

Die Geld- und Schuldenblase: wie geht es weiter?

Christian Kreiß

Fragestellung

Die Weltwirtschaft ist 2020 so stark eingebrochen wie noch nie seit 1945. Das Welt-Sozialprodukt ging um etwa 4,4 Prozent auf ca. 84 Billionen (84.000 Milliarden) US-Dollar zurück. Gleichzeitig sind die Schulden um etwa 20 Billionen auf ungefähr 277 Billionen Dollar Ende 2020 gestiegen. Die führenden westlichen Notenbanken haben 2020 frisches Geld in nie ungeheurem Umfang gedruckt. Steigende Schulden, steiler Anstieg der Geldmenge bei sinkender Wirtschaftskraft: Wie sollen die Schulden jemals zurückgezahlt werden? Wie soll der Geldwert stabil bleiben? Wie soll das alles gutgehen? Was kommt da auf uns zu?

Die Entwicklung der Geld- und Schuldenmenge

Seit Beginn der letzten Finanzkrise 2007 hat sich die Geldmenge in den Industrieländern in einem Ausmaß erhöht, das bis vor Kurzem allen Ökonomen als Irrsinn erschienen wäre. Praktisch alle führenden Notenbanken der westlichen Welt haben die Geldnotenpresse in historisch nie dagewesenen Umfang angeworfen und frisches Geld gedruckt. Die US-Fed hat die Geldmenge seit 2007 etwa verneunfacht¹, die EZB versiebenfacht², die Bank of England verneunfacht³, die Bank of Japan vervierfacht⁴, die Bank of Canada versechsfacht⁵, die Reserve Bank of Australia versechsfacht⁶. Selbst die konservative schweizerische Notenbank hat die Geldmenge verachtacht⁷.

Der Gelddruckprozess erfolgte im Wesentlichen in zwei Wellen. Die erste Welle, um die Auswirkungen der Finanzkrise 2007/9, die zweite Welle, um die Folgen der Lockdownpolitik 2020/21 auf die Realwirtschaft so gut wie möglich abzufedern, das heißt, Wirtschaftsschrumpfung und Arbeitslosigkeit so stark wie möglich einzudämmen. Ohne das massive Aufblähen der Geldmenge, das Überfluten der Banken, Regierungen und großen Unternehmen mit Liquidität wäre die Wirtschaft sowohl nach 2007 wie 2020/21 sicherlich sehr viel schlimmer abgestürzt, als sie es tatsächlich tat. So gesehen war das Gelddrucken ein großer Erfolg. Es kam weder nach 2007 noch 2020 zu einer sich selbst verstärkenden Wirtschaftsdepression. Die Notenbanken haben die Lektion der Jahre 1929 bis 1932 gelernt. Damals wurde kein frisches Geld gedruckt, die Zinsen nicht auf Null gesenkt, was die Welt in eine vieljährige Deflation, Depression, Massenarbeitslosigkeit und schließlich Krieg gestürzt hat.

Aber nicht nur die Geldmenge hat in den letzten 14 Jahren dramatisch zugenommen. Auch die Schulden, insbesondere die Staatsschulden, sind im Zuge der Lockdowns 2020 in einem fast nie dagewesenen Umfang gestiegen. Vom dritten Quartal 2019 bis zum dritten Quartal 2020 sind die Schulden weltweit um 20 Billionen Dollar (20.000 Milliarden) gestiegen, das entspricht knapp einem Viertel des Weltsozialprodukts. Für Ende 2020 werden die Weltschulden auf 277 Billionen Dollar geschätzt.⁸ Bei einem Welt-Sozialprodukt von etwa 84 Billionen Dollar

¹ <https://tradingeconomics.com/united-states/central-bank-balance-sheet>

² <https://tradingeconomics.com/euro-area/central-bank-balance-sheet>

³ <https://tradingeconomics.com/united-kingdom/central-bank-balance-sheet>

⁴ <https://tradingeconomics.com/japan/central-bank-balance-sheet>

⁵ <https://tradingeconomics.com/canada/central-bank-balance-sheet>

⁶ <https://tradingeconomics.com/australia/central-bank-balance-sheet>

⁷ <https://tradingeconomics.com/switzerland/central-bank-balance-sheet>

⁸ World Economic Forum 14.12.2020: <https://www.weforum.org/agenda/2020/12/global-debt-gdp-covid19/>

entspricht das ungefähr 330 Prozent der Weltwirtschaftskraft.⁹ Sollten also alle Schulden zurückgezahlt werden, so müssten alle Werktätigen der Welt fast dreieinhalb Jahre lang ohne Lohn und Gehalt arbeiten und alle Wertschöpfung an die Gläubiger abgeben.

