

Eine Blase nach der anderen

Immobilien, Aktien, Währungen, Rohstoffe – in den vergangenen 30 Jahren waren verschiedene Blasen Auslöser für die heutige Nullzinspolitik. Die Geldflut hat die Konjunktur aber nicht anschieben können. Wolfgang Bischoff zeigt die Zusammenhänge.

Es knirscht im Gebäck des globalen Finanzsystems. Und viele von uns spüren, dass etwas aus dem Ruder läuft. Hätte vor zehn Jahren jemand behauptet, dass man für sein Geld keine Zinsen mehr bekommt oder sogar Strafzinsen dafür bezahlen muss, wir hätten ihn vermutlich für verrückt erklärt. Gleichzeitig ist die globale Gesamtverschuldung höher als jemals zuvor und steht längst in keinem vernünftigen Verhältnis mehr zur wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit.

Bevor wir uns aber mit der aktuellen Situation noch etwas tiefer auseinandersetzen und überlegen, was sich für die nächsten Jahre ergeben kann: Lassen Sie uns kurz Revue passieren, was in den zurückliegenden 30 Jahren passierte und wie es überhaupt soweit kommen konnte.

Wie das billige Geld von Japan aus die Welt eroberte. Ende der 80er Jahre blickt Japan auf eine beispiellose Phase langen Wachstums zurück. Die Wirtschaft brummt. Tokios Hochhäuser sind mehr wert als alle börsennotierten US-Aktiengesellschaften zusammen.

Japanische Aktien werden im Durchschnitt mit dem 60-Fachen eines Jahresgewinns gehandelt. Zum Vergleich: Als »normal« gelten Bewertungen um das 15-Fache im Durchschnitt eines breiten Aktienmarktes und über lange Jahre hinweg. Die japanische Notenbank intervenierte damals mit einer sehr schnellen Leitzinserhöhung von 2,5 auf 6%. Dies brachte die Bewertungsblase zum Platzen. Es folgten massive geldpolitische Lockerungen und diverse Konjunkturprogramme zur Stabilisierung der Banken, die auf gigantischen faulen Krediten hockten.

Das billige japanische Geld fand auch seinen Weg nach Europa, Asien und die USA. Über sogenannte »Carry-Trades« liehen sich Investmentbanken und Hedgefonds geringstverzinsten japanische Yen, tauschten diese in US-Dollar und europäische Währungen, mit denen sich deutlich höhere Renditen erzielen ließen. In der Folge verbilligte sich der Yen, weil die geliehenen Yen zuerst einmal gegen die Hochzinswährungen verkauft werden mussten. Das wiederum machte die



Carry-Trades noch attraktiver, weil sich die Yen-Schulden in den Büchern quasi von selbst verbilligten.

Fremdwährungsdarlehen führen zu weiteren Blasen. Auch die Tigerstaaten (Südkorea, Taiwan, Singapur, Hongkong) nutzten die billigen Fremdwährungsdarlehen und überschuldeten sich damit. Dies löste 1997/98 die Asienkrise aus, die der Internationalen Währungsfonds (IWF) und die Notenbanken mit erheblichen Finanzspritzen bekämpfte.

Es folgte die Russlandkrise 1998. Der IWF half hier nicht, weil Russland Auflagen nicht einhielt. Dadurch geriet der Hedge-

In Japan fing es an

1980

- Lang anhaltender Wirtschaftsboom in Japan.
- Anfang der 80er Jahre waren die Hochhäuser Tokios mehr wert als alle börsennotierten US-Aktiengesellschaften zusammen.
- Die japanische Notenbank intervenierte und erhöhte den Leitzins von 2,5 auf 6%.
- Die Bewertungsblase platzte.

Die ersten Blasen platzen

1990

- Ungehemmte Kreditaufnahme in Südostasien. Das Kreditvolumen wuchs um 10% schneller als das BIP.
- Immobilienpreise und Aktienkurse explodieren durch billiges Geld.
- Überkapazitäten bei Anlagevermögen (vor allem in Südkorea)
- 1998: Russland ist überschuldet (Rubelkrise)



Foto: agrarmotive

Geld stinkt bekanntlich nicht, aber es brennt. Schließlich sind heute Nullzinsen oder gar Negativzinsen Realität.

