

# Zentralbanken – vor dem Ende der Geldschwemme oder am Ende ihres Lateins?

*Jens van Scherpenberg*

## 1. Weltwirtschaft in der Goldilocks-Idylle

Zehn Jahre nach Beginn der großen internationalen Finanzkrise stehen allenthalben die Zeichen auf Wachstum. Die Wirtschaft der großen westlichen Wirtschaftsmächte scheint in die beste aller Welten einzutreten, die „Goldilocks“-Economy, wie es in der amerikanischen Wirtschaftspresse heißt, in der – wie im Märchen von Goldlöckchen und den drei Bären – einfach alles passt: In den USA, in Deutschland, in Japan herrscht praktisch Vollbeschäftigung, die Unternehmensgewinne steigen, die Börsenkurse erreichen laufend neue Rekordhöhen, auch die Immobilienmärkte haben sich von der Krise längst erholt und verzeichnen stark ansteigende Preise. Und das alles ohne jede Inflation. Nahezu in allen westlichen Industrieländern, namentlich den hier behandelten drei großen Wirtschaftsböcken USA, EU und Japan, bleibt die Steigerungsrate der Verbraucherpreise unter den 2%, die als Zielmar-

ke für „Preisstabilität“ in einer wachsenden Wirtschaft gilt.

Etwas jedoch ist merkwürdig an dieser Wirtschaftslage. Die drei größten Zentralbanken der westlichen Welt, der Board of Governors des Federal Reserve System (Fed) in den USA, die Europäische Zentralbank (EZB), die Bank of Japan (BoJ), sind noch immer im Krisenmodus, halten ihre Leitzinsen extrem niedrig und die Geldmenge in der Wirtschaft hoch – im Fall Japans und der EZB wird sie sogar noch immer monatlich mit zweistelligen Milliardenbeträgen ausgeweitet.

Reagieren sie einfach verzögert auf die guten Wirtschaftsdaten, ist ein allgemeiner Anstieg ihrer Leitzinssätze und damit der weltweiten Kapitalmarktzinsen auf das bisher übliche Normalniveau nur eine Frage der Zeit? Oder halten sie den Aufschwung nicht für wirklich selbsttragend, trauen sie dem Frieden an den Finanzmärkten nicht? Bereiten sie sich schon auf die nächste Krise vor? Immerhin spricht die historische Erfahrung mit dem im Kapitalismus zyklisch etwa alle zehn bis elf



**Dr. Jens van Scherpenberg**  
Geschwister-Scholl-Institut für Politikwissenschaft  
Ludwig-Maximilians-Universität München

Jahre auftretenden Kreditkrisen dafür, dass es nach 2007/8 nun bald wieder so weit sein könnte. Und in der Tat gibt es, wie zu zeigen sein wird, bereits einige Anzeichen spekulativer, krisenträchtiger Überhitzung an den Finanzmärkten. Wie aber sollten dann die Zentralbanken reagieren, welche Instrumente bleiben ihnen, wenn sie noch immer dabei sind, ihr letztes geldpolitisches Pulver im Kampf gegen die Folgen der zurückliegenden Krise zu verschießen?