Da etwa die Hälfte der Finanzvermögen auf die oberen ein Prozent der Erdbevölkerung entfallen, hieße das konkret, dass die unteren 90 Prozent der Welt über eineinhalb Jahre ohne Einkommen arbeiten müssten, um den oberen ein Prozent ihre Ausleihungen zurückzuzahlen. Also mit ein wenig gesundem Menschenverstand betrachtet ist das einfach unmöglich. Als ehemaliger Investmentbanker heißt das für mich: Es wird zu ziemlich hohen Schuldenausfällen kommen. Kurz: Die Schulden können auf keinen Fall auch nur annähernd in voller Höhe zurückgezahlt werden, wir leben in einer ziemlich großen Schuldenblase.

Geld- und Schuldenberg ist nicht mehr durch die Wirtschaftskraft gedeckt

Geld, sei es in Form von einem Geldschein oder auf dem Girokonto ist ein Anspruch auf eine zukünftige reale Wirtschaftsleistung. Konkret: Wenn ich einen 10-Euro-Schein in der Hand habe (oder auf dem Girokonto), so glaube ich, dass ich mir in Zukunft den Gegenwert dieser 10 Euro in eine reale Wirtschaftsleistung eintauschen werde können, sei es in Pizza oder einen Haarschnitt. Das Gleiche gilt für einen Schuldschein. Wenn ich ein Schuldpapier habe, sei es ein Sparbuch, eine Staatsanleihe oder eine Unternehmensanleihe, so glaube ich, dass ich mein verliehenes Geld vom Schuldner später zurückbekomme und ich mir als Gegenwert Pizza oder einen Haarschnitt dafür kaufen kann. Alles Geld und alle Schulden beruhen also auf einem Glauben, (das Wort Kredit kommt vom lateinischen credere, glauben), auf Vertrauen.

Nun ist der Geldberg in den letzten 14 Jahren aber grob sieben- bis achtmal so stark gestiegen wie die reale Wirtschaftskraft und auch die Schulden sind deutlich stärker gestiegen als die Wirtschaftsleistung. Mit anderen Worten: Den Geldscheinen steht heute nicht mehr annähernd so viel reale Wirtschaftskraft gegenüber wie früher und auch den Schuldpapieren stehen deutlich weniger reale Güter gegenüber als zuvor. Die Inhaber der Geld- und Schuldpapiere glauben aber offenbar immer noch, dass sie eines Tages ihr Geld real zurückbekommen und in reale Wirtschaftsgüter umtauschen können. Das ist aber längst eine Illusion, ein Irrglaube.

Das ganze ungehemmte Geldausgeben der Bundesregierung (und vieler anderer Regierungen) über neue Schulden, die dann wieder zum guten Teil von der Notenbank durch frisches Geld drucken finanziert werden, beruht darauf, dass Menschen, die vorher Geldguthaben oder Schuldscheine, beispielsweise Ersparnisse, hatten, teilweise enteignet werden. Denn jeder neue Geld- oder Schuldschein, der dazukommt, ohne dass sich die reale Wirtschaftskraft erhöht, entwertet ein klein wenig die bestehenden Geld- und Schuldscheinbestände. Das liegt daran, dass mit jedem neuen Geld- oder Schuldschein die Anspruchsrechte auf die realen Wirtschaftsgüter steigen. Die Leute merken das aber nicht sofort, weil es ein schleichender Prozess ist.

