

Ungleichgewichte und die Finanzkrise

Jan 2017

Für die Finanzkrise 2008 und den heutigen Zustand der Weltwirtschaft gibt es bereits zahlreiche Erklärungsversuche. Viele Ansätze liefern partiell einen wichtigen Beitrag, verfehlen unseres Erachtens aber oft den Kern des Problems: Das volkswirtschaftliche Kreislaufsystem ist ins Stocken geraten, weil lokale und globale Ungleichgewichte einen Zirkulationsstau verursachen.

In diesem zehnteiligen Beitrag möchten wir diese Ungleichgewichte beleuchten, indem wir die Situation der einzelnen Akteure analysieren. Aus makroökonomischer Sicht sind dies private Haushalte, Unternehmen, Zentralbanken und der Staat.

Inhaltsangabe

0. Executive Summary	2
1. Volkswirtschaftliche Theorien und Realität	3
 Die Situation der Haushalte und Unternehmen	 8
2. Ungleichheit und Sparschwemme der Haushalte	8
3. Sparschwemme der Unternehmen	13
4. Ungleichheit und Schulden	19
5. Sparschwemme und Handelsbilanzen	23
 Die Rolle der Zentralbanken	 28
6. Sparschwemme, billige Kredite und Vermögenspreise	28
7. Quantitative Easing (QE) und das Bankensystem	31
8. Zentralbank-Reserven und Geldschöpfung	37
 Die Rolle des Staates	 43
9. Die Auswirkungen von Staatsschulden	43
10. Deregulierung, Kreditvergabe und Inflation	53

o. Executive Summary

In diesem zehnteiligen Beitrag argumentieren wir, dass die Ursachen der Finanzkrise und der heutige Zustand der Weltwirtschaft vor allem auf folgende Entwicklungen zurückzuführen sind:

Zahlreiche Annahmen der Volkswirtschaftslehre waren und sind in wichtigen Punkten falsch. Dies gilt vor allem für die Annahmen der Geld- und Kreditschöpfung und die angenommene Neutralität der Verteilung von Einkommen und Vermögen (Teil 1).

Die Ungleichheit der Arbeits- und Kapitaleinkommen privater Haushalte hat in den vergangenen Jahrzehnten wieder zugenommen und befindet sich heute nahe ihres historischen Hochs. Diese extreme Ungleichheit zeigt sich in enormen monetären Ersparnissen der Superreichen, mithin in einer „Sparschwemme“ (Teil 2).

Zu dieser Sparschwemme haben auch Unternehmen beigetragen. Denn deren Gewinne sind im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung stark angestiegen. Unternehmen konnten sich so vielfach von Nettokreditnehmern zu Nettokreditgebern entwickeln (Teil 3).

Diese Sparschwemme entzieht der Volkswirtschaft die Konsum- und Investitionsgüternachfrage und drückt die Zinsen auf den Finanzmärkten. Darüber hinaus verursacht sie auch Handelsbilanzdefizite, da solche Defizite heutzutage weniger von Warenströmen als vielmehr von internationalen Kapitalströmen getrieben werden (Teil 5).

Die Unternehmensgewinne gingen zu Lasten der Lohn- und Gehaltseinkommen, die im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung stark sanken. Der dadurch verursachte Kaufkraftverlust der Arbeiter und Angestellten wurde durch eine stetig ansteigende private Verschuldung ausgeglichen (Teil 4). Diese nicht nachhaltige Entwicklung endete in der Finanzkrise 2008.

Die private Überschuldung schwächt die Bilanzen der Geschäftsbanken und schränkt deren Kreditvergabe ein. Dies wiederum schwächt die Kaufkraft, insbesondere der unteren und mittleren Einkommensklassen, und führt zu einer chronischen Nachfrageschwäche.

Die Zentralbanken bekämpfen diese sektoralen Ungleichgewichte und die Nachfrageschwäche seither mit unkonventionellen Maßnahmen. Diese sind leider nur bedingt erfolgreich und haben enorme Nebenwirkungen: sie heizen die Vermögenspreise und die private Verschuldung an, beschädigen insbesondere das europäische Bankensystem und vergrößern die Ungleichheit nur noch weiter (Teil 6 – 8).

Die Staaten und Regierungen tragen die Hauptverantwortung für die Finanzkrise und deren Bewältigung. Sie waren es, die ein überelastisches Geldsystem geschaffen und durch eine dogmatische Wirtschaftspolitik die sektoralen Ungleichgewichte zugelassen oder sogar verstärkt haben (Teil 9 – 10).

Doch anstatt diese Ungleichgewichte heute durch eine entsprechende Fiskal-, Steuer- und Investitionspolitik abzubauen, halten sie an ihrer einseitigen Wirtschaftspolitik fest und überlassen die Arbeit den Zentralbanken, die ihrerseits ihre Möglichkeiten bereits weitgehend ausgeschöpft haben.

Solange diese Ungleichgewichte weiterbestehen und die Politik keinen Richtungswechsel vornimmt, ist eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung nur schwerlich möglich. Weitere Krisen, in welcher Form auch immer – politisch, wirtschaftlich oder sozial –, sind dann nur eine Frage der Zeit.

1. Volkswirtschaftliche Theorien und Realität

Im Jahr 2008 fragte die britische Königin Elisabeth II. bei einer Veranstaltung der London School of Economics die anwesenden Ökonomen: „Why didn't you see it coming?“. Sie meinte mit "it" die gerade wütende Finanzkrise. Offensichtlich hatten ökonomische Modelle Grundlegendes nicht berücksichtigt oder falsche Annahmen getroffen.

Die Volkswirtschaftslehre hat in den letzten Jahrzehnten die Ambition entwickelt eine Naturwissenschaft zu sein. Feststehende, mathematische Modelle sollten ökonomisches Verhalten im Detail erklären können. Seit der Finanzkrise ist aber klargeworden, dass die Volkswirtschaftslehre doch zu den Sozialwissenschaften gehört und starre mathematische Modelle das mitunter emotionale und wenig rationale Verhalten der Marktteilnehmer in vielen Fällen nicht abbilden können.

Wolfgang Stützel (Autor des Buchs „Volkswirtschaftliche Saldenmechanik“) unterscheidet zwischen komplizierten Verhaltensannahmen und trivial-arithmetischen Größenbeziehungen. Viele Verhaltensannahmen scheinen diese arithmetischen Größenbeziehungen aber nicht zu berücksichtigen.

Wir müssen also im Kant'schen Sinne fragen: Was können wir wissen?

1.1. Volkswirtschaftliche Gegebenheiten

Wissen können wir, dass die Volkswirtschaft ein Kreislaufsystem ist.

In diesem Kreislaufsystem dienen private Haushalte ihre Arbeitskraft den Unternehmern an und erhalten dafür Löhne und Gehälter. Die Unternehmen produzieren mit dieser Arbeitskraft die Waren und Dienstleistungen (ANGEBOT), die wiederum von den privaten Haushalten konsumiert werden (NACHFRAGE).

Enorme Bedeutung kommt dabei den volkswirtschaftlichen Ersparnissen zu.

