

Ronald Stöferle | Rahim Taghizadegan | Gregor Hochreiter

DIE NULLZINS FALLE

Wie die Wirtschaft
zombifiziert und
die Gesellschaft
gespalten wird



FBV

Ronald Stöferle | Rahim Taghizadegan | Gregor Hochreiter

DIE NULLZINSFALLE

Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird

Ronald Stöferle | Rahim Taghizadegan | Gregor Hochreiter

DIE NULLZINS FALLE

Wie die Wirtschaft
zombifiziert und
die Gesellschaft
gespalten wird

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:

info@finanzbuchverlag.de

3. Auflage 2020

© 2019 by Finanzbuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH

Nymphenburger Straße 86

D-80636 München

Tel.: 089 651285-0

Fax: 089 652096

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Die im Buch veröffentlichten Ratschläge wurden von Verfasser und Verlag sorgfältig erarbeitet und geprüft. Eine Garantie kann dennoch nicht übernommen werden. Ebenso ist die Haftung des Verfassers beziehungsweise des Verlages und seiner Beauftragten für Personen-, Sach- und Vermögensschäden ausgeschlossen.

Redaktion: Matthias Michel

Korrekturat: Maike Specht

Umschlaggestaltung: Marc-Torben Fischer, München

Umschlagabbildung: Skyline: [shutterstock.com/LaMiaFotografia](https://www.shutterstock.com/LaMiaFotografia),

Zombies: [shutterstock.com/solar22](https://www.shutterstock.com/solar22)

Satz: [inpunkt\[w\]o](mailto:inpunkt[w]o), Haiger (www.inpunktwo.de)

Druck: CPI books GmbH, Leck

Printed in Germany

ISBN Print 978-3-95972-019-9

ISBN E-Book (PDF) 978-3-96092-020-5

ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-96092-021-2

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de

Inhalt

Vorwort – Das Endspiel beginnt	7
Prolog	11
Personen	11
Szene: Cocktailparty in einer Bank	12
Kapitel 1: 2007/2008 – Das Nullzinsniveau wird Realität	19
Der Infarkt des Interbankenmarktes oder: Wie unser Geldsystem zu funktionieren aufhörte	21
Wo stehen wir jetzt?	34
Die Alles-Blase	38
Die vergebene Chance: Steigende Verschuldung trotz des »Fensters des Glücks«	43
Kapitel 2: Die Nullzinsfälle schnappt zu	51
Die Rettung des Euro durch den Nullzins?	51
Die großen Auswirkungen einer kleinen Akzentverschiebung ...	69
Lehrbuchbeispiel Italien: Wie Frankfurt Italien jubeln lässt	72
Entkommen die USA der Nullzinsfälle?	77
Fazit	83
Kapitel 3: Die gesellschaftlichen Folgen der Nullzinspolitik	87
Die Zinsintervention	87
Wirtschaftskultur	91
Kurzfristigkeit	93
Affektkonsum	94
Ködergüter	97
Kultur der Kostenlosigkeit	100
Neue Süchte	105

Aushöhlung des Mittelstands	132
Gesellschaftliche Folgen.....	139
Politische Auswirkungen	165
Die Altersvorsorge in der Nullzinsfalle.....	171
Kapitel 4: Vermögensaufbau trotz Nullzinsfalle?!	195
Überall nur Blasen – was tun?.....	195
Von Portfoliomanagern und Tradern	197
Gold und inflationssensitive Anlagen.....	201
Fonds: Das Geld Portfoliomanagern anvertrauen	214
Das Permanente Portfolio	222
Kapitel 5: Wege aus der Nullzinsfalle?	227
Das alte Lied der Inflation	228
Finanzielle Repression.....	233
Säkulare Stagnation und Bargeldverbot	241
Helikoptergeld	243
Umbau des Geldsystems	249
Fazit	254
Epilog.....	257
Zurück auf der Cocktailparty in einer Bank	257
Anmerkungen.....	259
Über die Autoren	263
Danksagung	265

Vorwort

Das Endspiel beginnt

Am Freitag, den 6. März 2009 erreichte die Finanzkrise ihren Höhepunkt. Der breite amerikanische Aktienindex S&P 500, der schon in den Monaten zuvor dramatisch an Wert verloren hatte, fiel auf den niedrigen Stand von 666 Punkten. Ein Verlust von über 50 Prozent in weniger als 18 Monaten. Ökonomen und Börsianer sahen die Welt auf dem Weg in eine neue Weltwirtschaftskrise. Nicht unbegründet, brachen doch alle wichtigen Indikatoren der Wirtschaftstätigkeit stärker ein als 1930. Rückblickend war es der ideale Kaufzeitpunkt. Wer damals Aktien kaufte, freut sich heute über Gewinne von gut 400 Prozent.

Einmal mehr waren es 2009 die Notenbanken, die die Finanzmärkte und auch die Realwirtschaft gerettet haben. Mit einer wahren Flut an Liquidität gelang es, das völlig überschuldete Finanzsystem zu stabilisieren und den Märkten das Vertrauen zurückzugeben. Steigende Vermögenspreise waren die zwingende Voraussetzung, da nur so die Abwärtsspirale gestoppt werden konnte. Sonst wäre es zu einer weiteren Welle an Zwangsliquidationen, verfallenden Vermögenspreisen und Konkursen gekommen. Der gefürchtete Margin Call hätte zur Kernschmelze geführt.