2001 eine Folge der enormen Überschussliquidität aus den vorangegangenen Krisen.

Hierzulande wurden Anfang 2000 die 30 Dax-Aktien im Durchschnitt mit dem 35-Fachen eines Jahresgewinns bewertet. Im Technologiesektor (inklusive Neue Märkte) stiegen diese Bewertungen teilweise sogar über das 400-Fache eines Jahresgewinns (und damit deutlich über die eingangs erwähnten langjährigen Durchschnittswerte von um die 15).

Leitzinsen erreichen neue Tiefststände.

Als die Notenbanken die Überschussliquidität wieder einsammeln wollten, platzte die Dotcom-Blase. Die Talfahrt beschleunigte sich nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001. Im Zuge der nun erheblichen Rezessionsgefahr senkte Greenspan die Leitzinsen wie noch nie: Mitte 2003 lagen diese bei nur noch 1%.

Die US-Regierung unter George Bush versuchte, die Konjunktur anzukurbeln, indem sie den Traum vom eigenen Haus für möglichst viele US-Amerikaner förderte. Möglich wurde dies durch die sehr niedrigen Zinsen, die zunehmende Praxis der Banken zur Verbriefung der Kredite und die Auslagerung der Kreditrisiken über verbrieft Kreditausfallversicherungen. Eine neue Immobilienblase war geboren.

Der Mechanismus: Die niedrigen Zinsen ermöglichten die Aufnahme größerer Kredite und für viele Geringverdiener wurde der Hauserwerb so überhaupt erst möglich. Durch die wachsende Nachfrage nach Immobilien stiegen deren Preise. Die damit auch steigenden Beleihungsgrundlagen ermöglichten die Aufnahme weiterer Kredite z.B. für den Kauf eines weiteren Hauses als Kapitalanlage. Immobilien

verteuerten sich teilweise mit Raten von jährlich über 10%, was die Nachfrage weiter anheizte. Die Zinsen konnten durch die intransparente Verteilung (Verbriefung und anschließender Verkauf) der Risiken niedrig gehalten werden. Die Kreditausfall-Risiken wurden einfach weltweit entsorgt und besonders gerne von deutschen Landesbanken erworben.

Als der Aufschwung schließlich auch den Rohstoffsektor voll erfasste, der vor allem über Derivate angeheizt wurde, steuerte die Fed aus Sorge vor Inflation massiv dagegen und erhöhte die Leitzinsen bis auf 5,25% im Jahr 2007.

Das brachte die Immobilienblase zum Platzen.

Das »Nichteinschreiten« bei der daraus folgenden Pleite der Investmentbank Lehman Brothers (2008), brachte die Weltwirtschaft an den Abgrund. Durch einen massiven Vertrauensverlust unter den Banken drohte die Kernschmelze des Finanzsystems. Risikobehaftete Kredite wurden gekündigt bzw. nicht verlängert. Eine gewaltige Rückwärtsabwicklung der eingangs beschriebenen Carry-Trades kam in Gang. Der japanische Yen, in dem die ganzen Schulden aufgenommen waren, stieg, was die Kredit-Rückführungen beschleunigte. Immobilien, Rohstoffe, Aktien – alles wurde zwangsliquidiert oder unter Druck verkauft. Auch die Derivate in Agrarrohstoffen – kurzfristig sogar Gold. 2008 fiel eigentlich alles – abgesehen von den Verschuldungswährungen.

Der Finanz-Crash droht auch auf die reale Wirtschaft überzuschwappen.

Durch die Vertrauenskrise zwischen den Banken stockte der internationale Zahlungsverkehr und mit ihm auch der Warenverkehr. In den Häfen stauten sich die Container. Die Versorgung mit wichtigen Gütern war plötzlich in Frage gestellt. Nur durch die gemeinsamen Aktionen der Regierungen

fonds LTCM (Long Term Capital Management) in Schieflage. Dieser bewegte mit nur 4 Mrd. US-\$ Eigenkapital 1 250 Mrd. US-\$ Kapitalanlagen. Ein gewaltiger Hebel. Die Kreditgeber waren die Topadressen in der internationalen Bankenlandschaft (z.B. UBS, Dresdner Bank, Credit Suisse). Es drohte bereits damals der Zusammenbruch des globalen Finanzsystems. Um diesen zu vermeiden, senkte Alan Greenspan (damaliger Vorsitzender der US-Notenbank) die Leitzinsen von 5,5 auf 4,75%.