Waren und Dienstleistungen (GÜTER), die eine Volkswirtschaft in einem Kalenderjahr produziert, aber NICHT verbraucht (NICHT konsumiert), gelten als volkswirtschaftliche Ersparnis. Dazu zählen beispielsweise im Geschäftsjahr selbst produzierte Maschinen oder Lagerbestände. Da diese „gesparten“ Güter aber für den Konsum in der Zukunft zur Verfügung stehen, stellen diese Ersparnisse auch eine volkswirtschaftliche Investition dar.

Zu einer Bruttoersparnis und damit Bruttoinvestition im volkswirtschaftlichen Sinne kommt es, wenn neues Realkapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.) geschaffen wird. Zur Berechnung der Nettoinvestitionen müssen davon die Abschreibungen abgezogen werden.

1.2. Irrungen der Volkswirtschaftslehre

In einer modernen Volkswirtschaft mit einem Finanzsystem zählen zu den Ersparnissen EINES Sektors (Haushalte oder Unternehmen) oder EINES Teilsektors (zum Beispiel arme oder vermögende Haushalte) aber auch monetäre Ersparnisse in Form von Finanzvermögen, also Geld und Wertpapiere.

Bisher wurden die monetären Ersparnisse und der Finanzsektor in der herrschenden Lehre aber nur unzureichend berücksichtigt. Der herrschenden Lehre lagen folgende Annahmen zu Grunde:

- Exogene Geldmenge, Neutralität des Geldes und „Loanable Funds“ Theorie
- Saldenausgleich von Forderungen und Verbindlichkeiten und das Ausblenden des Spar-Paradoxons

Wir wollen diese beiden Annahmeblöcke näher betrachten:

1.2. A. Exogene Geldmenge, Neutralität des Geldes und „Loanable Funds“ Theorie

Geld erfüllt neben einer Tauschmittelfunktion auch die Funktion eines Wertaufbewahrungsmittel von monetären Ersparnissen.

Die Theorie:

Die Geldmenge wird in der Lehre durch die Zentralbank bestimmt, also von außen (exogen) vorgegeben und ist weitestgehend starr. Die Zentralbank kann die Geldmenge aber ändern, um die Wirtschaft monetär zu steuern. Geld stellt nach dieser Lehre ein knappes Gut dar und unterliegt den Gesetzen von Angebot und Nachfrage. Gibt es kurzfristig zu viele Sparer, sinkt der Zinssatz. Sinkt der Zinssatz, steigt nach der Loanable Funds Theorie aber zwangsläufig die Kreditnachfrage an. Das Geschäftsbankensystem als Mittler transferiert dieses „überschüssige“ Geld dann als Kredit an die willigen Kreditnehmer, die damit Investitionen oder Konsumausgaben finanzieren. Die durch die Kreditaufnahme erhöhte Kaufkraft des Schuldners wird so durch die verminderte Kaufkraft des Gläubigers – verursacht durch Kreditvergabe - in gleichem Maße neutralisiert. Geld und Kredit spielten für die herrschende Volkswirtschaftslehre daher bisher keine große Rolle.

Als diese Theorien entwickelt wurden, war die Struktur des Bankensystems eine andere als heute. Die Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken bestanden hauptsächlich aus Sichteinlagen der Kunden, ihre Vermögenswerte hauptsächlich aus Krediten und landeseigenen Staatsanleihen. Zudem war die Geldschöpfung der Geschäftsbanken durch die Bindung an die Goldmenge („Goldstandard“) und eine hohe Mindestreserveanforderung der Zentralbanken oft begrenzt. Das Geldangebot war relativ unelastisch. Geld konnte nicht ganz zu Unrecht als ein verhältnismäßig knappes Gut bezeichnet werden. Dies spiegelte sich auch in den oben dargestellten Annahmen der Volkswirtschaftslehre wider.

Die Realität:

Im Laufe der letzten Jahrzehnte hat sich die Struktur des Bankensystems deutlich verändert. Die Kreativität der Geschäftsbanken und laxere Regulierungen führten zu einer Verlängerung der Geschäftsbankbilanzen. Neben Sichteinlagen der Kunden emittierten Geschäftsbanken nun eigene Wertpapiere (zusätzliche Verbindlichkeiten). Neben Krediten und Staatsanleihen wurde nun weiteres Finanzvermögen, teilweise auch außerhalb der eigenen Bilanz, angehäuft (zusätzliche Vermögen der Bank). Die Mindestreserveanforderungen der Zentralbanken sanken von hohen zweistelligen auf niedrige einstellige Prozentzahlen. Die Folge war eine Ausweitung der Geldmenge, die nicht von der Zentralbank exogen geschaffen und kontrolliert wurde, sondern vom Geschäftsbankensystem (endogen) selbst.

Ermöglicht wurde dies auch durch die Aufgabe des Goldstandards. Als US-Präsident Richard Nixon 1971 die internationale Gold-Konvertierbarkeit des US-Dollars aufhob, der bis dato als Anker des weltweiten Finanzsystems („Bretton Woods“) fungierte, legte er damit die Geldschöpfung nahezu vollständig in die Hände der privaten Geschäftsbanken und machte die Geldmenge elastisch. Vergrößert wurde deren Geldschöpfungspotential noch durch die weitgehende Abkehr der Zentralbanken von der Geldmengensteuerung über die Mindestreserveanforderungen und weitere Deregulierungsmaßnahmen.

In einem Umfeld wie den 1970er-Jahren mit starken Gewerkschaften und einem hohen Lohnanteil an der Wirtschaftsleistung (dem BIP oder anderen vergleichbaren Aggregaten), führte diese neue Elastizität des Geldangebots zwangsläufig auch zur Inflation der Güterpreise. Im Umfeld einer angebotsorientierten Wirtschaftspolitik, wie wir sie seit den 1980er-Jahren haben, führt die Elastizität

des Geldangebots aber hauptsächlich zu exzessiven Investitionen und zur Inflation der Vermögenspreise. Die Elastizität des Geldangebots ermöglicht es überschwänglichen Marktteilnehmern in einer globalisierten Welt durch erhöhte Kreditnachfrage monetäre Schocks („Monetary Shocks“) und globale Geldtsunamis auszulösen.

Die nationalen Zentralbanken haben die Kontrolle über die globalisierte Kreditvergabe durch Geldmengensteuerung weitestgehend verloren. Insbesondere wird dies in einem deflationären Umfeld deutlich, wenn die Zentralbanken versuchen, die Geldmenge und Kreditvergabe auszuweiten („Pushing on a string“).

Unser heutiges Geldsystem ist ein Kreditsystem. Rund 95 Prozent der eng definierten Geldmenge (M_1) sind Giralgeld, also Kontoguthaben (Buchgeld) von Sparern bei einer Geschäftsbank.

Jede Geschäftsbank kann nahezu unbegrenzt neues (Buch-) Geld schaffen, indem sie einen Kredit (Vermögen der Bank) vergibt und das entsprechende Guthaben (Verbindlichkeit der Bank) dafür auf das Konto des Kreditnehmers bucht. Reserven bei der Zentralbank braucht sie dafür kaum und bestehende Reserven kann sie auch nicht an den privaten Sektor verleihen (dazu mehr im achten Teil).