Dem frisch gedruckten Geld und dem steigenden Schuldenberg steht aber keine steigende Wirtschaftsleistung gegenüber. Im Gegenteil ist die reale Wirtschaftskraft 2020 dramatisch um etwa 4,4 Prozent zurückgegangen.¹⁰ Das ist der stärkste Weltwirtschaftsabsturz seit Kriegsende. Zum Vergleich: nach der Finanzkrise ging die Weltwirtschaftskraft 2009 nur um 1,7 Prozent zurück.¹¹ Kurz: Es wurden 2020 enorm viele neue Papiere in die Welt gebracht, die einen Anspruch auf eine Wirtschaftsleistungen darstellen, die gar nicht vorhanden ist. Viele

⁹ 277 geteilt durch 84 ist gleich 3,3

¹⁰ [https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_\(nominal\)](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_(nominal))

¹¹ <https://www.worldometers.info/gdp/#gdpyear>

Geld- und Vermögensinhaber leben also in einer Illusion, dem Irrglauben, dass ihre Geld- und Anleihedepots noch voll werthaltig sind. Das sind sie aber schon längst nicht mehr. Wir leben in einer Welt von Zombie-Gläubigern.

Was heißt das für unsere Zukunft?

1. Einfach immer weiter die Zinsen auf Null lassen und immer weiteres Geld drucken durch die Notenbanken?

Was spricht eigentlich dagegen, die Notenbankzinsen über die nächsten Jahrzehnte, ebenso wie in den letzten etwa 13 Jahren, einfach auf Null zu lassen und weiterhin Geld zu drucken, indem Anleihen von den Notenbanken gekauft werden, wie es seit 2007 geschieht? Wird das einfach unsere neue Normalität? Wo ist das Problem?

Wenn Anleger oder Investoren auf Dauer keine oder fast keine Zinsen mehr für Anleihen oder Spargbücher bekommen, werden sie nach und nach ausweichen auf andere Anlagearten, vor allem Immobilien und Aktien. Aktien- und Immobilienfonds sowie Aktienindizes wie der DAX oder der S&P 500 sind Anlagearten ohne zeitliche Begrenzung. Denn wenn einzelne Aktien aus einem Fonds oder Index herausfallen, sei es, weil das Unternehmen pleitegeht oder weil die Aktie zu stark gefallen ist, wird sie sofort durch eine andere Aktie ersetzt. Das gleiche gilt für einen Immobilienfonds. Alte Immobilien werden ständig durch neue ersetzt, der Immobilienbestand als solcher aber bleibt. Ökonomen bezeichnen die aus solchen Fonds oder Indizes fließenden Zahlungen das als unendliche Renten.

Es gibt eine mathematische Formel, wie unendliche Renten bewertet werden: Der Wert heute ist gleich dem Ertrag (in Form von Dividenden bzw. Miete oder Pacht) geteilt durch den langfristigen Zinssatz. Wenn der Nenner (der Zinssatz) auf Dauer bei oder nahe Null bleibt, heißt das, dass der Wert von Aktien und Immobilien gegen Unendlich gehen wird. Die Formel arbeitet nicht über Nacht, sondern wirkt langfristig. Wenn die Anleger wirklich glauben, dass der Zins langfristig bei Null bleibt, dann werden die Aktien- und Immobilienpreise in den Himmel schießen, sprich stark überproportional wachsen im Vergleich zur Wirtschaftskraft und den Masseneinkommen.

Und genau das können wir in den letzten Jahren beobachten. Allmählich setzt sich bei den Anlegern offenbar immer mehr die Einschätzung durch, dass die Zinsen längerfristig sehr niedrig bleiben. Entsprechend steigen die Aktienkurse und Immobilienpreise, selbst bzw. gerade in Zeiten von Corona-Lockdowns. Denn gerade diese zwingen ja die Notenbanken dazu, die Zinsen weiterhin so niedrig zu halten.

Wo ist das Problem? Warum sollen Aktien und Immobilienpreise nicht einfach immer weiter und weiter überproportional steigen? Bei Immobilien sieht man es sofort: Wir bekommen ein Mietproblem. Mieten werden immer teurer, die Einkommen halten nicht mit. Solange die Immobilienpreise immer weiter steigen, werden auch die Mieten immer weiter steigen. Für Neueinsteiger, beispielsweise junge Familien, wird der Wunsch nach den eigenen vier Wänden immer unerschwinglicher. Aber auch für börsennotierte Aktienunternehmen haben überproportional immer weiter steigende Aktienkurse Auswirkungen: Die Vorstände werden gezwungen, immer höhere Gewinne zu erwirtschaften. Also auch der Gewinnmaximierungsdruck auf die Unternehmen und ihre Mitarbeiter nimmt zu.