Doch die Notenbanken, als Retter gefeiert, tragen in Wahrheit erhebliche Mitschuld an der Krise. Immer, wenn es an den Finanzmärkten oder in der Wirtschaft zu Turbulenzen kam, haben die Notenbanken der westlichen Welt schnell gehandelt. Zinsen wurden gesenkt und mehr Liquidität in die Märkte gepumpt. Anschließend wurden die Zinsen jedoch nie wieder auf das vorherige Niveau erhöht. So sanken die Zinsen über die Jahrzehnte immer tiefer. In Europa wurde dies durch die Einführung des Euro noch verstärkt, weil die EZB die

Zinsen – aus Rücksicht auf das damals kränkelnde Deutschland – jahrelang zu tief hielt und somit erst den Schulden- und Immobilienboom in den heutigen Krisenländern ermöglichte.

Damit wurde es immer attraktiver, auf Kredit zu spekulieren. Denn je höher das System verschuldet ist, desto größer ist die Krisenanfälligkeit und umso bedrohlicher auch jede neue Krise. Deshalb mussten die Notenbanken immer heftiger intervenieren, was wiederum einen Anreiz gab, noch mehr Schulden zu machen, weil Kredite nochmals deutlich billiger wurden. Das Medikament, das die Notenbanken verordnen, verstärkt also die Krankheit.

Nach 2009 wurde die Dosis auf ein zuvor undenkbares Niveau gesteigert. Für über 11.000 Milliarden US-Dollar kauften die Notenbanken der USA, der Eurozone und Japans vorhandene Wertpapiere – überwiegend Staats- und Unternehmensanleihen. Mit der bekannten Nebenwirkung: Statt ein Sinken der Schuldenlast zu bewirken, haben die Notenbanken den Schuldenberg weiter aufgebläht. Die Welt ist mit über 325 Prozent des Bruttoinlandsprodukts verschuldet, 75 Prozentpunkte mehr als 2007. Waren es vor 2009 vor allem die privaten Haushalte, stieg in den letzten Jahren vor allem die Unternehmensverschuldung deutlich. In den USA trieben die Unternehmen den schuldenfinanzierten Rückkauf eigener Aktien so weit, dass sogar der IWF hier einen möglichen Auslöser für eine erneute Finanzkrise sieht.

Diese steigende Schuldenlast ist dabei kein Zufall, sondern zwingende Voraussetzung, um die Illusion der Bedienung der bestehenden Schulden aufrechtzuerhalten. Die Nebenwirkung gehört also dazu, wenn man unser Schuldgeldsystem eine Runde weiter bekommen möchte. Genauso wie die Nebenwirkung immer höherer Assetpreise verursacht, da Geld, das zunehmend weniger kostet, zwangsläufig die Besitzer von Vermögenswerten begünstigt. Nichts anderes steht hinter der von Piketty und Co. kritisierten Abkopplung der Vermögen von den Einkommen. Ohne zunehmenden Leverage (also Verschuldungsgrad) gibt es keine weiter steigenden Vermögenspreise.

Blasen sind so gesehen keine zufälligen Ereignisse, sondern gehören zwangsläufig dazu.

Eine weitere Nebenwirkung ist die zunehmende Zombifizierung der Wirtschaft. Immer mehr Unternehmen und Banken existieren nur noch, weil Geld (fast) nichts kostet. Diese Unternehmen sind zwar nicht offiziell insolvent, sie tragen jedoch nicht zum Wachstum der Wirtschaft bei, sondern belasten die gesunden Unternehmen zusätzlich. In der Folge sinken die Produktivitätsfortschritte und damit das Wirtschaftswachstum. Zugleich wächst der deflationäre Druck. Überkapazitäten, Fehlinvestitionen und der wachsende Anteil neuer Schulden der nur dazu dient, die Zinsen auf den Altschulden zu bedienen, erdrücken die Realwirtschaft immer mehr.

Die immer höhere Verschuldung ist nur mit tieferen Zinsen tragbar. Schon vor Jahren warnte deshalb die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, dass wir Gefangene der Verschuldung sind. Tiefe Zinsen heute regen die Verschuldung weiter an, weshalb wir morgen noch tiefere Zinsen brauchen, um die Last überhaupt tragen zu können. Präziser: um weiterhin die Illusion aufrechtzuerhalten, die Schulden zu bedienen.

Wir stecken in der *Nullzinsfalle*. Die ökonomischen, gesellschaftlichen und sozialen Nebenwirkungen werden immer erdrückender, wie Ronald Stöferle, Rahim Taghizadegan und Gregor Hochreiter in ihrem lesenswerten Buch schreiben. Allerdings ist es undenkbar, dieser Falle ohne erhebliche Verluste zu entgehen. Wir stehen vor turbulenten Zeiten.

Dr. Daniel Stelter

Prolog

Personen

Zweifacher FAMILIENVATER, Mitte dreißig, arbeitet in der Marketingabteilung eines mittelständischen Unternehmens, würde mit seiner Familie am liebsten in ein Reihenhaus ziehen.

Unbekümmerter BABYBOOMER, erlebte die Glanzzeiten der sozialen Marktwirtschaft und des sich vereinigenden Europas, geht in wenigen Jahren in den Ruhestand, vertraut auf die Politik, das Wirtschaftssystem und die Zukunftsfähigkeit der Sozialsysteme Deutschlands, verbringt den Urlaub gerne in der Toskana und auf Mallorca, spielt – mehr schlecht als recht – Golf.

Erfolgreicher BANKER, Mitglied des Vorstands seiner Bank, Weinliebhaber und stolzer Besitzer des Senator-Status, in seiner spärlichen Freizeit Besucher des bankeigenen Fitnessstudios.

Eifriger ZENTRALBANKER, Studium an den besten Universitäten, SlimFit-Anzüge sind seine bevorzugte Wahl.

Engagierter, motivierter LOKALPOLITIKER, durchaus mit größeren Ambitionen, aber kein Karrierist, pragmatischer Weltverbesserer, der sich über den Tellerrand des Status quo hinauszublicken traut.

SCHWANGERE FRAU, die sich um die Zukunft ihres Babys sorgt.