## 2. Die Krisenpolitik der Zentralbanken

Die drei großen Zentralbanken haben nach Ausbruch der Finanzkrise 2008, die EZB in verschärftem Maße, als sich ab 2012 die Staatsschuldenkrise in der Eurozone zuspitzte, die BoJ dann seit Amtsantritt ihres Gouverneurs Haruhiko Kuroda 2013, mit bislang nicht gekannter Radikalität ihre Geldpolitik in den Dienst der Krisenüberwindung und der Stimulierung ihrer Volkswirtschaften zu neuem Wachstum gestellt. Zunächst setzten sie das Instrument der Zinspolitik ein, der Festlegung des Zinssatzes, zu dem die Zentralbank Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken verzinst bzw. kurzfristige Geldmarktpapiere an- oder verkauft oder beleihlt und so entweder zusätzliches Geld in Umlauf bringt oder der Wirtschaft entzieht, und gingen zu einer Nullzinspolitik (Zero interest rate policy – ZIRP) über. Damit aber – so der Konsens unter allen Zentralbankern – konnte man der Schwere der Krise nicht hinreichend gerecht werden. Denn es zeigte sich, dass dieses Instrument, so wirksam es – durch Anhebung des Zinssatzes – in konjunkturellen Überhitzungsphasen ist, mit der Absenkung des Leitzinssatzes auf Null Prozent die Grenze seiner Wirksamkeit erreicht hatte. Dem britischen Ökonomen John Maynard Keynes wird die Aussage zugeschrieben: „You can't push on a string“, mit der die nur in eine Richtung verlässliche Wirksamkeit der Zinspolitik illustriert wird. Angesichts des Ausmaßes der Krise, vor allem aber zur Abwehr der Gefahr einer Deflation, entschlossen sich die drei Zentralbanken – jede für sich und aus je besonderen Gründen heraus – zu „unkonventionellen“ geldpolitischen Maßnahmen, einer Geldschöpfung großen Umfangs durch

den Ankauf von Wertpapieren auf dem Kapitalmarkt, dem sogenannten quantitative easing (QE), also einer direkten, nicht mehr zinspolitisch vermittelten Ausweitung der Geldmenge. Abzulesen ist diese neue Geldpolitik an der Vervielfachung der Bilanzsummen der Zentralbanken innerhalb weniger Jahre – in den Bilanzen werden die angekauften Wertpapiere auf der Aktivseite verbucht, das dafür in Gestalt von Banknoten und Guthaben auf den Zentralbankkonten der Banken neu geschaffene Geld auf der Passivseite. Unter normalen Bedingungen nehmen die Bilanzsummen der Zentralbanken mit dem Wachstum ihrer Volkswirtschaften zu. Im Gefolge der Finanzkrise versuchten nun alle drei Zentralbanken, mit ihrer Geldschwemme Wachstum zu erzeugen, indem sie die Steigerungsrate der Verbraucherpreise von wenig über Null Prozent, in Japan war sie sogar deutlich negativ, auf mindestens 2% zu bringen suchten. Sie folgten damit dem monetaristischen Konzept, dass die Inflationsrate eine Funktion der Geldmenge sei. Sie hatten aber auch kein anderes, denn die Geldmenge ist eben der einzige gewichtige Entscheidungsparameter, den eine Zentralbank direkt beeinflussen kann – ob er wirkt oder nicht.

In den USA stieg die Bilanzsumme der Fed in der Folge von etwa 800 Mrd. \$ vor der Krise auf einen Höchststand von 4,5 Bio. \$ in 2014. Die Bilanzsumme der EZB, 1,5 Bio. \$ in 2007, war bis Ende 2017 auf über 5 Bio. \$ angeschwollen. Die BoJ hatte schon 2001 begonnen, ihre Bilanzsumme durch Staatsanleihenkäufe auszuweiten, in die Finanzkrise ging sie 2007 mit einer Bilanzsumme von rd. 800 Mrd. \$, aus der bis Ende 2017 über 4,5 Bio. \$ wurden.

Aber auch diese enorme Geldschwemme, mit der die Zentralbanken ihre Wirtschaften fluteten, hatte nur begrenzte Effekte, da das neu geschaffene Geld in der „Liquiditätsfalle“ neutralisiert wurde: Banken und große Unternehmen halten bis heute in großem Umfang Liquidität auf ihren Konten vor, statt neue Kredite zu vergeben bzw. neue Investitionen zu tätigen.

Die amerikanische Fed unterstützte nach dem vollen Ausbruch der Krise im Herbst 2008 zunächst die Geschäftsbanken mit Notstandskrediten in Höhe von fast 1 Bio. \$, um deren unmittelbare Liquiditätskrise abzuwenden.