Leider floss auch dieses billige Geld weniger in die Realwirtschaft, sondern mehr in die Finanzmärkte. So war auch die »Dotcomblase« oder Internetblase 1998 bis

Der Funke springt in die USA

1998 – 2000

- Rubelkrise erwischt LTCM-Hedgefonds.
- »to big to fail«: US-Finanzsystem steht vor dem Kollaps. US-Notenbank schnürt erstes Rettungspaket: Zinssenkung auf 4,75%.
- Billiges Geld trifft auf neue Technik: Internet und Neue Märkte.
- Fed will überschüssiges Geld einsammeln und erhöht die Leitzinsen auf 6,5%.
- März 2000: Dotcomblase platzt.

Die USA beginnen zu brennen

2001 – 2003

- 9/11: Terroranschläge treffen auf schwache Wirtschaft.
- US-Notenbank senkt Leitzins bis 2003 auf 1%.
- In den USA bauen Familien Häuser, die sich normal nie ein Haus leisten könnten.
- Banken bündeln Kredite und verkaufen die Risiken an internationale Anleger.

(Konjunkturprogramme, Garantien) und Notenbanken weltweit (Bereitstellung von billigem Geld in noch nie da gewesenem Ausmaß) wurde das Schlimmste verhindert. In der Folge nahmen die Staatsverschuldungen zu wie noch nie, was wiederum die Euro-Krise auslöste. Schwächere Euro-Länder stellten die übrigen Euro-Partner vor ein kaum lösbares Dilemma: Ließe man überschuldete Staaten insolvent gehen, triebe das sofort die Zinsen für die anderen weniger stabilen Staaten in die Höhe. Dies hätte hoch verschuldete Staaten zusätzlich erheblich destabilisiert. Die Ansteckungsgefahr war riesig.

Der hastig geschnürte Rettungsschirm (später ESM: Europäischer Stabilitäts-Mechanismus) schaffte offensichtlich Vertrauen. Doch muss auch dieser im Fall der Fälle mit Geld »gefüttert« werden, welches die anderen selbst hoch verschuldeten Euro-Länder kaum aufbringen können.

Durch zu hohe Schulden sind wir von niedrigen Zinsen abhängig.

Seit 2008 befinden sich die Weltfinanzmärkte im permanenten Ausnahmezustand. Um einen Systemkollaps zu vermeiden, kaufen die Notenbanken der USA, Japans, Europas und Großbritanniens seit Jahren in gewaltigem Umfang Staatsanleihen und mittlerweile auch Unternehmensanleihen. Seit 2008 haben diese vier Notenbanken ihre Bilanzsummen auf 10 400 Mrd. US-\$ vervierfacht. Die globale Gesamtverschuldung liegt bei unvorstellbaren 136 000 Mrd. € – so hoch wie niemals zuvor.

Nimmt man in den USA zu den staatlichen und privaten Schulden auch noch die nicht gedeckten Beträge für medizini-



Foto: Sir_Oliver – fotofia.com

Eine Alternative oder gar einen Ausweg aus der Niedrigzinspolitik der Notenbanken gibt es derzeit nicht.

sche Versorgung und Sozialversicherung hinzu, kommt man auf eine Verschuldung von 856 000 US-\$ pro Steuerzahlerfamilie oder 562 % des US-BIP.

Und Deutschland ist nicht besser: Inklusive zukünftiger ungedeckter Beamtenpensionen liegen wir bei 676 % vom BIP, Frankreich bei 923 % und Griechenland bei 1 196 %. Beachtlich, wenn man bedenkt, dass der Auslöser der jüngsten Finanzkrise die hohe Verschuldung war.

Schulden machen ist für Staaten so billig wie nie zuvor. Ein großer Teil deutscher Staatsanleihen verzinst sich derzeit negativ. Hier eine vereinfachte Bierdeckel-Rechnung: Der Bundeshaushalt 2016 belief sich auf 316 Mrd. €, die deutschen Staatsschulden auf 2 280 Mrd. €. Je 1 % Zinsersparnis bei den Staatsschulden bedeutet dies eine Entlastung des Haushaltes von knapp 23 Mrd. € jährlich, was in etwa so viel ist wie der gesamte Etat für Verkehr und digitale Infrastruktur. Bei unseren südeuropäischen Nachbarn ist dieser Effekt

um ein Vielfaches höher. Unterm Strich sind die niedrigen Zinsen für die Staatshaushalte zunächst einmal ein »Segen«.