GLÜCKSRITTER, surft auf jeder Welle mit – »no risk, no fun«-Haltung, keine Sorge vor dem Totalverlust, schließlich hat er keine Versorgungspflichten, als Digital Native mit dem Finanzdenglisch und allen Trends auf Du und Du, hat mit FinTechs ein kleines Vermögen gemacht, urlaubt gerne in Indien.

Szene: Cocktailparty in einer Bank

FAMILIENVATER sieht BABYBOOMER, einen älteren Herrn in einem eher schlecht sitzenden Anzug, der nonchalant nach einem Freigetränk nach dem anderen greift.

FAMILIENVATER: Sie sind wohl auch eher als Kunde eingeladen, nicht wahr?

BABYBOOMER: Sehr wohl! Kunde dieser Bank bin ich schon mein ganzes Leben lang. Das ist also nicht meine erste Einladung zu der jährlichen Cocktailparty in diesem bezaubernden Ambiente. *(Flüstern)* Ich hoffe, Sie haben noch nicht gegessen. Das Buffet – leider erst nach dem Vortrag – ist ein ganz besonderer Gaumenschmaus. Prost!

FAMILIENVATER: Ach, so ist das. Na, ich bin gerade erst Kunde dieser Bank geworden. Habe mich nach etwas Neuem umschauchen müssen. Sie wissen ja, die derzeitige Situation macht es einem nicht leicht, da gilt es, Augen und Ohren offen zu halten.

BABYBOOMER: Meinen Sie die niedrigen Zinsen?

FAMILIENVATER: Ja, die Niedrigzinsen sind das eine. Wenn aber die Bankgebühren derart hoch sind, dass sie die Zinserträge wegfressen, ist man de facto einem Negativzins ausgesetzt. Dann ist eigentlich Schluss mit lustig! Ich habe schließlich eine Familie zu ernähren. *(Die SCHWANGERE FRAU nickt zustimmend.)* Deshalb habe ich die Bank gewechselt und bin somit heute hier, gewissermaßen als Willkommensgeschenk meiner neuen Bank.

BABYBOOMER: Ja, die Bank hier macht ihren Job ganz gut. Deswegen hat sie auch noch die Möglichkeit, solch mondäne Feiern zu veranstalten.

FAMILIENVATER: Na ja, das ist ja alles schön und gut hier. Ich will nur hoffen, die Drinks werden mir morgen nicht noch über eine Gebührenerhöhung in Rechnung gestellt. (*schmunzelt*)

BABYBOOMER: Nein, ausgeschlossen bei dieser Bank! Die schreibt Jahr für Jahr satte Gewinne. Das Management versteht noch etwas vom Bankgeschäft und weiß, wie man die eigenen Kunden bei der Stange hält! Oh, da kommt ja eine der Herrschaften ...

BANKER: Meine Herren! Herzlich willkommen! Ich nehme an, Sie amüsieren sich prächtig?

FAMILIENVATER: Ja, so gut es geht. Eben haben wir uns jedoch über die niedrigen Zinsen und die doch nicht unbeträchtlichen Gebühren unterhalten. Es gibt durchaus amüsantere Gesprächsstoffe.

BANKER: Meine Herren, meine Herren ... ja, die Zinsen ... damit haben nicht nur Sie zu kämpfen, auch wir sehen uns zunehmendem Druck ausgesetzt. Die hohen Gebühren sind ja eine zwingende Folge davon, dass mittlerweile wir selber der Zentralbank etwas bezahlen müssen, wenn wir unser überschüssiges Geld bei der Zentralbank anlegen wollen. Die Zentralbanken sind diejenigen, die ...

ZENTRALBANKER: Zentralbanken? Habe ich gerade »Zentralbanken« gehört? Sie können sich gar nicht vorstellen, wie oft ich mich heute schon angesprochen gefühlt habe.

BANKER: Ihr Zentralbanken seid ja nun einmal diejenigen Player, die heute weitgehend die Märkte bestimmen und deshalb so bedeutend sind! Wann immer ihr tagt, warten die Märkte gespannt darauf, welche neuen Pfeile ihr aus euren Köchern zieht. Na ja, eigentlich habt ihr zur Bekämpfung dieser Krise nicht Pfeile, sondern deutlich schwereres Geschütz aufgefahren.

ZENTRALBANKER: Damit haben wir die Welt im vergangenen Jahrzehnt vor ihrem Untergang bewahrt! Das Schlimmste konnten wir abwenden, die Realwirtschaft will aber noch immer nicht so recht anspringen. Ihr Banken seid dazu angehalten, den Unternehmen Kredite zu vergeben, anstatt eure Kundengelder bei uns in der Zentral-

bank zu parken! Ein Auto ist ja auch dazu da, gefahren zu werden! Damit ihr – endlich – Kredite an die Realwirtschaft vergeb, haben wir uns für den Negativzins entschlossen!

BANKER: Piano, piano! Leichter gesagt als getan. Für einen großen Teil der Unternehmen scheint die Krise eben noch nicht ausgestanden zu sein. Viele reagieren nach wie vor zögerlich und wollen schlichtweg keine neuen Kredite aufnehmen. Sie versuchen vor allem, ihre Verschuldung zu minimieren.

Zudem ist auch das Sättigungslevel bei Unternehmen mit guter Bonität längst erreicht. Die wollen keine Kredite mehr. Und einfach so Kredite an den hinterletzten Quasi-Unternehmer zu vergeben ist uns als Bank eben auch zu riskant, zumal die Regulierungsbehörden selbst immer strengere Vorgaben für die Kreditvergabe machen. Was sollen wir denn tun?

BABYBOOMER: Irgendwie kann ich dieser Debatte nicht ganz folgen. Sie von der Zentralbank klagen, die Geschäftsbanken würden keine Kredite an Unternehmen vergeben, und Sie aus dem Bankvorstand erklären, dass niemand mehr Kredite will oder allenfalls jene, bei denen das Risiko zu hoch wäre. Einig sind Sie sich jedoch darin, dass die Volkswirtschaft die Krise nach wie vor nicht überwunden hat.

