände binden.

#### **Das müssen Sie erklären.**

Beispiel Russland: Wegen unserer vermeintlichen Abhängigkeit vom russischen Gas waren wir erpress-

### Vita

**Der Ökonom** Moritz Schularick lehrt am Institut für Makroökonomik und Ökonometrie der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn. Seine Laufbahn beinhaltet Stationen in Paris, London, Berlin, Cambridge, New York und Bonn. Schularick bringt in seiner Finanzmarktfor schung Wirtschaftswissenschaft und Historik zusammen.

**Der Präsident** Nach langen Verhandlungen hat Schularick zugesagt, die Präsidentschaft am Kiel Institut für Weltwirtschaft zu übernehmen. Es ist eines der sieben großen Leibniz-Institute in Deutschland. Zuvor wollte ihn schon das Leibniz-Institut für Finanzmarktfor schung in Frankfurt zum Leiter machen. Dort sagte er ab.

bar und sind bei der Unterstützung der Ukraine vorsichtiger gewesen als angemessen. Die von der Politik empfundene Abhängigkeit von Russland hat unsere außenpolitische Handlungsfähigkeit eingeschränkt.

#### **Das hört sich sehr globalisierungsskeptisch an.**

Nein, ich bin kein Globalisierungsskeptiker: Im Gegenteil. Resilienz entsteht gerade auch durch mehr Globalisierung, weil wir global diversifizieren können. Wir müssen trotzdem lernen, politische gefährliche Abhängigkeiten zu vermeiden.

#### **Das heißt, wir müssen auf die Effizienzgewinne durch die Globalisierung verzichten?**

Ich denke, es geht eher darum, die Risiken der Interdependenz auch richtig zu bepreisen. Geht etwas schief, wie im Falle Russlands, entstehen große Kosten für das Land. Werden die von denen getragen, die zuvor von der wachsenden Abhängigkeit profitiert haben? Wir werden uns zudem intellektuell damit auseinandersetzen müssen, wie Weltwirtschaft und Weltpolitik miteinander zusammenhängen. Wir haben uns das Leben seit Ende des Zweiten Weltkriegs zu leicht gemacht: Wir sind im Kielwasser der USA gefahren und haben Außenwirtschaftspolitik als Wirtschaftsförderungspolitik verstanden.

#### **Der Kanzler spricht in diesem Zusammenhang von „Zeitenwende“. Haben Sie den Eindruck, dass diese auch in der Wirtschaft angekommen ist: BASF und VW wollen weiter in China investieren. Muss der Staat eingreifen?**

Der Staat muss da eingreifen, wo privatwirtschaftliche Werten auf Länder und Märkte, die nicht zum Freundeskreis Europas gehören, systemisch relevant werden. Es muss verhindert werden, dass uns solche Länder, beziehungsweise die Firmen, die dort aktiv sind, erpressen können.

#### **In Deutschland gab es immer das Credo „Wandel durch Handel“. Ist das Konzept gescheitert?**

Es ist nicht grundsätzlich falsch, aber nur eine Seite der Medaille. Man darf an dem Punkt nicht aufhören nachzudenken. Die Sache ist komplizierter. Es gibt zum Beispiel empirische Forschung, die zeigt, dass bilaterale Konflikte bei zunehmender Globalisierung

wahrscheinlicher werden. Warum? In einer globalisierten Wirtschaft ist ein Land nicht mehr auf seine Nachbarn angewiesen, weil es ja mit dem Rest der Welt handeln kann. Das kann dazu führen, dass bilaterale Konflikte eher zu- als abnehmen. Globalisierung kann also Konflikte auch wahrscheinlicher machen. Zudem können Abhängigkeiten als Waffen verwendet werden, das hat uns Wladimir Putin ja unlängst gezeigt.