Zugleich aber begann sie im Zuge ihres quantitative easing-Programms, den Banken in großem Umfang sowohl Staatsanleihen (Treasuries) wie auch hypothekengedekte Wertpapiere (mortgage-backed securities – MBS) – die Wertpapiergattung, die die Krise wesentlich ausgelöst hatte – abzukaufen. Während die Notstandskredite in den folgenden Jahren von den Banken weitgehend zurückgezahlt wurden, stieg bis Ende 2014, als die Fed ihr QE-Programm auslaufen ließ, der Bestand an Treasuries auf rund 2,5 Bio. \$, der an MBS auf nahezu 2 Bio. \$. Dank der so dem Markt zugeführten zusätzlichen Liquidität gelang es den US-Banken weitgehend, sich zu rekapitalisieren und ihren Bestand an stark entwerteten oder wertlos gewordenen Papieren aus der Zeit vor der Krise abzubauen. Unterstützt wurde die Geldmengenausweitung der Fed durch die Fiskalpolitik, entsprechend dem keynesianischen Rezept gegen die „Liquiditätsfalle“. Durch zusätzliche Ausgaben stieg die gesamtstaatliche Verschuldung der USA von 9,3 Bio \$ 2007 auf 21 Bio. \$ 2017, in Prozent des Bruttoinlandsprodukts von 65% auf 108%.

Auch die EZB stellte Ende 2008 Mittel zur Abwendung einer Liquiditätskrise der Banken bereit und erhöhte damit ihre Bilanzsumme von 1,5 Bio € auf 2 Bio. €. Auf diesem Niveau blieb sie dann bis zum Ausbruch der Euro-Staatschuldenkrise, gegen die die EZB im Jahr 2012 aggressiv intervenierte, mit einer Ausweitung der Geldmenge durch Wertpapierkäufe in Höhe von 1 Bio. €. Diese Bilanzausweitung wurde anschließend bis Ende 2014 zunächst wieder auf 2 Bio. € zurückgefahren. Erst ab dann begann das jüngste QE-Programm der EZB, mit dem bis Ende 2017 die Bilanzsumme auf über 4 Bio. € mehr als verdoppelt wurde, um so die durch die Staatschuldenkrise bewirkte Stagnation und teilweise Deflation in der Eurozone zu überwinden. Wegen des von Deutschland forcierten strikten Stabilitätskurses gab es in der Eurozone keine Begleitung dieser Politik durch verstärkte schuldenfinanzierte Ausgabenausweitung der Staatshaushalte. Deutschland trug damit der Tatsache Rechnung, dass es eben keine zentrale Fiskalpolitik, keine zentrale Haushalts- und Steuerpolitik für die Eurozone gab – ohne die eine Vergemeinschaftung der Staatsschulden und dann ihre gemeinschaftliche Ausweitung nicht möglich gewesen wären.

Daher war aus deutscher Sicht eine Beschränkung der Staatsschulden der Eurozone unerlässlich für die Aufrechterhaltung der Kreditwürdigkeit des Euro als der zweitgrößten Weltwährung.

Solche Rücksichten haben BoJ-Gouverneur Kuroda und die Regierung Abe seit 2013 nicht genommen. Japan verfolgt mit der BoJ bis heute nicht nur das radikalste QE-Programm, es war darin auch Pionier. Denn das Land, das seit dem Platzen seiner großen Aktien- und Immobilienblase Anfang der 1990er Jahre nicht mehr auf einen nachhaltigen Wachstumspfad gekommen ist, hatte schon vor der Finanzkrise begonnen, seine deflationäre Preisentwicklung und deren wachstumsdämpfende Wirkungen damit zu bekämpfen, dass die BoJ in größerem Umfang Staatsanleihen ankauft und so zusätzliches Geld in den Umlauf brachte. Seit 2013 ist dieses Programm massiv ausgeweitet worden. Die BoJ kaufte seitdem jährlich Staatsanleihen und andere Wertpapiere im Umfang von 80 Bio. Yen (ca. 600 Mrd. €) an. Sie ist faktisch dazu übergegangen, die japanische Staatsschuld zu monetisieren, indem sie etwa 80% der Neuemissionen an japanischen Staatsanleihen (Japanese Government Bonds – JGB) übernimmt und inzwischen 40% der japanischen Staatsschuld hält. Zudem hat sie, indirekt über den Kauf von Indexfonds (exchange traded funds – ETF), etwa 5-10% der Aktien der an der Tokioter Börse gehandelten Unternehmen erworben.