Neugeschaffenes Geld kann daher die Kaufkraft des Schuldners erhöhen, ohne dass es zwangsläufig die Kaufkraft der Sparer einschränkt. Dies aber nur, falls sich potentielle Schuldner entscheiden, bei niedrigeren Zinsen auch wirklich einen Kredit aufzunehmen und die Geschäftsbank sie auch für kreditwürdig hält. **Ein niedrigerer Zinssatz mündet also nicht zwangsläufig in einer höheren Kreditaufnahme. Und eine erhöhte Kreditaufnahme mündet auch nicht zwangsläufig in höheren Zinsen.**

Die durch die Kreditaufnahme erhöhte Kaufkraft des Schuldners wird also nicht durch eine verminderte Kaufkraft des Gläubigers ausgeglichen. So kann eine exzessive Kreditvergabe stattfinden, ohne dass sich der Exzess am Preis des Geldes, also am Zinssatz, zeitnah ablesen lässt.

Eine mögliche Blasenbildung in den Investitions- und Konsumgütermärkten oder bei Vermögenwerten lässt sich daher nicht unmittelbar feststellen.

Dies steht in krassem Gegensatz zu den Annahmen in der volkswirtschaftlichen Lehre, die bis zur Finanzkrise vorherrschend war.

1.2. B. Saldenausgleich von Forderungen und Verbindlichkeiten und das Paradoxon des Sparens

Wertpapiere stellen eine andere Form monetärer Ersparnisse dar.

Die Theorie:

Legt ein Haushalt seine Ersparnisse in Aktien oder anderem Eigenkapital an, so hält er als Anteilseigner einer Firma auch indirekt Anteile am Realkapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.), das diese Firma ihr Eigentum nennt. Das derartige Finanzkapital des Sparer spiegelt lediglich sein Eigentum am Realkapital wider, das ja bereits in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung erfasst wurde. Das Unternehmen ist im volkswirtschaftlichen Sinne „Schuldner“ des Sparer. Das Unternehmen schuldet dem Sparer das Realkapital und die daraus erzielten Gewinne. Es entsteht also bei dieser Anlage der Ersparnisse in Eigenkapital (Aktien, etc.) ein (volkswirtschaftliches) Gläubiger-Schuldner-Verhältnis.

Legt der Haushalt seine Ersparnisse in festverzinslichen Wertpapieren oder anderem Fremdkapital an, so wird er damit auch nach zivilrechtlicher Definition Gläubiger. Ihm steht immer der Emittent des Wertpapiers als Schuldner gegenüber.

Dasselbe gilt, wenn die Ersparnisse auf einem Konto („Einlagenkonto“) bei einer Geschäftsbank „angelegt“ werden. Den Guthaben bei den Geschäftsbanken (Einlagen, etc.) stehen im Bankensystem rechnerisch immer Verbindlichkeiten (Kredit, etc.) anderer Bankkunden oder Marktteilnehmer in derselben Höhe gegenüber. Jeder emittierte Geldschein als Verbindlichkeit der Zentralbank stellt in der Kasse der Geschäftsbanken oder beim Sparer „Guthaben“ dar.

Derartige Finanzvermögen und Schulden gleichen sich also in einem Währungssystem (wie beispielsweise dem Euro) vollständig aus. Der Saldo aus Finanzvermögen und Schulden ist immer Null. Allen Schuldnern stehen direkt (bei festverzinslichen Wertpapieren) oder indirekt (beim Geld über das Bankensystem) in der gleichen Höhe Gläubiger gegenüber.

Hier müssen wir kurz ausschwenken und festhalten: **Geld und festverzinsliche Wertpapiere sind für die einen Finanzvermögen, für andere aber sind sie Verbindlichkeiten oder Schulden. Wer sagt, dass es auf der Welt zu viele Schulden gibt, sagt implizit damit auch, dass es auf der Welt zu viel Finanzvermögen gibt. Es ist ein und dasselbe.**

Im Glauben an die Neutralität des Saldenausgleichs wurde die Verteilung der Finanzvermögen und Schulden von der Lehre bisher weitestgehend ignoriert.

Die Realität:

Die Neutralität des Saldenausgleichs von Finanzvermögen und Schulden ist aber eine Illusion. Denn auf deren Verteilung kommt es durchaus an! Die Verteilung der Vermögen steht nämlich im direktem Zusammenhang mit einer wichtigen volkswirtschaftlichen Variable: **der Sparneigung**. Diese beschreibt die Willigkeit und Fähigkeit einen gewissen Anteil seines Einkommens nicht zu konsumieren, sondern zu sparen. Und diese Sparneigung beeinflusst die oben erwähnte **Sparquote** einer Volkswirtschaft.

Eine hohe und ansteigende Vermögensungleichheit, also eine extreme Verteilung von Finanzvermögen und Schulden, sind ein Indiz dafür, dass einige wenige Haushalte in der Vergangenheit eine sehr hohe Sparneigung hatten. Ein Haushalt kann aber nur dann einen hohen Anteil seines Einkommens sparen, wenn das Einkommen selbst hoch ist und nicht gesamtheitlich für die notwendigen Lebenshaltungskosten aufgewendet werden muss. Die Sparneigung der oberen Einkommensschichten muss zwar nicht zwangsläufig hoch sein. Anstelle zu sparen, könnten diese Haushalte beispielsweise mehr Luxusgüter kaufen. Der empirische Befund deutet aber in eine andere Richtung. Haushalte tätigen ab einem bestimmten Einkommensniveau kaum zusätzliche Konsumausgaben, weil sie alle gewünschten Güter bereits erworben haben.

Wenn die Sparneigung der „oberen Zehntausend“ mit einer extremen Einkommens- und Vermögenskonzentration stark wächst, die Sparneigung der mittleren und unteren Einkommensschichten aufgrund ihrer fehlenden Sparmöglichkeit aber nahezu unverändert bleibt, steigt die Sparneigung der gesamten Volkswirtschaft insgesamt an. Nichtsdestotrotz kann die gesamtwirtschaftliche **Sparquote** in einem solchen Fall sinken, wenn sich die unteren und mittleren Einkommensschichten verschulden und ihre Sparquote damit negativ wird.

Für den Einzelnen mag eine hohe Sparneigung und die daraus resultierenden Ersparnisse zwar vorteilhaft sein, für die Volkswirtschaft als Ganzes aber sicherlich nicht. Es gilt das Paradoxon des Sparens („Paradox of Thrift“).

Um John Maynard Keynes' Beispiel zu zitieren: Ein heute „ersparter“ Restaurantbesuch von mir bedeutet eben nicht, dass der Gastwirt morgen mit zwei Restaurantbesuchen von mir rechnen kann - wie die Neoklassiker auch durch ihre Loanable Funds Theorie unterstellen. Es bedeutet für den Gastwirt, dass ich ihn heute um seinen Umsatz und Gewinn bringe und er daher wahrscheinlich auch für morgen weniger Lebensmittel einkauft, Gasträume bereithält und Kellner einstellt. Da er die heutigen und morgigen Ausgaben nicht durch den Gewinn meines heutigen Besuchs finanzieren

kann, muss der Gastwirt dafür auf seine Ersparnisse zurückgreifen, die dadurch sinken. Darüber hinaus sinken auch noch die Ersparnisse des Lebensmittelhändlers und des Kellners, die ich indirekt ebenfalls um ihre Umsätze und Ersparnisse bringe.