Aber auch Investoren profitieren. Die niedrigen Zinsen ermöglichen vermeintlich höhere Kaufpreise als bei »normalen« Bedingungen. Die »Hebelkräfte« sind gewaltig. Zum Teil fehlt allerdings die Vorstellungskraft, was passieren kann, wenn die Zinsen doch wieder steigen sollten.

Gerne bemüht wird dazu das Beispiel des Immobilienmarktes. Tatsächlich sind die Wohnungspreise in vielen deutschen Ballungszentren seit 2007 erheblich gestiegen – z.T. um mehr als 10 % jährlich. Die Kaufpreise sind dabei erheblich schneller gestiegen als die Mieten. Und die Mieten wuchsen schneller als die Nettoeinkommen der Deutschen. Die Kaufpreise von Wohnraum in Ballungsräumen entfernen sich zunehmend von den Sachwerten, obwohl auch die Herstellungskosten deutlich gestiegen sind. Solche Entwicklungen können sich zwar noch Jahre fortsetzen, nachhaltig sind sie aber nicht.

Auch bei landwirtschaftlichen Investitionen bauen sich hier Risikopositionen

Die Krise nimmt Fahrt auf

2006 – 2008

- Rohstoffpreise explodieren.
- Die US-Notenbank erhöht den Leitzins aus Angst vor Inflation auf 5,25 %.
- Die Zinswende lässt die Immobilienblase platzen, Investmentbanken kommen in Schwierigkeiten.
- Im Zuge der Lehman-Pleite droht der Kollaps des internationalen Finanzsystems.

Europa kollabiert

2008 – 2009

- EU-Banken geraten in den Strudel.
- Die Krise erreicht Realwirtschaft.
- Leitzinssenkungen aller wichtigen Notenbanken, um Banken zu retten und die Wirtschaft anzukurbeln.

auf. Wer aktuell z. B. 2 Mio. € Darlehen für den Neubau eines Milchviehstalles aufnimmt, kann einen Zins von 1,5 % bei 10-jähriger Zinsfestschreibung bekommen. Selbst wenn dieser nach zehn Jahren zur Hälfte getilgt ist, droht bei einem Zinsanstieg auf 5 % ein Gewinn- und Cashflow-Einbruch von 50 000 € im Jahr, was im Stall die Entlohnung pro Arbeitsstunde um 8 € reduzieren kann.

Gibt es einen Ausweg? Die globale Gesamtverschuldung wächst schneller als die Wirtschaftsleistung. Trotz der genannten Effekte hat die Geldflut der Notenbanken die Konjunktur insgesamt nicht anschieben können. Und: Die Haushalte vieler Staaten sind noch lange nicht in Ordnung. Auf der anderen Seite werden Sparer durch negative Realzinsen schleichend »enteignet«. Viele Banken haben Probleme, Versicherer auch. Wenn also die Nullzinspolitik nichts gebracht hat, bleibt die Frage: Gibt es einen Weg zurück? Wäre eine Normalisierung des Zinsniveaus eine Lösung?

Die Staatshaushalte würden erheblich belastet. Die Folgen wären: Sparmaßnahmen, Steuererhöhungen, höhere Neuverschuldungen usw. Investitionen und privater Konsum würden teurer, was einen Abschwung auslösen dürfte. Immobilienpreise gerieten mit steigenden Zinsen unter Druck. Kreditausfallraten dürften steigen, was wiederum die Bankbilanzen belastet. Es bestünde die erhebliche Gefahr einer Abwärtsspirale. Durch zu hohe Verschuldungen sind wir derzeit von niedrigen Zinsen regelrecht abhängig. Der Rubikon ist wahrscheinlich bereits überschritten. Es gibt keinen schmerzfreien Weg zurück. Ohne vorherige Entschuldung wäre die nächste Finanzkrise sicher.