ZENTRALBANKER: Ja, unter anderem ist die Inflationsrate immer noch zu niedrig. Aber worauf genau wollen Sie hinaus?

BABYBOOMER: Nun, ich für meinen Teil merke nichts von einer Krise. Die Regale sind voll, neue Geschäfte und Einkaufszentren entstehen. Meine Häuser und Aktien haben seit der Krise 2009 enorme Preis- und Kursanstiege erlebt. Sogar mein alter BMW Z3 wird nun als Oldtimer gehandelt und hat sich im Wert vervielfacht. Blühende Landschaften, wohin man schaut oder zumindest wohin ich schaue.

GLÜCKSRITTER (*die qualmende Zigarre in der einen, den Gin Tonic in der anderen Hand*): Aktien, Kursanstiege, Rekorde über Rekorde! Die letzten Jahre war es einfach herrlich, an den Börsen zu spekulieren. Ein einziger Rausch!

ZENTRALBANKER: Die Kapitalmärkte und deren Höhenflüge verdanken Sie unserem Geld, das, wenn es den Weg schon nicht in die Produktivwirtschaft findet, wenigstens in die Aktienmärkte und Immobilienmärkte fließt. Ich habe es ja bereits gesagt: Hätten wir Zentralbanken in der Finanzkrise nicht so beherzt und mutig eingegriffen, wäre das System kollabiert.

GLÜCKSRITTER: Yeah, nach dem Greenspan-Put kam der Bernanke-Put, und jetzt herrscht der globale Zentralbanken-Put. Verlieren ist so unmöglich! Central banks (*den Hit von INNA auf den Lippen*), Take me higher / Hi-hi-higher, hi-hi-higher / Take me higher / they take me higher, higher, higher!

FAMILIENVATER: So ungerecht ist die Welt! Ich spüre die sich zuspitzende Lage schon! Es stimmt, dass die Geschäfte voll sind mit Produkten. Unmittelbar auf den ersten Blick mögen die Dinge noch in Ordnung sein, auf den zweiten Blick sehen diese allerdings oft nicht mehr so rosig aus, es ist bekanntlich nicht alles Gold, was glänzt!

BABYBOOMER. Wie meinen Sie das konkret?

FAMILIENVATER: Nun, zurzeit wohne ich mit meiner Frau und meinen zwei Kindern noch in einer Mietwohnung. Die Miete ist eine große finanzielle Belastung für uns. Allzu gerne würden wir uns bald ein Eigenheim zulegen. Doch »wollen« und »können« sind ja bekanntlich zwei unterschiedliche Paar Schuhe. Da die Immobilienpreise derart gestiegen sind, werden mittlerweile in halbwegs akzeptablen Gegenden horrenden Summen verlangt. Ewig pendeln mag ich nicht, dann würde ich von meinen beiden Kindern nicht mehr viel haben. Geerbt haben meine Frau und ich nichts. Und ohne Zinsen, wie soll man da Ersparnisse aufbauen, für die Kinder, für das Alter, für das Eigenheim?

BABYBOOMER: Diese Frage habe ich mir noch nie gestellt. Aber ich habe zwei Häuser und 300.000 Euro in Aktien investiert. Also, ich persönlich bin finanziell eh aus dem Schneider.

FAMILIENVATER: Vom Haus alleine haben Sie aber noch nicht gegessen. Nicht allein der Wert des Vermögens ist entscheidend, sondern die Möglichkeit, diesen auch tatsächlich zu realisieren.

ZENTRALBANKER: Genau! Liquidität – an dieser mangelte es auch den Banken nach der Finanzkrise und deswegen sind wir auf den Plan gekommen, den Banken mit Rekordmengen an Liquidität unter die Arme zu greifen.

GLÜCKSRITTER (*unterbrechend*): Und mir, und mir!

BANKER: Lieber Kollege, hierfür waren wir ja auch dankbar. Unsere Anleihen mit schlechter Bonität liegen jetzt bei euch. Ob ihr sie je liquidieren könnt, wage ich zu bezweifeln.

FAMILIENVATER: Ja, ich auch. In gewisser Weise ist es so, dass die Zentralbanken heute das letzte Auffangnetz darstellen und Schulden bei sich anhäufen. Als Bank der Banken sind sie der Krückstock für die Lahmen. Ich glaube aber, wir sind so weit überschuldet, dass die Lage nicht mehr zu retten ist. Der Krückstock wird irgendwann die Last nicht mehr tragen können.

GLÜCKSRITTER: Ja mei, dann macht's halt bumm.

SCHWANGERE FRAU und FAMILIENVATER (*im Chor*): Ja mei, dann macht's halt bumm?

GLÜCKSRITTER: No risk, no fun – so lautet die Devise!

BABYBOOMER: Sind wir denn wirklich so hoch verschuldet? Und wer ist überhaupt »wir«?

FAMILIENVATER: Leider ja. Sehen Sie sich nur mal die Verschuldung der Staaten an.

ZENTRALBANKER: Um der Wahrheit die Ehre zu geben: Die Verschuldung der Haushalte und die der Unternehmen ist ebenso beständig im Steigen begriffen.