Was die drei großen Zentralbanken da betreiben, das ist – daran sollte man erinnern – zunächst nicht mehr als die Schaffung von *Geld* und damit Liquidität. Dieses Geld fungiert im Bankensektor als *Ersatz* für das in notleidenden Krediten und wertlos gewordenen Wertpapieren angelegte *Kapital*. Dessen Entwertung durch Abschreibung, die sich die meisten Banken wegen der enormen ausstehenden Volumina bilanziell gar nicht leisten könnten, wird so verhindert, zumindest verzögert. Das hat zwar die Banken vor dem Bankrott gerettet und so einen Zusammenbruch des Finanzsystems verhindert. Neues sich verwertendes Kapital kann jedoch keine Zentralbank aus eigener Kraft schaffen. Das kann nur eine aus sich heraus wachsende Wirtschaft. So stellen sich angesichts der beispiellosen Geldmengenvermehrung durch die Zentralbanken für

viele Beobachter zwei Fragen: Wie kann das gut gehen? Und: Wie lange kann das gut gehen?

### 3. Die Reaktion der Märkte

Die erste Frage beantwortet sich zunächst mit einem Blick auf die Reaktion der *Finanzmärkte*: sie sind euphorisch. Die Aktienbörsen in New York und in Frankfurt erreichten in den letzten Jahren und noch bis in den Jahresanfang 2018 hinein immer neue Allzeit-Höchststände, ein Vielfaches über dem Tiefpunkt der Finanzkrise im 1. Quartal 2009. Die großen amerikanischen Technologie- und Internetunternehmen wie Apple, Google, Amazon und Facebook kommen inzwischen auf Börsenkapitalisierungen von je über 500 Mrd. \$. Apple allein repräsentiert bereits einen Kapitalwert von über 900 Mrd. \$. Das entspricht 70% des Kapitalwerts aller 30 im DAX-Index notierten größten deutschen Unternehmen. Auch der Tokioter Aktienindex verzeichnet den höchsten Stand seit dem Börsencrash von 1991. Zugleich steigen in den USA wie in vielen europäischen Staaten und auch in Japan die durch die Finanzkrise gedrückten Immobilienpreise in neue Höhen. Selbst auf dem Kunstmarkt werden neue Rekorde gemeldet – ein Leonardo da Vinci zugeschriebenes Christus-Bild wird für fast eine halbe Milliarde \$ versteigert. Und schließlich läuft im Jahr 2017 die Spekulation in den sogenannten Kryptowährungen heiß: auf der Blockchain-Technologie beruhenden, unabhängig von Staaten und Zentralbanken geschaffenen neuen Geldern wie Bitcoin und Ethereum. Nach einem beispiellosen Anstieg ihres Handelskurses haben sie Ende 2017 zusammen einen Gegenwert von etwa 500 Mrd. \$.

Der Blick auf die Finanzmärkte ist jedoch ein sehr einseitiger, wenn nicht verzerrter. Auf ihnen agiert das *Finanzkapital*, um durch Kursbewegungen und sonstige Erträge auf spekulative Finanzanlagen ein Wachstum für sich zu erzielen – weitgehend getrennt vom Wachstum in der „realen“ Wirtschaft. Der Blick auf letztere zeigt ein anderes Bild, das auch den Zentralbanken nicht entgeht: eine nach wie vor weit unterdurchschnittliche Entwicklung, wo nicht Stagnation der Nettoneuinvestitionen. Stattdessen häufen gerade die ertragstarken