Es braucht »unkonventionelle« Maßnahmen der Notenbanken. Niedrige Zinsen fördern tendenziell den Aufbau von

Überkapazitäten, weil sich viele Investitionen bei niedrigen Kreditzinsen noch rechnen, die bei »normalem« Zinsniveau bereits unwirtschaftlich wären. Überangebot dämpft die Preisentwicklung. Das ist ungünstig, wenn die Relation zwischen Verschuldung und Wirtschaftsleistung in ein vernünftiges Verhältnis gebracht werden soll. So hat der IWF bereits vor Jahren eine Inflationsrate von 4 % empfohlen. Hierfür braucht es deutliche Nachfragesteigerungen von Staat, Unternehmen und Privathaushalten. Doch wie sollen diese erreicht werden, ohne die Verschuldungssituation weiter zu verschärfen?

Die Geschichte hat gezeigt, dass immer höhere Neuverschuldungen erforderlich waren, um überhaupt die bescheidenen Wachstumsraten der zurückliegenden Jahre zu erreichen. Dies kann bei Zinsen nahe oder unter null durchaus noch viele Jahre so weitergehen. Nur so lange dass Missverhältnis zwischen Verschuldung zu Wirtschaftsleistung nicht verbessert wird, dürfen die Zinsen eben nicht nennenswert steigen.

Negativzinsen, »Helikoptergeld« – die verbleibenden Möglichkeiten werden immer abstruser. Dass die Notenbanken einen Systemzusammenbruch mit anschließender Währungsreform riskieren, ist wenig wahrscheinlich. Auch staatliche Schuldenschnitte sind kaum umzusetzen, ohne das Finanzsystem kollabieren zu lassen. Eher dürften die Notenbanken bereit sein, das System auch mit unkonventionellen Maßnahmen am Laufen zu halten. Schon das Anleihenkaufprogramm und die Tatsache negativer Anlagezinsen wäre vor wenigen Jahren noch unvorstellbar gewesen.

Es gibt kein Zurück zu alten Verhältnissen

Fazit. Wir befinden uns mitten in einem gewaltigen finanzpolitischen Großexperiment, dessen Ausgang mit vielen Unbekannten behaftet ist. Klar scheint: Die globale Gesamtverschuldung hat ein Ausmaß erreicht, das bei »normalen« Zinsen insgesamt nicht mehr getragen werden könnte. Einen schmerzfreien Weg zurück zu alten Verhältnissen wird es nicht geben. Wenn abrupte staatliche Entschuldungen durch Schuldenschnitte oder eine Währungsreform vermieden werden sollen, muss weiterhin eine »unkonventionelle« Notenbankpolitik gefahren werden. So dürfte die Politik der schleichenden Geldentwertung noch eine Weile fortgesetzt werden. Sie ist sehr wahrscheinlich das kleinere Übel.

Und es dürften noch weitere Maßnahmen bereitliegen. Diskutiert wurden bereits: Negativzinsen in Verbindung mit Einschränkungen beim Bargeldverkehr, und die Ausgabe von »Helikoptergeld« (siehe Heft 9/2015). Letzteres ist die Idee, Geld ohne Aufbau neuer Schulden einfach zu »drucken« und direkt den Privathaushalten zukommen zu lassen oder für staatliche Ausgaben bereitzustellen. Dies mag zunächst abstrus klingen, aber vollkommen abwegig ist der Gedanke nicht. Immerhin könnte so die Wirtschaftsleistung angeschoben werden, ohne parallel die Verschuldungen zu erhöhen. Eine weitere schleichende Geldentwertung wäre freilich der Wermutstropfen, vielleicht aber das kleinere Übel im Vergleich mit den möglichen Folgen eines Systemkollapses.

*Dr. Wolfgang Bischoff,
Bischoff & Hager GbR, Freiburg*

Staatsschuldenkrise

seit 2009

- Rettungspakete für Griechenland, Zypern, Portugal und Irland.
- Zinssenkung auf null.
- EZB pumpt über Anleihenkäufe Geld in den Markt.

heute

2017

- Niedrige Zinsen schaffen keinen Aufschwung.
- Nullzinspolitik gefährdet zunehmend Banken, Versicherungen, Pensionskassen.
- Staatsverschuldung erreicht ein bisher nie gekanntes Ausmaß.
- Inklusive Pensionen hat Deutschland eine Schuldenquote von 676 % des BIP.