Wenn die Zinsen also sehr sehr lange bei Null bleiben, kommt eine Immobilien- und Aktienblase, das heißt eine immer stärkere Überbewertung. Und eines Tages kommt eine

Bereinigung, möglicherweise ein Crash. Genau solche Entwicklungen gab es bereits mehrfach in der Wirtschaftsgeschichte, beispielsweise der japanische Immobiliencrash ab 1980, die spanische Immobilienblase 2007 oder die Bereinigung der New Economy Bubble ab März 2000.

Kurz: Langfristige Nullzins- und Anleiheaufkaufpolitik der Notenbanken führen zu einer asset bubble, einer Vermögensblase mit anschließender Bereinigungskrise. Auf Dauer können die Zinsen nicht bei Null bleiben, sonst laufen wir in Mietprobleme und einen Börsencrash.

2. Zinsen langsam wieder erhöhen, Geldmenge langsam wieder zurückführen und Schulden langsam abbauen?

Angesichts des momentanen Schuldenstandes im Verhältnis zur Wirtschaftskraft ist eine spürbare Reduzierung der Geldmenge, die nur bei einer gleichzeitigen Zinserhöhung stattfinden kann, unmöglich. In einigen Ländern belaufen sich die Staatsschulden auf über 100 Prozent der Wirtschaftsleistung. Wenn hier die (Real)- Zinsen auf, sagen wir 3 Prozent steigen, werden viele Länder, auch einige Industrieländer, zahlungsunfähig. Das gleiche gilt für viele Unternehmen und Privathaushalte. Einige Unternehmen – Stichwort Zombie-Unternehmen - und Haushalte haben solch hohe Schulden, dass ein nennenswerter Anstieg der Zinsen zu Masseninsolvenzen und Wirtschaftsdepression führen würde. Also: Wiederaufsaugen der frisch gedruckten Geldes durch die Notenbanken und eine signifikante Realzinserrhöhung gehen nicht, das würde zu einem Wirtschaftsabsturz führen.

3. Streichen der Staatsschulden?

Da ein großer Teil der Staats- und ein beachtlicher Teil von Unternehmensanleihen durch die EZB gehalten werden, wird immer wieder diskutiert, ob das Streichen dieser Schuld-papiere aus den Büchern der EZB eine Lösung wäre.¹² Das ändert aber nichts am Grundproblem. Um die Schuld-papiere anzukaufen, hat die EZB frisches Giralgeld geschöpft, das auf die Girokonten der Banken geflossen ist. Dieses frisch gedruckte Giralgeld ist da und bleibt da, auch wenn die Anleihen ausgebucht werden.

Letztlich bedeutet der Ankauf von Anleihen durch die Notenbank, dass konkrete Ansprüche von Gläubigern an ganz bestimmte Schuldner, also Staaten oder bestimmte Unternehmen, die die Anleihen herausgegeben haben, eingetauscht werden gegen allgemeine Ansprüche an das Sozialprodukt, weil man mit Geld ja einfach jederzeit alles kaufen kann, mit Anleihen nicht. Also wird der Glaube an die Rückzahlung durch einen konkreten Schuldner eingetauscht durch einen Glauben, dass man jederzeit beliebige Dinge und Dienstleistungen einkaufen kann. Es wird also ein Spezialglaube eingetauscht gegen einen Generalglauben. Aber es bleibt ein Glaube, ein Vertrauen darauf, dass das entsprechende Papier (egal ob Geld- oder Schuld-papier) einen Wert hat, sprich gedeckt ist durch Güter und Dienstleistungen. Wenn die Anleihen in den Büchern der EZB daher gestrichen werden, bleibt das Geld trotzdem in Umlauf. Also ist das keine Lösung. Wäre auch zu schön gewesen, um wahr zu sein: Dass ein Staat beliebige Schulden machen kann, die über die Notenbank finanziert werden und trotzdem alles gut geht.

4. Schuldenschnitt

¹² Welt.de 22.1.2021. <https://www.welt.de/finanzen/plus224800783/Staatsschulden-einfach-streichen-So-realistisch-ist-dieser-Alp-Traum.html> oder SZ vom 12.11.2020: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/pipers-welt-schulden-streichen-1.5113658>

Ein Schuldenschnitt wäre eine sinnvolle Lösung. Allerdings heißt Schuldenschnitt gleichzeitig Vermögensschnitt, sprich das würde die oberen ein Prozent und vor allem die obersten 0,1 Prozent der Erdbevölkerung am härtesten treffen. Weil deren Einfluss auf die Politiker, vorsichtig ausgedrückt, enorm groß ist, halte ich einen Schuldenschnitt, obwohl er die mit Abstand beste Lösung wäre, für extrem unwahrscheinlich. Mit den (Super)- Reichen will sich keine Regierung gerne anlegen.