FAMILIENVATER: Das stimmt, das will ich auch nicht leugnen. Die Verschuldung ist doch aber beim Staat sowie bei den Privaten eine Folge der niedrigen Zinsen, welche wir ganz zu Beginn angesprochen haben. Wie ich gehört habe, ist es in meiner Verwandtschaft

nicht unüblich, mit billigen Konsumkrediten einen Ultra-HD-Fernseher zu kaufen oder sich Ferien auf den Seychellen zu gönnen. Die Niedrigzinsen machen es möglich. Für den Staat sieht die Lage nicht anders aus. Auch er agiert auf Pump. Was ich immer schon wissen wollte, mich aber nie zu fragen wagte: Was passiert eigentlich, wenn die Zinsen einmal steigen sollten? Irgendwie habe ich den Eindruck, dass wir in einer Falle sitzen, in der Nullzinsfalle genau genommen. Auch der ehemalige Chefökonom der EZB, Jürgen Stark, sieht dies so.

BANKER: Letzten Endes schieben wir die Schulden nicht nur an die Zentralbank ab, sondern eben auch in eine ungewisse Zukunft. »Nach uns die Sintflut« kommt einem da in den Sinn ...

SCHWANGERE FRAU: Entschuldigen Sie, meine Herren! Ich habe Ihr Gespräch ein wenig mitverfolgt. Jetzt fühle ich mich jedoch gezwungen, Partei zu ergreifen, und zwar für die Ungeborenen. Wie Sie mir ansehen, erwarte ich ein Kind. Mir stehen die Haare zu Berge! Wenn ich Sie richtig verstehe, bedeutet unser Lebensstil, durch den wir immer mehr Schulden anhäufen, dass wir auf Kosten künftiger Generationen leben. Das Perfide ist, dass mein Kind davon betroffen ist, es hat die Lasten zu stemmen, die wir ihm aufbürden! So um die 35.000 Euro soll der Schuldenberg pro Kopf sein, habe ich einmal in der Zeitung gelesen. Auf Kosten einer zukünftigen Generation. Das nenne ich nicht wirklich ehrenhaft! Wo bleibt denn da die Nachhaltigkeit, die sonst so oft bemüht wird?

FAMILIENVATER: Meine Dame, meine Herren! Der Vortrag zu all diesen spannenden Themen beginnt in Kürze. Den möchte ich auf gar keinen Fall verpassen. Wir können danach unser Gespräch weiterführen. Hier entlang!

Kapitel 1: 2007/2008 – Das Nullzinsniveau wird Realität

Es war ein denkwürdiger Tag, jener Donnerstag, der 9. August 2007. Es war der Tag, an dem alles begann. Dieser 9. August 2007 markiert den Beginn der Finanzkrise, die mehr als ein Jahr später mit der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers ihren – zwischenzeitlichen – Höhepunkt erreichen sollte. Und es war letztlich auch dieser Tag, der den damaligen Zinserhöhungszyklus jenseits des Atlantiks abrupt beendete und die Talfahrt bis zu Null- und sogar Negativzinsen einläutete.

Heute, mehr als zehn Jahre später, ist die jüngste Finanzkrise bei Weitem noch nicht ausgestanden. Die Folgen sind immer noch zu spüren; in manchen Staaten wie den USA, Deutschland, der Schweiz oder Österreich weniger, in manchen wie Spanien, Griechenland und Italien mehr. Der damals amtierende EZB-Präsident Jean-Claude Trichet erachtet das Finanzsystem heute – allen Reformen und verschärften Regulierungen zum Trotz – sogar für »so verwundbar wie 2008 – wenn nicht noch mehr«.¹

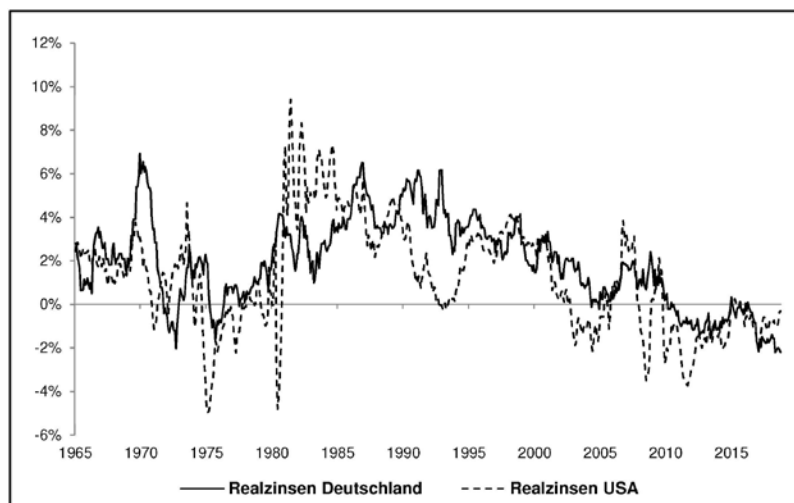
Einmalig an der gegenwärtigen Situation ist nicht, dass wir aktuell negative Realzinsen verzeichnen. Immer wieder gab es in der Geschichte Perioden mit negativen Realzinsen, also Zeiten, in denen die Teuerungsrate höher war als die Nominalzinsen. Dies war beispielsweise den Großteil der 1970er-Jahre über der Fall.

Einmalig an der gegenwärtigen Situation ist, dass trotz historisch niedriger Inflationsraten die Realzinsen derzeit negativ sind; die Nominalzinsen sind auf null und mitunter sogar ins Negative gesunken.

Trotz niedriger Inflationsraten verliert der Sparer Kaufkraft, wenn er sein Geld aufs Sparbuch legt, wie folgendes Diagramm (Abbildung 1-1) zeigt.

Abbildung 1-1: Realzinssatz, USA, Deutschland, in Prozent, 1965–2018

Quelle: Federal Reserve St. Louis



Dieses Buch ist aber kein Buch über negative Realzinsen und wie diese finanzielle Vermögenswerte vernichten. Es geht um ein weitaus größeres Problem, mit dem wir konfrontiert sind. Dieses Buch handelt davon, dass sich die Zentralbanken in einer ausweglosen Situation befinden, in die sie sich selbst hineinmanövriert haben. Sie sind in eine Falle – die Nullzinsfalle – getappt, eine geldpolitische Falle, die sie letztlich selbst aufgestellt haben. Sie tappten in diese Falle, weil sie kurzfristige wirtschaftliche Probleme nicht lösen wollten, sondern wie die vom Käse angelockte Maus dem kurzfristigen – und kurzsichtigen – Verlangen nachgegeben haben, die oberflächlichen Symptome zu lindern, anstatt die strukturellen und institutionellen Probleme zu lösen.