großen Unternehmen enorme Liquiditätsreserven an<sup>1</sup>, erhöhen ihre Ausschüttungen an ihre Aktionäre und kaufen in großem Umfang Aktien zurück – deutliches Zeichen dafür, dass sie keine rentablere Verwendung für ihre erzielten Gewinne sehen. Entsprechend verhalten ist die Nachfrage nach Investitionskrediten bei den Banken. Diese sind ihrerseits, da sie vor allem in Europa und Japan noch große Bestände an notleidenden Krediten in ihren Büchern stehen haben, weiter sehr zurückhaltend beim Eingehen neuer Kreditrisiken. Mit anderen Worten: trotz aller Börseneuphorie ließ das gesamtwirtschaftliche Wachstum bislang zu wünschen übrig. Und wenn es Wachstum gab, waren die Beschäftigungseffekte gering, so dass Wirtschaftskommentatoren von „jobless growth“, Wachstum ohne neue Arbeitsplätze, sprachen. Mittlerweile, im Jahr 2017, hat die Beschäftigung in allen drei Regionen zugenommen; Japan und Deutschland, auf etwas höherem Arbeitsloseniveau auch die USA, weisen Vollbeschäftigung aus. Aber: das allgemeine Lohnniveau in den westlichen Industrieländern stagniert weiterhin. Gut bezahlte Industriearbeitsplätze werden weiter abgebaut, Beschäftigung zu großen Teilen in den Zeitarbeiter- und Billiglohnsektor verlagert. Zudem wirkt die preisdrückende Importkonkurrenz aus Ländern mit niedrigerem Lohnniveau, China, Südostasien, Lateinamerika fort. Und schließlich sind es auch die Rationalisierungseffekte der Digitalisierung, die mit dazu führen, dass gerade in den mittleren Einkommensgruppen die Beschäftigung und damit die Löhne stagnieren. Damit ist die Wirtschaft weit entfernt von einer „Lohn-Preis-Spirale“, stagnierte die Inflationsrate in allen drei Wirtschaftsräumen bei Werten weit unter den von den Zentralbanken angestrebten 2%. Erst im Verlauf des Jahres 2017 hat sie sich, getrieben von vorübergehend höheren Ölpreisen, teilweise dieser Marke genähert.

Am Unvermögen der Zentralbanken, über die bloße Abwendung von Bankenpleiten und Unternehmenszusammenbrüchen hinaus wirkliches Wachstum zu generieren, zeigt sich auch jetzt noch die Natur der 2008 ausgebrochenen Krise als *Überakkumulationskrise*. Die Produktionskapazitäten waren in den USA, der EU und Japan dank reichlich verfügbarer Kredite weit über die globale Nachfrage hinaus gewachsen.

Wenn jetzt der japanische Ministerpräsident Abe verzweifelt die Unternehmen auffordert, doch bitte in der kommenden Lohnrunde im März 2018 3% Lohnsteigerung statt 2% anzubieten, wenn der Präsident der Bundesbank, Jens Weidmann in einem Interview mit der FAZ (17.1.2018, S. 16) den Druck auf das Lohnniveau in Deutschland beklagt, der von den Arbeitsmigranten aus der EU und den Flüchtlingen ausgehe, wenn Präsident Trump versucht, durch Protektionismus Industriearbeitsplätze in die USA zurückzuholen, dann sind das einigermaßen bizarre Verlegenheitsgesten von Zauberlehrlingen, die den Besen Globalisierung wieder einfangen möchten. Die zugrunde liegende Entwicklung *beschreibt* der französische Autor Thomas Piketty in seinem Bestseller „Das Kapital im 21. Jahrhundert“. Er zeigt, dass die Kapitalrentabilität in den großen kapitalistischen Gesellschaften weit stärker steigt als die Lohnentwicklung der arbeitenden Bevölkerung, so dass sich wachsende Ungleichheit einstellt. Eine *Erklärung* dafür jedoch liefert er nicht. Die findet sich noch immer am besten in jenem anderen Buch mit dem Titel „Das Kapital“ aus dem 19. Jahrhundert. Karl Marx erklärt, wie das Kapital aus seiner eigenen Verwertungslogik heraus, die jeder Kapitalist als Sachzwang der Konkurrenz erfährt, durch produktivitätssteigernde Investitionen, durch Rationalisierungen und Freisetzung von Arbeitskräften, nicht zuletzt durch Verbilligung der Löhne, seine Arbeitskosten stets zu senken bestrebt ist – und damit schließlich die Grundlage seines eigenen Geschäfts, die gesellschaftliche Nachfrage, untergräbt. An diesem „Sachzwang“ blamieren sich alle Appelle, doch bitte um der gesamtgesellschaftlichen Nachfrage willen den Arbeitskräften mehr Geld zu zahlen.

