



KOMMENTAR ZU WIRTSCHAFT UND POLITIK 15/12/2017

## Zombifizierung und Geldpolitik

von NORBERT F. TOFALL

- Von Zombie-Unternehmen dürfte keine Lohn-Preis-Spirale ausgehen.
- In Deutschland würden laut einer Creditreform-Studie fast 20 Prozent der Unternehmen eine Zinserhöhung um 3 Prozentpunkte - oder einen Zinsanstieg um 1,5 Prozentpunkte bei einem gleichzeitigen Gewinnrückgang um 20 Prozent - nicht überleben.
- Es ist fraglich, ob EZB-Präsident Mario Draghi eine Zinswende, die diesen Namen auch verdient, einleiten wird, wenn dadurch allein in Deutschland 20 Prozent der Firmen in die Insolvenz geraten könnten.

Unser Finanz- und Wirtschaftssystem ist durch die vielfältigen Rettungsmaßnahmen der Zentralbanken und Staaten nicht stabiler geworden, sondern fragiler. Durch die künstliche Unterdrückung von Volatilität, ökonomischen Anpassungen und „schöpferischer Zerstörung“ wurden die sichtbaren Anzeichen für Risiken ausgeschaltet, nicht jedoch die Risiken als solche vermindert. Unter der Oberfläche akkumulieren sich die stillen Risiken immer weiter.

Das hat dazu geführt, dass selbst in Deutschland, welches im Vergleich mit anderen Euroländern glänzend dasteht, nach einer aktuellen Creditreform-Studie die Firmeninsolvenzen zwar auf dem niedrigstem Stand seit 1994 sind, aber 15,4 Prozent der 7400 analysierten Unternehmen keinen ausreichenden operativen Gewinn (vor Zinsen und Steuern) erwirtschaften, um die

laufenden Fremdkapitalzinsen zu finanzieren.<sup>1</sup> Das heißt, dass diese Unternehmen von der Substanz leben und ihr Kapital aufzehren.<sup>2</sup> Eine rechtzeitige ökonomische Bereinigung wurde durch die Null- und Niedrigzinspolitik und die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken verhindert. Der daraus folgende Prozess der Zombifizierung von Banken und Unternehmen ist – wie die geldpolitisch unverdächtige Studie von Creditreform belegt – nicht nur ein japanisches Problem, sondern

---

<sup>1</sup> Siehe REUTERS-REDAKTION: *Creditreform – Firmenpleiten auf niedrigstem Stand seit 1994*, Meldung vom 12. Dezember 2017, 11:38 Uhr, online abrufbar unter: <https://de.reuters.com/article/deutschland-insolvenzen-idDEKBN1E6141>

<sup>2</sup> Siehe allgemein FRIEDRICH AUGUST VON HAYEK: „Kapitalaufzehrung“ (1932), in: FRIEDRICH A. VON HAYEK: *Geld und Konjunktur, Band II: Schriften 1929 - 1969*, herausgegeben von Hansjörg Klausinger, Tübingen 2016, S. 193 – 215.



auch ein europäisches. Selbst in Deutschland würden laut Creditreform fast 20 Prozent der Unternehmen eine Zinserhöhung um 3 Prozentpunkte - oder einen Zinsanstieg um 1,5 Prozentpunkte bei einem gleichzeitigen Gewinnrückgang um 20 Prozent - nicht überleben.<sup>3</sup>

Dass diesen „Zombiefirmen“ auch jeglicher Spielraum für Lohnerhöhungen fehlt, liegt auf der Hand. Eine Lohn-Preis-Spirale wird von Zombies nicht ausgehen. Zudem ist fraglich, ob die EZB eine Zinswende, die diesen Namen auch verdient, einleiten wird, wenn dadurch allein in Deutschland 20 Prozent der Firmen in die Insolvenz geraten könnten. Die faulen Kredite in den Büchern der italienischen Banken belegen, dass die Zombifizierung von Banken und Unternehmen nicht nur ein deutsches Phänomen ist. Laut einer am 6. Dezember 2017 erschienenen Studie der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ist in Italien der Anteil der Zombiefirmen zwischen 2007 und 2013 von 7 Prozent auf 19 Prozent gestiegen.<sup>4</sup> Aktuellere Zahlen werden in der OECD-Studie leider nicht betrachtet. Es dürfte aber eher unwahrscheinlich sein, dass der Anteil seit 2013 signifikant gesunken ist.<sup>5</sup>

Das ökonomische Problem von Zombiefirmen besteht jedoch nicht nur darin, dass sie selbst nicht rentabel sind und Kapitalaufzehrung bewirken. Da sie nicht vom Markt verschwinden, erschweren sie als künstlich am Leben erhaltene Konkurrenten neuen Firmen den Marktzutritt.