Der Vorsatz des Einzelnen mehr zu sparen führt letztendlich insgesamt zu weniger Ersparnissen in einer Volkswirtschaft und damit auch zu weniger Investitionen und einem niedrigeren Kapitalstock. Eine extrem hohe Sparneigung von Einzelnen aufgrund einer extremen Vermögens- und Einkommensungleichheit ist für eine Volkswirtschaft auf Dauer schädlich.

Der Saldenausgleich von Finanzvermögen und Schulden ist entgegen der bisherigen volkswirtschaftlichen Lehre also nicht neutral. Die Verteilung der Schulden und Finanzvermögen hat nämlich gleichwohl einen Effekt auf wichtige volkswirtschaftliche Einflussgrößen, insbesondere die Sparquote, und damit auch auf das volkswirtschaftliche Wachstum insgesamt.

Und das Sparverhalten des Einzelnen wird nicht nur durch messbare Größen beeinflusst, sondern auch durch emotionale und mitunter irrationale Verhaltensweisen der Marktteilnehmer, die mit starren mathematischen Modellen kaum prognostiziert werden können. Die Volkswirtschaftslehre ist eben doch eine Sozial- und keine Naturwissenschaft.

Um auf die Ausgangsfrage zurückzukommen: Wissen im Kant'schen Sinne können wir nur die Fakten und die hier diskutierten allgemeinen Zusammenhänge aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. Diese sollte auch den bisher vernachlässigten Finanzsektor einschließen.

Auf das Glauben im Kant'schen Sinne beschränken dürfen wir uns bei vielem, was darüber hinausgeht. Zum reinen Glauben gehören auch einige der volkswirtschaftlichen Annahmen der letzten Jahrzehnte.

Die Situation der Haushalte und Unternehmen

2. Ungleichheit und Sparschwemme der Haushalte

In einer Gesellschaft mit einer kapitalistischen Wirtschaftsordnung ist eine moderate Ungleichheit bei Einkommen und Vermögen das natürliche Resultat des Wirtschaftsprozesses. Sie spiegelt lediglich die unterschiedliche Leistungsbereitschaft und -fähigkeit der Wirtschaftsteilnehmer wider und dient auch als gesellschaftliches Anreizsystem, Leistungen zu erbringen. Sie ist daher zu begrüßen. Extreme Ungleichheit bei Einkommen und Vermögen dagegen sind das Resultat eines unausgeglichene und nicht nachhaltigen Wirtschaftsprozesses und spalten die Gesellschaft.

Nicht erst seit Thomas Piketty („Kapital im 21. Jahrhundert“) wissen wir, dass sich die Verteilung der Vermögen und Einkommen wieder den Extremen aus den 1920er-Jahren angenähert hat. Um die Dimension der heutigen Einkommensungleichheit und den daraus resultierenden Ersparnissen - die wir im Folgenden „Sparschwemme“ nennen wollen - darzustellen, untersuchen wir im Folgenden das oberste Perzentil (Top 1%) der Einkommen und Vermögen am Beispiel Deutschlands. Die darauf basierten Aussagen gelten aber in ähnlichem Maß oder sogar noch mehr für die meisten anderen entwickelten Länder und Volkswirtschaften.

Ungleichheit in Deutschland

Arbeitseinkommen

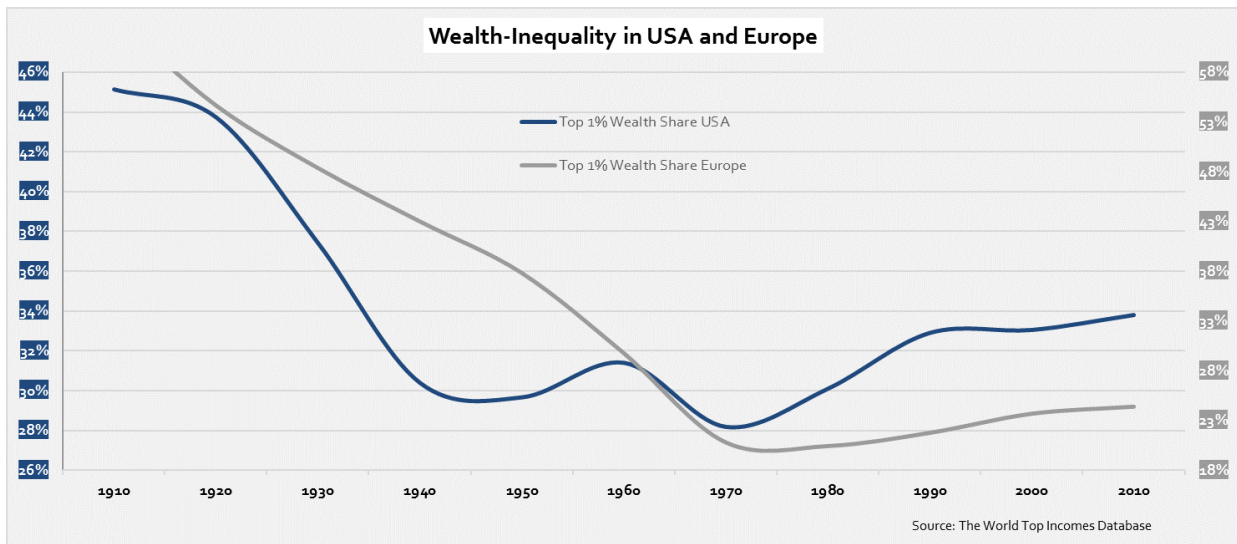
In Deutschland und Europa insgesamt sind die Arbeitseinkommen (Löhne und Gehälter) auch aufgrund einer progressiven Einkommenssteuer weit weniger ungleich verteilt als beispielsweise in den USA. Die oberste Lohnneinkommensklasse (Top 10%) verdient in den USA rund 50 Prozent des gesamten Lohnneinkommens, in Europa hingegen verdient diese Elite „nur“ 36 Prozent davon:



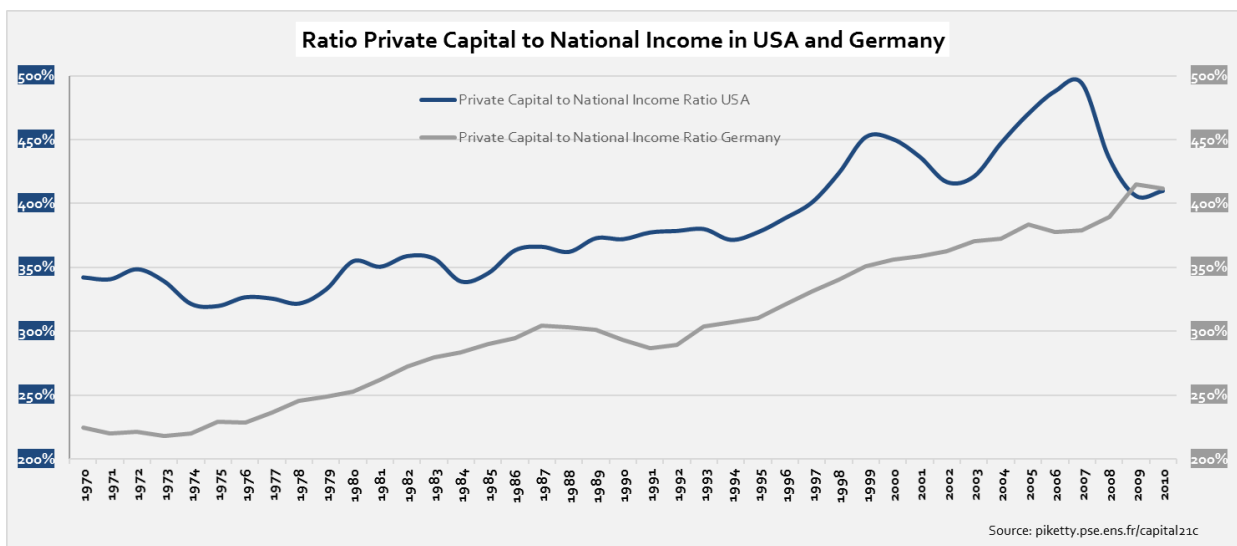
Das oberste Perzentil (Top 1%) der Lohn- und Gehaltseinkommen teilt sich in Deutschland rund 13 Prozent des gesamten Nettoarbeitseinkommens. Um zum obersten Perzentil (Top 1%) zu gehören, musste man 2015 mindestens rund EUR 125.000 pro Jahr netto (nach Steuern) verdienen. Einmal zu dieser Gruppe (Top 1%) dazugehörend, verdient man aber im Durchschnitt rund EUR 253.000 netto (nach Steuern) pro Jahr.

Kapitaleinkommen

Zwar hat die Kapitalkonzentration der Vermögendsten heute nicht mehr das Ausmaß des frühen 20. Jahrhunderts erreicht. Seit den 1970er-Jahren steigt aber auch hierzulande die Vermögenskonzentration wieder an und ist ebenso wie in den USA deutlich größer als die Ungleichheit bei den Arbeitseinkommen.



In Verbindung mit einem hohen Verhältnis von Kapitalstock zur Wirtschaftsleistung - dem Bruttoinlandsprodukt oder anderen vergleichbaren Aggregaten - und einer hohen Kapitalrendite geht daraus ein hohes Kapitaleinkommen für die Kapitalbesitzer hervor. Zum Kapitaleinkommen zählen Zinsen, Dividenden, Mieten, Fondsausüttungen, Betriebsgewinne etc.



Eine genaue Kenntnis des Vermögensbesitzes und der daraus resultierenden Kapitalgewinne der obersten Schichten in Deutschland besitzen wir nicht. Es fehlt seit der Abschaffung der Vermögenssteuer an amtlichen Steuerdaten. Man kann das Datenproblem aber über verschiedene Schätzmethoden eingrenzen und kommt so zu einigermaßen belastbaren Ergebnissen. Demnach verfügen die Deutschen insgesamt über ein Vermögen von rund EUR 9.000 Milliarden (EUR 9 Billionen), welches überwiegend aus Guthabenkonto bei Geschäftsbanken und Immobilienvermögen besteht. Das oberste Perzentil (Top 1%) der Vermögenden nennt rund 33

Prozent dieses Gesamtvermögens sein Eigen, also rund EUR 3.000 Milliarden. Davon besaßen 2015 allein die 100 deutschen Dollarmilliardäre zusammen rund EUR 400 Milliarden.

Die Kapitalgewinne - Zinsen, Dividenden, Mieten, Fondsausschüttungen, Betriebsgewinne, etc. - nach Steuern betrugen in Deutschland im Jahr 2015 nach Schätzungen insgesamt zwischen EUR 410 Mrd. und EUR 577 Mrd. Das entspricht einer Kapitalrendite zwischen 4,5 Prozent und 6,4 Prozent, die wir auch als Rendite für die Vermögenswerte des reichsten Perzentils (Top 1%) ansetzen. Wahrscheinlich liegt deren Kapitalrendite aber darüber. Denn je nach Einkommenshöhe verändert sich auch die Vermögensstruktur. Falls untere und mittlere Einkommensschichten überhaupt Ersparnisse zurücklegen können, so halten sie dieses überwiegend als Eigenkapital von selbstbewohnten Immobilien und vor Allem auf Guthabenkonten bei Geschäftsbanken. Dies auch, weil unvorhersehbare Ausgaben keine langfristigen, höherrentierlichen Anlagen erlauben. Nach Untersuchungen des Instituts der deutschen Wirtschaft legte das oberste Perzentil (Top 1%) hingegen seine Ersparnisse im Durchschnitt wie folgt an:

Das oberste Perzentil der Einkommen (Top 1%) in Deutschland (2011)	
Vermögensart	Anteil am Gesamtvermögen
Immobilien	51%
Betriebsvermögen	35%
Festverzinsliche Wertpapiere	10%
Aktien	3%
Sonstige Aktiva	1%

Um zum obersten Perzentil (Top 1%) der Vermögenden zu gehören, musste man 2015 über mindestens EUR 1.000.000 Nettovermögen - also ohne Schulden - verfügen. Wenn man zu dieser Gruppe aber einmal gehört, besitzt man im Durchschnitt ein Vermögen von rund EUR 7.000.000 und hat daraus 2015 rund EUR 444.000 an Kapitaleinkommen erzielt.

Um die Ersparnisse dieser Gruppe abzuschätzen, kann man nun folgende Rechnung aufmachen:

Beim Lohneinkommen, das in dieser Gruppe 2015 bei durchschnittlich EUR 253.000 lag, ziehen wir jährliche Lebenshaltungskosten und sonstige Konsumausgaben in Höhe von 50 Prozent des Nettoeinkommens - also rund EUR 127.000 - ab. Bei den Kapitaleinkommen, die in dieser Gruppe 2015 bei durchschnittlich EUR 444.000 lagen, ziehen wir für jährliche Lebenshaltungskosten und sonstige Konsumausgaben von zusätzlich 10 Prozent des Nettoeinkommens - also rund EUR 44.000 - ab. Wir gehen bei der Annahme dieser geringeren Konsumquote - 10 Prozent statt 50 Prozent - davon aus, dass ein Kapitaleigentümer auch noch Lohneinkommen erzielt und davon größtenteils seine Ausgaben finanziert. Die Aufwendungen der Dollarmilliardäre für Konsumausgaben im Verhältnis zu ihrem Lohn- und Kapitaleinkommen dürften weit geringer ausfallen als die 50 und 10 Prozent, die wir hier veranschlagt haben.