Statt in Kapazitätserweiterungen durch Nettoinvestitionen suchen viele große Unternehmen ihr Wachstumsheil vielmehr in Umstrukturierungen, Unternehmensübernahmen und Fusionen – und werden damit wiederum zum Gegenstand für Spekulationen des Finanzkapitals auf eine Steigerung des Börsenwertes.

Larry Summers, Harvard-Professor und ehemaliger US-Finanzminister unter Präsident Clinton, zuletzt Vorsitzender des National Economic Council unter Barack Obama, charakterisierte die gegenwärtige Wirtschafts-

lage in den USA – und dies lässt sich weitgehend auf die EU und auf Japan übertragen – als eine „Wirtschaft im Zuckerrausch“<sup>42</sup>: mit einem Wachstum, das bislang allein durch die Sondereffekte des billigen Geldes der Fed und der dank des Börsenbooms erhöhten Verschuldungsbereitschaft der privaten Haushalte befeuert wurde und das nun, im Jahr 2018, durch die massiven Steuersenkungen, die die Regierung Trump durch den Kongress gebracht hat, noch einmal eine kräftige Zuckerdosis erhält – deren Wirkung schon bald auch verpuffen werde.

#### 4. Zentralbanken – ratlos

Die drei großen Zentralbanken ignorieren einerseits die „asset inflation“, die enorme Inflationierung der Preise in den Anlagesphären des Finanzkapitals: Börse, Immobilien, Kryptowährungen, Kunst. Andererseits ist ihnen die Tatsache, dass trotz des jahrelangen massiven quantitative easing, mit dem sie zusammen zusätzliches Geld in Höhe von fast 10 Billionen \$ in ihre Volkswirtschaften gepumpt haben, die allgemeine Inflationsrate einfach nicht auf den angestrebten Wert von 2% steigen will, ein „Mysterium“ (Fed-Chefin Janet Yellen). Auch Japans BoJ-Gouverneur Kuroda versteht nicht, warum es ihm nicht gelingt, trotz einer Geldschöpfung im Gegenwert mehrerer Billionen Dollar, trotz seiner klaren Ansage, dass er eine Inflationsrate von mindestens 2% anstrebt, nicht gelingen will, die entsprechende Inflationserwartung in der Bevölkerung zu erzeugen. Ihm fällt nur ein „noch mehr“ ein, er will die Geldmenge notfalls noch jahrelang ausweiten, bis endlich die Zielmarke von 2% überschritten ist. Und EZB-Präsident Draghi verweist angesichts der in Deutschland zuletzt auf 1,8% gestiegenen Inflationsrate darauf, dass diese für die gesamte Eurozone noch immer deutlich niedriger sei.

Dennoch denken die Zentralbanken darüber nach, ihre bisherige Geldpolitik langsam zurückzufahren. Die Fed ist hier bereits vorangegangen. Nach Beendigung ihres quantitative easing-Programms 2015 hebt sie nun in kleinen Schritten von je einem Viertel Prozent ihren Leitzins an auf inzwischen, Stand Ende 2017, 1,5% und ist dazu übergegangen, behutsam ihren Wertpapierbestand abzubauen. Die

EZB ihrerseits hat angekündigt, ab 2018 ihre monatlichen Ankäufe von Wertpapieren im Zuge ihres quantitative easing-Programms von 60 Mrd. auf 30 Mrd. € zu halbieren. Nur die BoJ sieht noch keinen Anlass zum Kurswechsel.

Die Zentralbanken sind derzeit hin- und hergerissen zwischen der Sorge vor den Folgen einer zu schnellen Zinsanhebung und Geldverknappung durch Verkäufe ihrer enormen Wertpapierbestände und ihrer eingeschränkten Handlungsfähigkeit, sollte bei einem noch immer niedrigen Zinsniveau und aufgeblähter Zentralbankbilanz eine neue Finanzkrise ausbrechen. Sie fürchten den Effekt, dass durch einen zu schnellen Zinsanstieg die riesigen Bestände an niedrigverzinslichen Staats- und Unternehmensanleihen, in denen Banken und Unternehmen ihre liquiden Mittel angelegt haben, entwertet werden und die inzwischen – zumal in den USA – wieder hoch verschuldeten privaten Haushalte bei steigenden Zinsen in Zahlungsnöte geraten könnten.