#### **Gerade bei China gab es immer die Hoffnung, dass die wachsende Verflechtung auch zu einer politischen Öffnung des Landes führen würde. Muss gerade die deutsche Politik hier wie in der Russlandpolitik die vollständige Wende einleiten?**

China ist ein ganz schwieriger Fall. Ohne Zweifel sind dort viele Dinge in die völlig falsche Richtung gelaufen in den vergangenen Jahren. Das Land wurde immer autokratischer, und die Regierung hat Menschenrechte verletzt. Auch das immer lauter werdende Säbelrasseln gegenüber Taiwan ist bedrohlich. Aber wir brauchen China beim Klimawandel und in anderen globalen Fragen, etwa in der Entwicklungspolitik. Wir können die älteste Kulturturnation der Welt nicht einfach links liegen lassen, wie das zumindest bei Russland oder dem Iran wirtschaftlich möglich ist. Man muss mit der Volksrepublik im Gespräch bleiben, aber aus einer Position der Stärke.

#### **Das heißt, wir müssen uns von dem aggressiven Chinakurs der USA emanzipieren?**

Für die USA geht es da sicher noch um eine andere Rivalität, als das für Europa der Fall ist. Wir müssen in jedem Fall aufpassen, dass nicht alle Wege in eine zunehmende Eskalation führen.

#### **China hat gezeigt, dass entgegen westlicher Glaubenssätze ökonomischer Erfolg auch ohne Freiheit denkbar ist. War das für Sie eine Überraschung?**

Zunächst: Das chinesische Wirtschaftswunder hat zuletzt herbe Rückschläge hinnehmen müssen. Das Modell als Werkbank für die Weltwirtschaft ist an sein Ende gekommen, das Finanzsystem wankt ...

#### **... das ändert aber nichts daran, dass das staatskapitalistische System mehrere Dekaden überaus erfolgreich war.**

Natürlich war der ökonomische Aufstieg der vergangenen 30 Jahre atemberaubend. Eine riesige Bevölkerung mit großem Arbeitsethos – das hätte vielleicht auch mit anderen Modellen funktioniert. Vor fünf Jahren hätte ich vielleicht noch gedacht, da kann auch der Westen etwas lernen. Jetzt, wo der Nationalismus immer mehr als Ersatzreligion für das schwächelnde Wachstumsnarrativ dient, sind die Zweifel größer.

#### **Auch im Westen wächst der Wunsch nach einer eher planwirtschaftlichen Industriepolitik: Die USA investieren mit ihrem Inflation Reduction Act (IRA) mehrere Hundert Milliarden Dollar, jetzt wollen die Europäer da auch nachziehen. Übernehmen wir nicht längst einen Teil des Glaubens an eine Staatswirtschaft?**

Es gibt unter engen Bedingungen gute Argumente für eine intelligente Industriepolitik. Natürlich besteht im Zusammenhang mit dem IRA die Gefahr, dass Unternehmen die Lage jetzt nutzen und Subventionen für Investitionen einfordern, die sie ohnehin umsetzen würden. Wenn uns allerdings die grüne Transformation in den nächsten ein oder zwei Jahrzehnten so wichtig ist, sollten wir auch bereit sein, neue Wege zu gehen. Wege, von denen wir wissen, dass sie möglicherweise nicht die effizientesten sind, uns dafür aber vielleicht schneller ans Ziel bringen. Ich habe Zweifel, dass der Weg über eine CO<sub>2</sub>-Bepreisung allein ausreicht.

#### **Das ist jetzt ein Plädoyer für Subventionen?**

Nein, es geht mir nur um den Blick fürs Wesentliche. Nehmen Sie an, wir haben bis 2035 in der ökologischen Transformation einen riesigen Sprung nach vorn gemacht. Und dann kommt jemand und sagt uns, wir hätten das Ganze ein oder zwei Prozent des BIP günstiger haben können, wenn auch mit größeren politischen Risiken – würden wir dann wirklich sagen: Mist, wir haben es komplett falsch gemacht? Ich denke, bei einer solchen Aufgabe muss man auch mal Experimente machen und ins Risiko gehen.

#### **Herr Schularick, vielen Dank für das Interview.**

Die Fragen stellten Jens Münchrath und Julian Olk.