Das oberste Perzentil der Einkommen (Top 1%) in Deutschland 2015			
Netto-Kapitaleinkommen		Netto-Arbeitseinkommen	
Beschäftigte insg.	Netto-Kapitaleinkommen insg. (nach Steuern)	Beschäftigte insg.	Netto-Arbeitseinkommen insg. (nach Steuern und Abgaben)
42.979.000	577.596.000.000	42.979.000	836.563.000.000
Top 1% Anteil am Netto-Kapitaleinkommen insg.		Top 1% Anteil am Netto-Arbeitseinkommen	
33%	190.606.680.000	13%	108.753.190.000
Personen Top 1%	Netto-Kapitaleinkommen Top 1% pro Person	Personen Top 1%	Arbeitseinkommen Top 1% pro Person
429.790	443.488	429.790	253.038
Quellen: VGR des Statistischen Bundesamts, IDW Köln, Hans-Böckler-Stiftung, Deutsche Bundesbank, EZB, Forbes, eigene Berechnungen			

Das oberste Perzentil der Einkommen (Top 1%) in Deutschland 2015	
Arbeitseinkommen Top 1% pro Person	253.038
abzgl. Lebenshaltungskosten: 50%	126.519
Verbleib Top 1% pro Person	126.519
Kapitaleinkommen Top 1% pro Person	443.488
abzgl. Lebenshaltungskosten: 10%	44.349
Verbleib Top 1% pro Person	399.139
JÄHRLICHE ERSPARNISSE AUS KAPITAL- und ARBEITSEINKOMMEN Top 1% pro Person:	525.658
JÄHRLICHE ERSPARNISSE AUS KAPITAL- und ARBEITSEINKOMMEN Top 1% INSGESAMT:	225.922.607.000

Selbst unter diesem aus unserer Sicht konservativen Ansatz kommt man auf Basis der Zahlen von 2015 zu folgendem Ergebnis:

Die Ersparnisse der deutschen Superreichen (Top 1%) aus ihren Lohn- und Kapitaleinkommen dürften insgesamt bei mindestens rund EUR 225 Mrd. pro Jahr liegen. Der Nachfrageentzug durch dieses Sparen des obersten Perzentils (Top 1%) entsprach 2015 rund zehn Prozent der gesamten Konsumnachfrage in Deutschland.

Von den Ersparnissen der Superreichen werden jährlich neu rund EUR 113 Mrd. in Immobilien und EUR 32 Mrd. in festverzinsliche Anleihen und andere Finanzvermögen angelegt, wenn man der oben dargestellten Vermögensverteilung folgt.

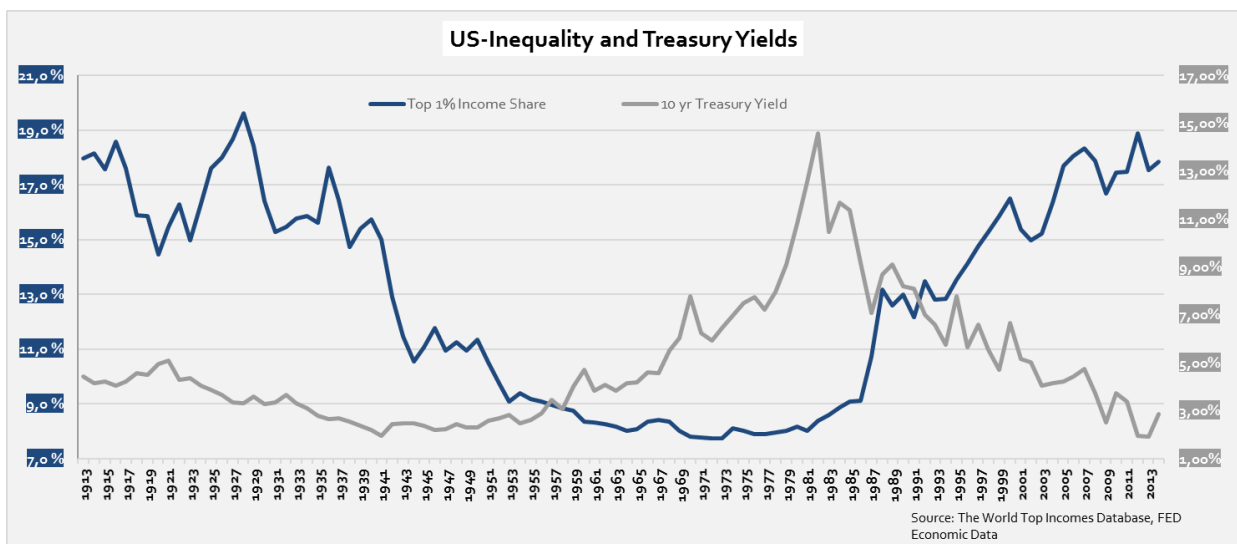
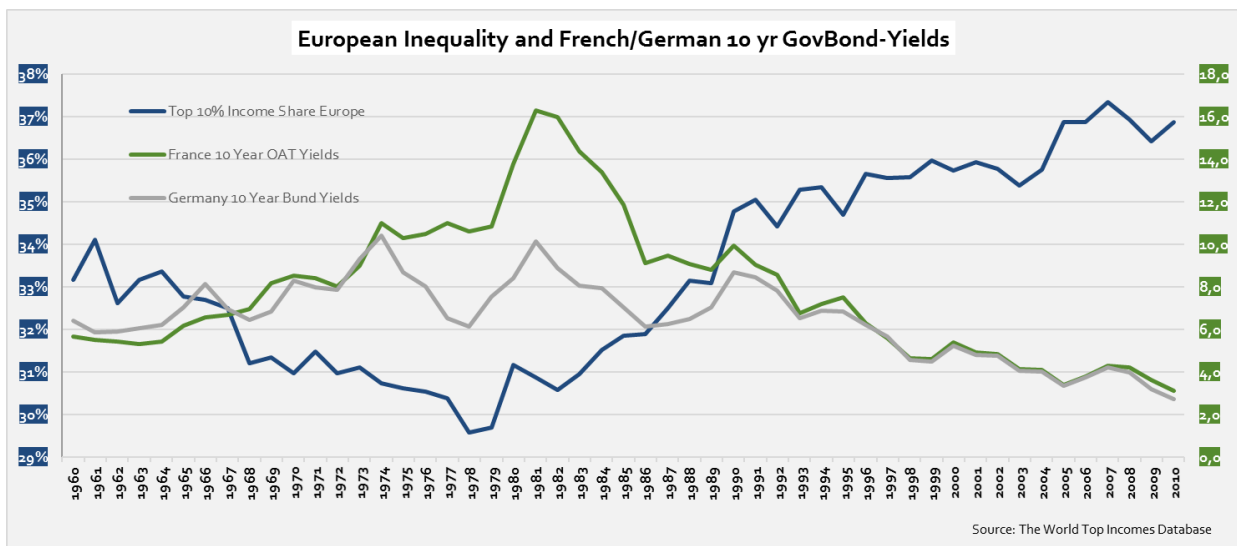
Innerhalb von 5 Jahren würden sich die jährlichen Ersparnisse der deutschen Einkommenselite (Top 1%) auf EUR 1,1 Billionen summieren. Sie erreichen in dieser kurzen Zeit bereits ein höheres Volumen, als die Europäische Zentralbank im Rahmen ihres viel kritisierten QE-Programms bisher (Stand: Sep 2016) an Anleihen zur Ankurbelung der Wirtschaft gekauft hat.

Und diese Kalkulation spiegelt lediglich die Ersparnisse von deutschen Superreichen (Top 1%) wider. Die Ersparnisse der Superreichen aus anderen europäischen Ländern - ganz zu schweigen von den

Ersparnissen der Superreichen des außereuropäischen Auslands, die auch bei uns angelegt werden - sind dabei noch gar nicht berücksichtigt.