Zu Beginn wollen wir nachzeichnen, wie die Zentralbanken Schritt für Schritt in diese Falle getappt sind. Es ist eine Falle, weil es aus dieser Situation kein Entrinnen gibt, ohne dass gröbere wirtschaftliche Verwerfungen ausgelöst werden. Daran anschließend, beleuchten wir die Besonderheiten der Nullzinsfalle näher. Diese Analyse widmet sich nicht nur den ökonomischen Besonderheiten und Dynamiken, sondern auch den sozioökonomischen Konsequenzen des Nullzinsumfelds. Wie trotzdem ein nachhaltiger Vermögensaufbau gelingen kann, behandelt Kapitel 4. Zum Abschluss skizzieren wir einige der stürmischen Szenarien, die bei dem Versuch, aus dieser Falle auszuweichen, ebenso drohen wie beim Verharren auf dem Nullzinsniveau.

Der Infarkt des Interbankenmarktes oder: Wie unser Geldsystem zu funktionieren aufhörte

Unser Geldsystem zeichnet sich durch seine Zweistufigkeit aus. Geldproduzent im engen und eigentlichen Sinne ist die Zentralbank. Den weitaus größten Anteil der in Umlauf befindlichen Geldmenge im weiteren Sinn schöpfen die Geschäftsbanken, indem sie an die Haushalte und Unternehmen Kredite vergeben. Diesen Vorgang nennt man »Giralgeldschöpfung«. Je nach Währungsgebiet sind die Geschäftsbanken für deutlich über 80 Prozent der umlaufenden Geldmenge verantwortlich. Für die Einlagen der Kunden müssen die Geschäftsbanken bei der Zentralbank eine sogenannte Mindestreserve hinterlegen. Im gewöhnlichen Marktumfeld läuft der Ausgleich zwischen Geschäftsbanken, die zu viele beziehungsweise zu wenige Mindestreserven ausweisen, über den sogenannten Interbankenmarkt ab. Dieser ist das Herz des Finanzkreislaufs. Auf diesem werden die Überschüsse beziehungsweise Defizite jeden Tag ausgeglichen. Der von der leihenden Bank zu begleichende Zinssatz wird »Libor«² beziehungsweise »Euribor«³ genannt. Normalerweise weicht dieser kaum vom Leitzins ab, den die Zentralbanken zur Steuerung des Preisniveaus und der Wirtschaft festlegen.

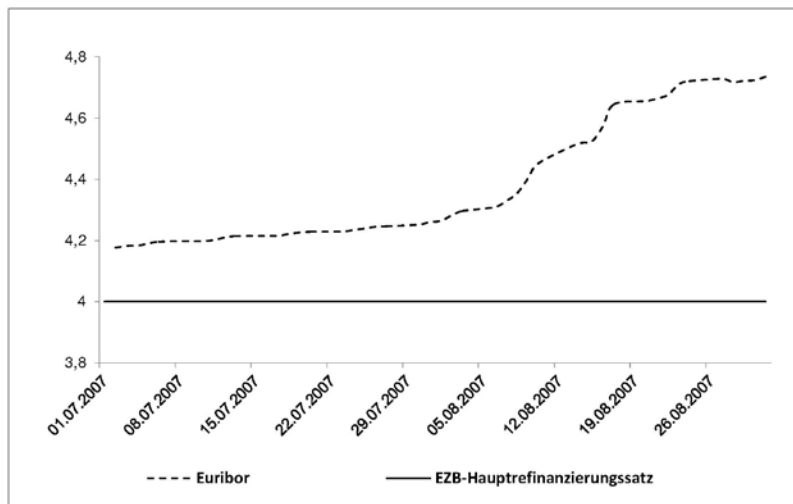
Diese Erfordernisse einer Mindestreserve müssen die Geschäftsbanken jeden Tag erfüllen. Hat eine Geschäftsbank kurzfristige Überschüsse, verleiht sie die Überschussliquidität, um von den Zinseinnahmen zu profitieren. Defizitbanken bedürfen dieser kurzfristigen Liquidität, um nicht Strafzahlungen an die Zentralbank leisten zu müssen. Denn die gewöhnliche Form der Refinanzierung der Geschäftsbanken über die geldpolitischen Instrumente der Zentralbank ist nur an jenen Tagen möglich, an denen die Zentralbank die Liquidität den Geschäftsbanken im Zuge eines Auktionsverfahrens zur Verfügung stellt. Diese werden in der Regel nur einmal in der Woche mit einer Regellaufzeit von einer Woche abgewickelt.⁴

Was passierte nun an jenem 9. August 2007? Die von den US-amerikanischen Instituten ausgehende Subprime-Krise beschädigte das Vertrauen der Geschäftsbanken zueinander. Vertrauen ist für jede – längerfristige – Beziehung das A und O, nicht nur im Geschäftsverkehr. Ohne das Vertrauen, vom anderen das zurückzuerhalten, was (vertraglich) vereinbart ist, geht jede Beziehung in die Brüche. Eine Kreditbeziehung im engeren Sinn wird nur eingegangen, wenn der Kreditgeber darauf vertrauen kann, dass der Kreditnehmer rückzahlungsfähig und rückzahlungswillig ist.