Aus diesem Grund fordern einige wie Bill Dudley, Präsident der einflussreichen Federal Reserve Bank von New York, eine Abkehr von der 2%-Marke für die Inflationsrate und den Übergang zu einem höheren Leitzins bereits bei einem niedrigeren Inflationswert, damit man im Fall einer neuen Krise Spielraum für Zinssenkungen habe (Financial Times, 18.1.2018).

Umgekehrt befürchtet EZB-Präsident Draghi bei einem Ausstieg aus quantitative easing und Nullzins-Politik eine neuerliche Krise in den südlichen EU-Staaten mit ihrer noch immer extrem hohen Staatsverschuldung und den hohen Beständen an notleidenden Krediten, die ihre Banken noch belasten.

## 5. Keime der nächsten Krise ?

Es sind also vor allem die Zentralbanken, die sich inzwischen die erwähnte zweite Frage stellen: Wie lange kann das gut gehen? Ihre Unsicherheit über ihren weiteren Kurs hat gute Gründe. Sie wissen um die Schwächen des aktuellen Wachstums, die sich in den noch immer niedrigen Investitionsquoten einerseits, einer wieder kräftig wachsenden Gesamtverschuldung (der Summe aus Staatsverschuldung, Verschuldung der Unternehmen und der

privaten Haushalte) ihrer Volkswirtschaften andererseits niederschlägt. Es fällt auf, dass wichtige internationale Finanzinstitutionen (BIZ, IWF), die sich bis 2016 noch mit den Nachwirkungen der großen Finanzkrise von 2008/9 befasst hatten, seit 2017 ihr Augenmerk auf neue Krisenanzeichen richten. So warnt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in ihrem jüngsten Quartalsbericht (Zabai 2017) vor dem Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte in zahlreichen Ländern, was bei steigenden Zinsen zu einem drastischen Einbruch der privaten Nachfrage führen könne. Und der Internationale Währungsfonds weist in seinem Global Financial Stability Report von Oktober 2017 darauf hin, dass angesichts der anhaltenden Niedrigzinspolitik der Zentralbank immer mehr Geldkapital auf der Jagd nach höheren Erträgen in hochrisikobehaftete Anlagen fließt. Das können von Unternehmen mit milderer Bonität emittierte Anleihen sein oder auch Schuldscheindarlehen – eine deutsche Spezialität, die sich wegen ihrer unaufwendigen Konstruktion nicht nur bei deutschen, sondern auch internationalen Investoren wachsender Beliebtheit erfreut. Schon ist, anlässlich der Pleite des zweitgrößten britischen Bauunternehmens Carillion, das sich weitgehend mit Schuldscheinemissionen finanziert hatte, wieder wie schon in der Finanzkrise von 2009 vom „dumb German money“, dem „dummen deutschen Geld“ die Rede.<sup>3</sup> Die zunehmende Nachfrage nach solchen Hochrisikoplanen führt dazu, dass die im Preis dieser Anlagen enthaltenen Risikoprämien sinken, was sie für die Anleger zunächst noch attraktiver macht.

Aber auch sichere Anlagen wie die US-Treasuries sind inzwischen vor einem schnellen Zinsanstieg, der zu Schockreaktionen der Wirtschaft führen könnte, nicht gefeit. Die Steuerreform der Regierung Trump, die erhebliche Steuermindereinnahmen erwarten lässt, wird zu einem beschleunigten Anstieg der Staatsverschuldung der USA führen, der in eine Zeit fällt, da die Fed ihre Anleihekäufe eingestellt hat und selbst ihren Anleihebestand abbaut. Das heißt, dass der Kapitalmarkt sehr viel mehr Treasuries aufnehmen muss als in den letzten Jahren. Wie empfindlich der Markt bereits jetzt reagiert, zeigte der heftige Zinsanstieg bei Treasuries, als kurzzeitig das Gerücht aufkam, die VR China wolle in Zukunft weni-

ger Treasuries als Anlage ihrer im Export verdienten Dollarreserven kaufen.<sup>4</sup> Dieses Gerücht wurde von China binnen weniger Tage dementiert. Aber es ist durchaus denkbar, dass es bewusst lanciert wurde, um der Regierung Trump, die derzeit handelspolitische Druckmaßnahmen gegen China vorbereitet, zu signalisieren, dass China gegen solche Maßnahmen nicht wehrlos ist.