5. Inflation

Eine Inflation von 10 Prozent über 10 Jahre würde die Preise von 100 auf 260 steigen lassen, würde also heute bestehenden Schulden real deutlich vermindern, mehr als halbieren. Das wäre also eine Lösung. Allerdings ist es angesichts der derzeit bestehenden weltweiten Überkapazitäten, der hohen Arbeitslosigkeit und der geschwächten Massenkaufkraft in den Industrieländern für die Notenbanken sehr schwer, eine Inflation loszutreten. Das hat bereits in den letzten 10 Jahren ungehemmten Gelddruckens nicht funktioniert.

6. Pleitewelle und Deflation

Wenn Schuldenschnitt und Inflation nicht klappen, kommt vermutlich eine Pleitewelle, eine Finanzkrise, Bankenpleiten, Staatsinsolvenzen, Massenarbeitslosigkeit, Chaos und Unruhen. Unternehmens-, Staats- und Bankenpleiten sind auch ein Schuldenschnitt, aber ein ungeordneter, chaotischer, der einen Abwärtsstrudel auslösen dürfte mit schlimmen, teilweise unkalkulierbaren gesamtwirtschaftlichen und gesellschaftlichen Folgen.

7. Krieg

Natürlich sind auch noch schlimmere Szenarien denkbar, zum Beispiel der Ausweg Krieg. Sowohl der erste wie der zweite Weltkrieg waren, rein ökonomisch gesehen, Ventile für kaum haltbare ökonomische Zustände vor 1914 und vor 1939.

Fazit

Weiterhin Nullzinspolitik und Gelddrucken geht nicht. Zinsen anheben geht nicht. Staatsschulden streichen geht nicht. Ich fände einen geordneten Schuldenschnitt das Beste, eine Inflation, auch wenn sie für ein Land miserabel ist, das Zweitbeste bzw. weniger Schlimme. Vor Lösung sechs – Wirtschaftsabsturz - und sieben – Krieg - graut mir. Ich hoffe auf die Vernunft und das Verantwortungsbewusstsein der Handelnden, denn eines Tages müssen wir aus der heute weitverbreiteten Illusion erwachen.

Ich fürchte, es wird kein Zurück zu den Jahren vor 2020 geben. Die staatlich verordneten Zwangs-Lockdowns waren und sind ein so gravierender Einschnitt nicht nur in unsere Freiheitsrechte und unsere Demokratie, sondern auch in unser Wirtschaftsleben, dass eine Rückkehr in die vergleichsweise guten Jahre vor 2020 meiner Einschätzung nach ausgeschlossen ist. Wir stehen vor ganz erheblichen gesellschaftlichen Änderungen und vermutlich vor sehr starken ökonomischen und vor allem sozialen Spannungen. Ich fürchte, es stehen harte Zeiten bevor. Je früher, vernünftiger und ehrlicher wir die Probleme angehen, desto geringer wird das Leid der Menschen werden.

Zum Autor:

Prof. Dr. Christian Kreiß, Jahrgang 1962: Studium und Promotion in Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftsgeschichte an der LMU München. Neun Jahre Berufstätigkeit als Bankier, davon sieben Jahre als Investment Banker. Seit 2002 Professor an der Hochschule Aalen für Finanzierung und Volkswirtschaftslehre. Autor von sieben Büchern: Gekaufte Wissenschaft (2020); Das Mephisto-Prinzip in unserer Wirtschaft (2019); BWL Blenden Wuchern Lamentieren (2019, zusammen mit Heinz Siebenbrock); Werbung nein danke (2016); Gekaufte Forschung (2015); Geplanter Verschleiß (2014); Profitwahn (2013). Drei

28.1.2021

Einladungen in den Deutschen Bundestag als unabhängiger Experte (Grüne, Linke, SPD), Gewerkschaftsmitglied bei ver.di.
Zahlreiche Fernseh-, Rundfunk- und Zeitschriften-Interviews, öffentliche Vorträge und Veröffentlichungen. Homepage
www.menschengerechtwirtschaft.de