Im Sommer 2007 jedoch wusste innerhalb des Bankensystems niemand mehr so recht, wie viele faule Kredite in den Büchern der jeweiligen Geschäftsbank zu finden und wertzuberichtigen waren. Diese Unsicherheit bezog sich allerdings nicht nur auf eine Bank, sondern auf viele Banken, was die Situation so außergewöhnlich machte. Zudem begannen die Geschäftsbanken, Liquidität für etwaige Wertberichtigungen im eigenen Haus einzubehalten. Die Geschäftsbanken waren sich selbst darüber nicht im Klaren, wie sich ihre eigenen Aktiva entwickeln würden. Dies führte dazu, dass am Interbankenmarkt die Aufschläge auf den Leitzins abrupt in die Höhe schnellten, wie im nächsten Diagramm (Abbildung 1-2) deutlich zu erkennen ist. Der Abstand des Euribor vom Leitzins der EZB

nimmt binnen weniger Wochen um über 13 Prozent deutlich und sprunghaft zu.

Abbildung 1-2: Leitzins versus Euribor, in Prozent, 1. Juli 2007–31. August 2007
Quelle: Europäische Zentralbank



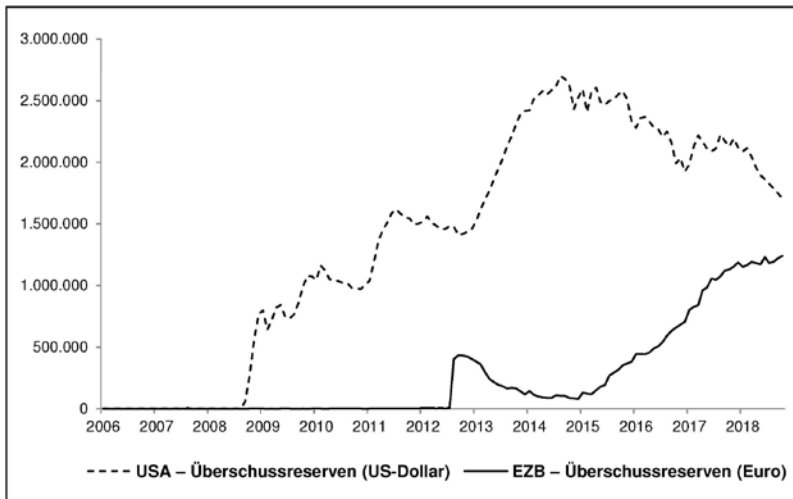
Lange Zeit verharrte der Euribor auf hohem Niveau, obwohl die Zentralbanken sofort mit Milliardenspritzen zur Stelle waren, um den Interbankenmarkt wieder in Gang zu bringen. Als ein Jahr später am 15. September 2008 Lehman Brothers Insolvenz anmelden musste, brach der Interbankenmarkt weltweit und damit ein wesentlicher Baustein des Geldsystems endgültig zusammen. Der Euribor erreichte mit 5,39 Prozent Anfang Oktober 2008 – den Leitzins hatte die EZB in der Zwischenzeit auf 4,25 Prozent erhöht – seinen Höchstwert.

Die Geschäftsbanken begannen, die aufgrund der Vertrauenskrise innerhalb des Bankensektors überschüssigen Reserven lieber bei der Zentralbank zu hinterlegen, als anderen Geschäftsbanken zur Verfügung zu stellen. Das Ausfallrisiko wurde als zu hoch angesehen.

Im nächsten Diagramm (Abbildung 1-3) wird diese Entwicklung eindrucksvoll sichtbar. Über Jahrzehnte gab es so gut wie keine Überschussreserven. Schließlich ist es im finanziellen Interesse der Bank, so viele Kredite wie regulatorisch möglich zu vergeben. Die Kreditzinsen sind ja wesentlich höher als die Zinsen, die die Zentralbanken den Geschäftsbanken für ihre Einlagen bei der Zentralbank bezahlen.⁵ Im September 2008 begannen die Überschussreserven allerdings sprunghaft anzuschwellen und verharren – trotz mittlerweile negativer Verzinsung – auf hohem Niveau:

Abbildung 1-3: Überschussreserven,⁶ Federal Reserve, Europäische Zentralbank, in Millionen US-Dollar/Euro, 2006–2018

Quellen: Federal Reserve St. Louis, Europäische Zentralbank

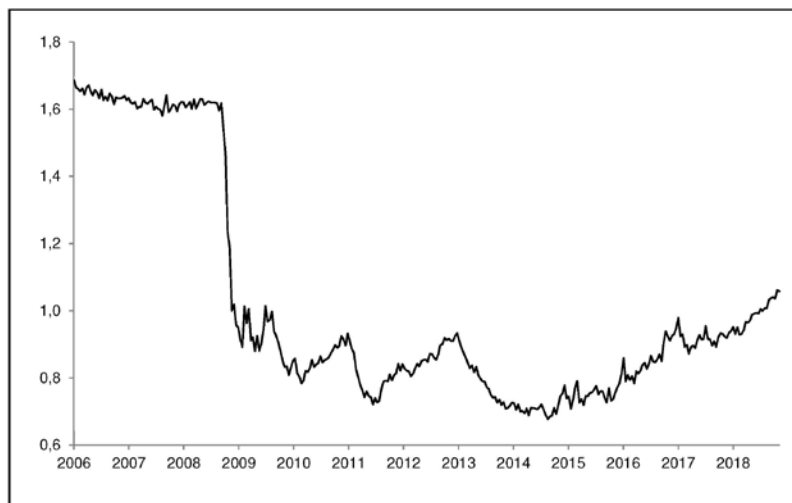


Das Phänomen eines »Herzstillstandes« des bisherigen Geldsystems beziehungsweise der gewöhnlichen Geldpolitik zeigt sich nicht minder eindrucksvoll im sogenannten Geldmengenmultiplikator. Dieser drückt aus, wie viele Einheiten von den Geschäftsbanken geschöpf-

tes Giralgeld auf eine Einheit Zentralbankgeld kommen. Je höher dieser Indikator, desto stärker hebeln die Geschäftsbanken das Zentralbankgeld. Der deutliche Einbruch im September 2008 besagt im Umkehrschluss nichts anderes, als dass die Geschäftsbanken in ihrer Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte deutliche Zurückhaltung zu üben begannen.