Darüber hinaus scheinen Zombieunternehmen die Investitionstätigkeit von Nicht-Zombie-Unternehmen zu behindern. Laut einer Simulationsrechnung der OECD hätten die Investitionen der Nicht-Zombie-Unternehmen im Jahr 2013 um 6 Prozent höher sein können, wenn der Anteil der Zombieunternehmen seit 2007 nicht gestiegen wäre.<sup>6</sup>

Zombieunternehmen sind für die OECD eine Hauptursache für sinkendes Produktivitätswachstum. Es bestehe ein großes Risiko, „that the increasing prevalence of zombie firms in some countries may depress creative destruction and contribute to a period of macroeconomic stagnation, just as in Japan during the 1990s.“<sup>7</sup>

Da die Ursachen für diese Lage in den vielfältigen staatlichen Rettungsprogrammen seit 2007/2008 und der ultralockeren Geldpolitik der Zentralbanken liegen, stellt sich die Frage, ob die Zentralbanken ernsthaft zu einem Ausstieg aus dieser Politik bereit sind. Denn obwohl immer deutlicher wird, dass die Zentralbanken nichts gerettet, sondern unsere ökonomischen Probleme durch Verschieben in die Zukunft sogar vergrößert haben, bestünde der erste Schritt eines Ausstiegs aus dieser Politik in der Einsicht, dass durch diesen massiven Interventionismus unser Finanz- und Wirtschaftssystem nicht stabiler, sondern fragiler geworden ist.

Die Zentralbanken glauben aber seit Jahren, alle Mittel zu haben, um jeden wirtschaftlichen Einbruch zu verhindern. Sie wollen die Zinsen nur so weit erhöhen, dass die Konjunktur im eigenen Land nicht gefährdet wird. Die Staatsschulden sollen finanzierbar bleiben. Kredite an Unternehmen sollen nicht so teuer werden, dass die Konjunktur abgewürgt wird. Die Börse soll

---

<sup>3</sup> Siehe REUTERS-REDAKTION: *Creditreform – Firmenpleiten auf niedrigstem Stand...* a.a.O.

<sup>4</sup> Siehe DAN ANDREWS; MÜGE ADALET MCGOWAN; VALENTINE MILLOT: *Confronting the Zombies: Policies for Productivity Revival*, OECD Economic Policy Paper No. 21, Dezember 2017, S. 10; online abrufbar unter: [http://www.oecd-ilibrary.org/economics/confronting-the-zombies\\_f14fd801-en](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/confronting-the-zombies_f14fd801-en)

<sup>5</sup> Weitere Länder siehe ebenda S. 11.

---

<sup>6</sup> Siehe ebenda, S. 13.

<sup>7</sup> Ebenda S. 13.



nicht unter Druck geraten. Und die Auswirkungen auf den Wechselkurs spielen auch eine Rolle. Das Problem besteht nicht nur darin, alle diese Ziele gleichzeitig unter einen Hut zu bringen. Das noch größere Problem ist, dass der Handlungsspielraum der Zentralbanken begrenzt ist, wenn sie diese wirtschaftspolitischen Ziele, die jenseits der eigentlichen geldpolitischen Ziele liegen, erreichen wollen.

Während Paul Volcker als US-Fed-Chef Ende der 1970er ohne Rücksicht auf die heute überhöhten stabilitätspolitischen Ziele die Leitzinsen auf zeitweise über 20 Prozent erhöhte und damit eine bereinigende Rezession auslöste, meinen die heutigen Zentralbanker, dass Zinsen nur erhöht werden können, wenn die notwendigen Bereinigungen schon umgesetzt worden sind. Damit spannen sie aber den Wagen vor das Pferd. Denn da aufgrund der Null- und Negativzinsen kaum jemand gezwungen ist, schmerzhaftere Bereinigungen durchzuführen, werden Probleme nur verschleppt. Weitere Zombifizierungen dürften die Folge sein.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2017 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 15. Dezember 2017