## 6. Politische Risiken

An diesem Punkt zeigt sich, dass ganz unabhängig von den Entwicklungen an den Finanzmärkten, an denen sich erneut ein Krisenpotential aufbaut, erhebliche Risiken von der politischen Seite her kommen können. Diese werden derzeit noch von den Märkten ignoriert, aber das kann sich sehr schnell ändern. Hierbei geht es nicht nur um die mögliche Kriegsgefahr wegen des nordkoreanischen Nuklearprogramms und der Reaktion von Präsident Trump darauf, sondern auch um die Aufkündigung von Handelsverträgen durch die USA, etwa des nordamerikanischen Freihandelsabkommens NAFTA, sowie um einseitige Wirtschaftssanktionen und daraus entstehende Handelskonflikte. Davon könnte die EU betroffen sein, vor allem aber auch Japan. Dessen Abhängigkeit vom US-Markt, insbesondere die Abhängigkeit von einem für japanische Produzenten günstigen Yen-Dollar-Wechselkurs, ist ungleich größer als die der EU. Dass die Glaubwürdigkeit des japanischen Yen als Weltwährung nicht leidet unter der massiven Geldschöpfung durch die BoJ und einer Staatsverschuldung in Höhe von 240% des BIP, liegt bislang wesentlich daran, dass Japan sich als „unverzichtbarer Verbündeter“ der USA in Ostasien deren Unterstützung sicher sein kann. Damit das auch unter Trump so bleibt, hat die japanische Regierung unter Ministerpräsident Shinzo Abe keinen Aufwand gescheut, dem US-Präsidenten dort entgegenzukommen, wo dies ihrer Stellung nützt: vor allem durch die massive weitere Aufrüstung mit umfangreichen Waffenkäufen in den USA, durch die radikal kämpferische Unterstützung von Trumps Nordkoreapolitik und damit auch durch eine implizite Konfrontation mit dem großen strategischen Rivalen der USA, China.

Auch die Bemühungen der EU um eine verstärkte Integration und erweiterte militärische Kooperation lassen sich ein Stück weit auf das Konto einer politischen Absicherung des Euro und seiner Kreditwürdigkeit verbuchen unter den Bedingungen schwindenden Zusammenhalts im Atlantischen Bündnis.

Gleichwohl ist ein als Abwehr von „Wechselkursmanipulation“ legitimierter Währungskrieg zwischen den großen Weltwährungsräumen nicht auszuschließen – derzeit sicher eines der größten politischen Risiken für die Kapitalmärkte und damit für die Wirtschaftsentwicklung in der EU, in Japan und auch in den USA selbst.

## Anmerkungen

- 1 Die zehn US-Unternehmen mit den größten Barreserven kommen zusammen auf rund 1 Bio. \$, davon entfällt gut ein Viertel auf das nach Kapitalisierung größte Unternehmen der Welt, Apple.
- 2 Lawrence H. Summers, The economy is on a sugar high, and tax cuts won't help, Washington Post, 11.12.2017.
- 3 Financial Times, 18.1.2018: „Carillion and dumb money. German investors clutching £112m of Schuldscheine are among the victims of the infrastructure specialist's collapse“.
- 4 Financial Times, 11.1.2018: „US government bond sell-off triggers warnings“.

## Literatur

- IMF (2017): International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, October 2017.
- Zabai, Anna (2017): Verschuldung privater Haushalte: jüngste Entwicklungen und Herausforderungen, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, Quartalsbericht Dezember 2017, [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1712f\\_de.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1712f_de.pdf).