Abbildung 1-4: Geldmengmultiplikator, US-Dollar – Geldmenge M1, 2006–2018

Quelle: Federal Reserve St. Louis

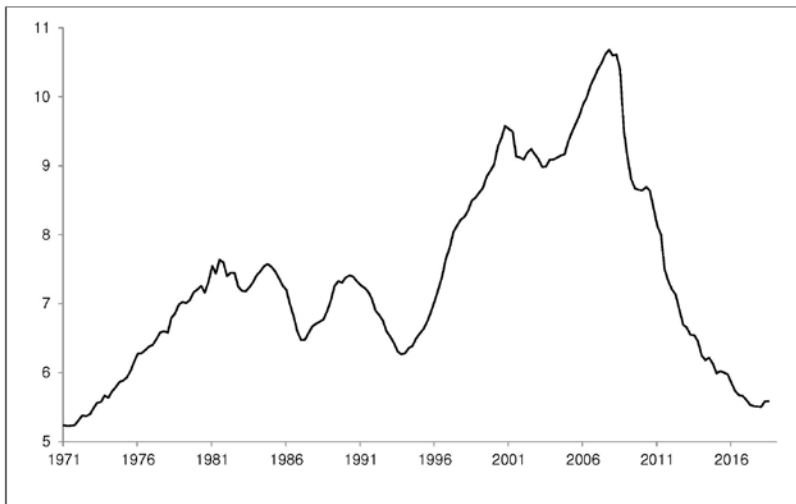


Die meisten Zentralbanken verfolgen mit ihrer Geldpolitik ein Inflationsziel. Die Geldmenge wird bewusst elastisch gehalten und diese je nach Bedarf gesteuert, um das Inflationsziel von meist um die 2 Prozent zu erreichen. Inwiefern ein Inflationsziel von 2 Prozent Geldentwertung pro Jahr als stabil zu bezeichnen ist und die Notenbanker dem selbst gezeichneten Bild als Währungshüter gerecht werden, steht auf einem anderen Blatt. Im Zuge der Finanzkrise ist

allerdings die heute übliche Form der zweistufigen Geldproduktion erheblich ins Stottern geraten. Ohne die wie überdimensionierte Defibrillatoren wirkenden außergewöhnlichen Maßnahmen der Notenbanken wäre die Geldversorgung und damit der Blutkreislauf jeder Geldwirtschaft ins Stocken geraten – mit dramatischen Folgen für die Wirtschaft.

Für die Erreichung des Inflationsziels nicht minder bedeutsam ist, ob das Geld tatsächlich für die Güter des täglichen Bedarfs, deren Preise für die Berechnung der Inflationsrate herangezogen werden, ausgegeben wird. Sitzt das Geld locker, oder halten es die Verbraucher zurück? Aufschluss hierüber gibt die sogenannte »Umlaufgeschwindigkeit des Geldes«. Diese misst die Häufigkeit, mit der die vorhandene Geldmenge innerhalb eines Jahres durchschnittlich umgesetzt wird, und diese geht, wie Abbildung 1-5 für den US-Dollar exemplarisch zeigt, seit der Finanzkrise ebenfalls stark zurück.

Abbildung 1-5: Umlaufgeschwindigkeit, US-Dollar – Geldmenge M1, 1971–2018
Quelle: Federal Reserve St. Louis



Nicht zu unterschätzen ist der Einfluss der Erwartungshaltung auf die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und die Entwicklung der Inflationsrate. Die Zentralbanken sind sich dieser psychologischen Komponente bewusst. Dies zeigt sich in der behutsamen Kommunikation der Zentralbanken, die jedwede Überreaktion zu vermeiden sucht. Erwartet die Bevölkerung ein deutliches Anziehen der Preise, kann das zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung werden. In Erwartung steigender Preise geben die Konsumenten ihr Geld schneller aus, was zu steigenden Preisen und wiederum zu höheren Ausgaben führt – und so weiter und so fort. Im Extremfall des vollständigen Vertrauensverlustes in die Wertstabilität des Geldes stoßen die Menschen das Geld panikhaft ab. Es kommt zu einer Hyperinflation mit all ihren verheerenden Wirkungen. Die deutsche Hyperinflation von 1923 hat sich tief in die politische, kulturelle und gesellschaftliche DNA Deutschlands eingebrannt.

Diese Dynamik kann auch in die andere Richtung wirken. Erwarten die Menschen stark sinkende Preise, halten sie sich mit ihren Ausgaben zurück, um von den in Zukunft noch niedrigeren Preisen noch stärker zu profitieren. Eine derartige Deflationsspirale fürchten die Zentralbanker und Ökonomen nicht weniger als eine Inflationsspirale.

Eine Hyperinflation kann also genauso gut wie eine Hyperdeflation Resultat einer ausgeprägten Panik sein. Und genau diese Unsicherheit machte sich ab dem Sommer 2007 unter institutionellen Marktteilnehmern breit, insbesondere unter den Geschäftsbanken, aber auch den Unternehmern und Konsumenten. Weil man nicht mehr wusste, wie es weitergehen würde, begannen die Marktteilnehmer, die Geldhaltung zu erhöhen.

Dieses – durch und durch rationale – Verhalten der Marktteilnehmer hätte ohne Gegensteuern der Zentralbanken zu einem deutlichen Rückgang der Geldmenge geführt. Dieser von den meisten Ökonomen und Politikern gefürchtete Effekt trat allerdings nicht ein, weil