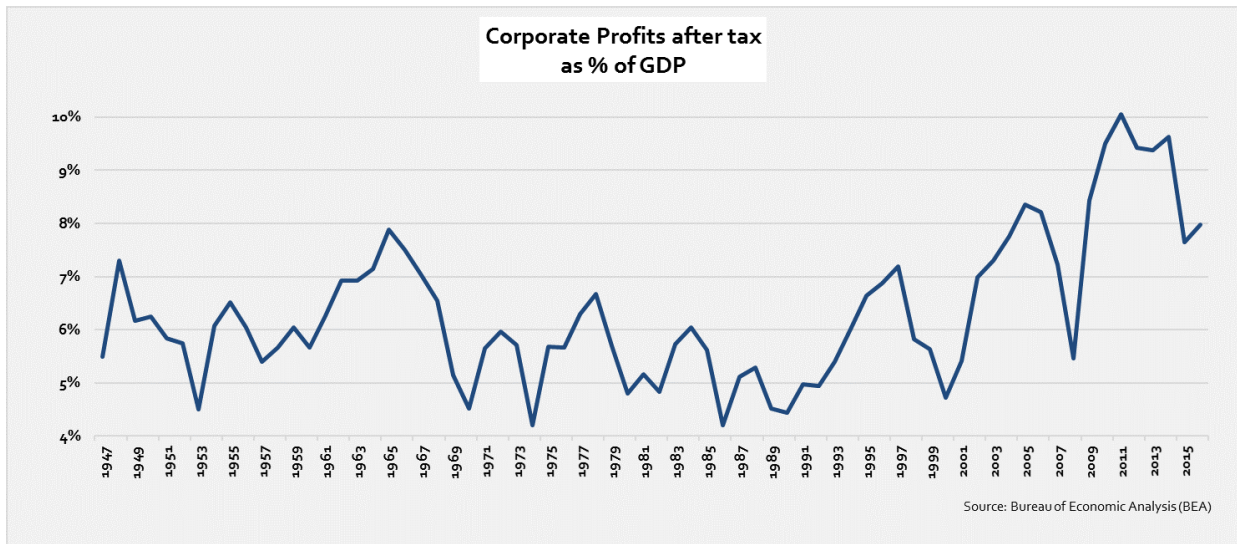
Nicht nur die Europäische Zentralbank und ihr QE-Programm drückt also die Zinsen und heizt die Vermögenspreise an, sondern insbesondere die Ersparnisse der besonders Wohlhabenden. Um Missverständnissen vorzubeugen: Uns geht es hier nicht darum die exakten Zahlen der Ersparnisse von Superreichen zu berechnen. Diese mögen etwas über oder unter unseren Schätzungen liegen. Uns geht es hier nur darum zu zeigen, welche Auswirkung die momentane Ungleichverteilung bei Einkommen und Vermögen hat und welche wirtschaftlichen Konsequenzen daraus entstehen.

Extreme Ungleichheit bei Einkommen und Vermögen, wie wir sie heute wieder vorfinden, bedeuten hohe Ersparnisse der obersten Einkommensschichten. Diese „Sparschwemme“ entzieht der Volkswirtschaft Konsumnachfrage und löst einen starken Anlagedruck auf Vermögenswerte aus, insbesondere auf Immobilien und Finanzvermögenswerte. Der Nachfrageanstieg nach Finanzvermögen durch diese Einkommensschichten ist auch ein wichtiger Faktor in der Erklärung niedriger Zinsen und Renditen. Tendenziell sind Renditen niedriger, wenn die Ungleichheit größer ist und anders herum - hier aufgezeigt am Beispiel der Staatsanleiherenditen Frankreichs, Deutschlands und den USA und dem Anteil der obersten Einkommensschichten am gesamten Kapital- und Arbeitseinkommen:

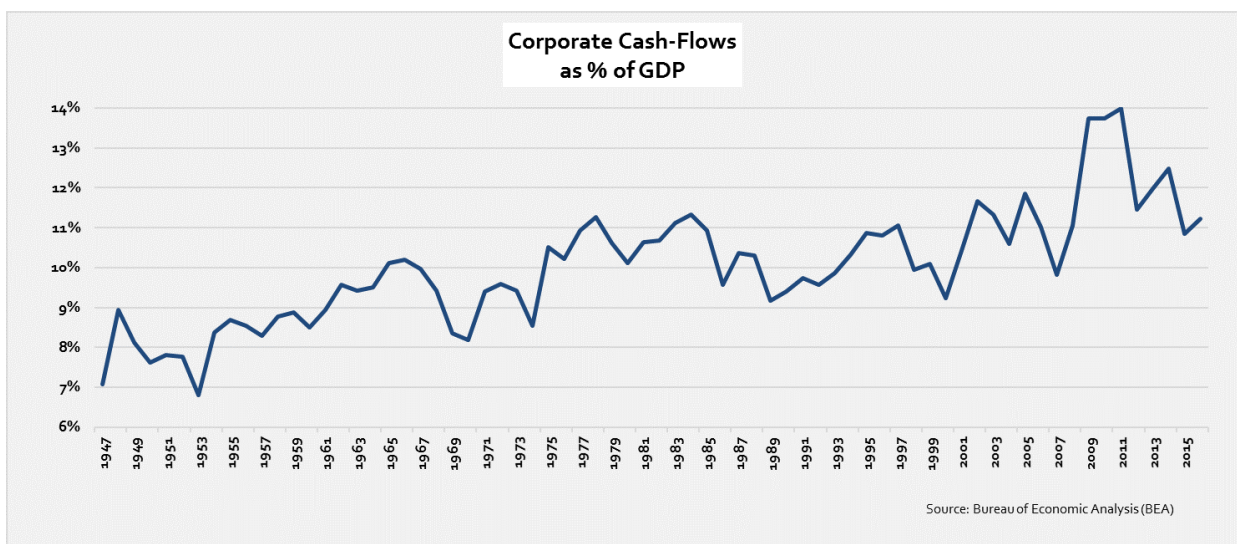


3. Sparschwemme der Unternehmen

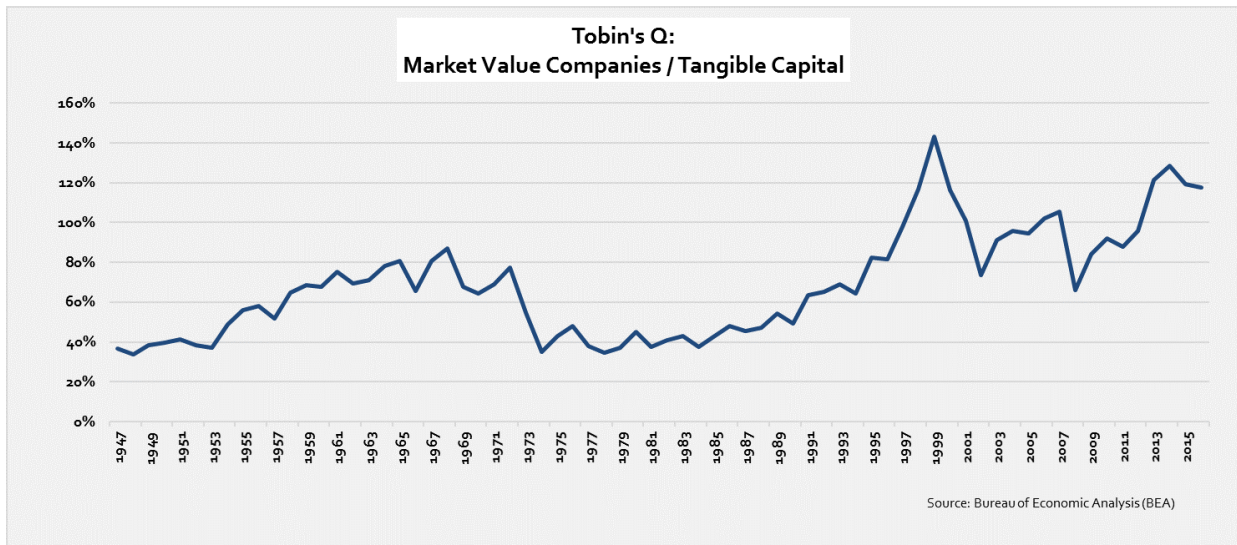
Den Unternehmen geht es offenbar gut. Nicht nur den amerikanischen Unternehmen in unserer Darstellung, sondern auch vielen anderen insbesondere globalen Unternehmen aus anderen Ländern. Die Unternehmensgewinne in Relation zur Wirtschaftsleistung - dem Bruttoinlandsprodukt oder anderen vergleichbaren Aggregaten - sind nahe ihres nachkriegshistorischen Hochs von 2010:



Bei ihren Cash-Flows, die ja weniger steuerlichen und buchhalterischen Optimierungsmethoden unterliegen, sieht es noch besser aus:



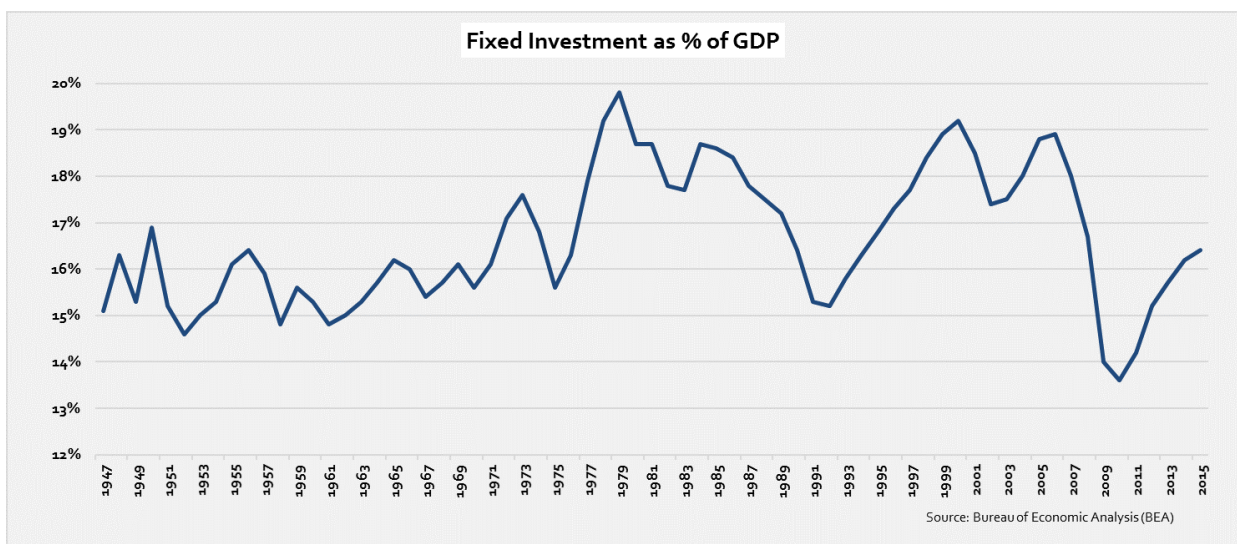
Die Investoren erkennen dies an und bewerten die Unternehmen entsprechend hoch - hier dargestellt am Maßstab von Tobin's Q, dem Quotienten von Firmenmarktwert zu Firmenbuchwert:



In der neoklassischen Theorie bedeuten hohe Unternehmensgewinne, dass die Grenzproduktivität des Kapitals relativ hoch ist.

Die Kreditkosten („Zinsen“) für Unternehmen sind seit einiger Zeit so niedrig wie selten zuvor. Und zudem impliziert eine hohe Unternehmensbewertung auch hohe Preise für das bestehende Realkapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.), das diese hohen Firmenwerte ja repräsentieren. In einem solchen Umfeld sollte es theoretisch einen regelrechten Investitionsboom geben, weil die lukrative Bewertung des bestehenden („alten“) Realkapitals ja zur gewinnträchtigen Schaffung von „neuem“ Realkapital - also Investitionen - animieren sollte.

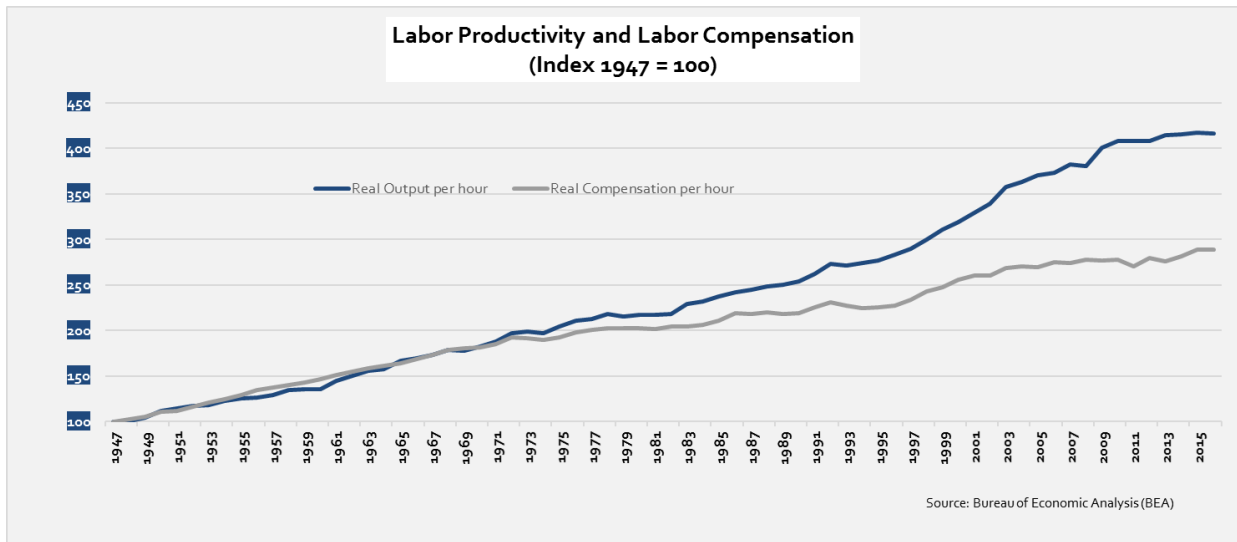
Und doch spricht der Blick auf die Investitionstätigkeit der Unternehmen eine andere Sprache:



Die Investitionen, gemessen an der Wirtschaftsleistung, lagen zuletzt zwar in etwa so hoch wie durchschnittlich in den letzten 60 Jahren. Ein großer Teil davon dürfte aber immer noch Nachholinvestitionen gewesen sein, die sich seit der großen Rezession von 2008 „aufgestaut“ hatten. Von einem Investitionsboom kann also keine Rede sein.

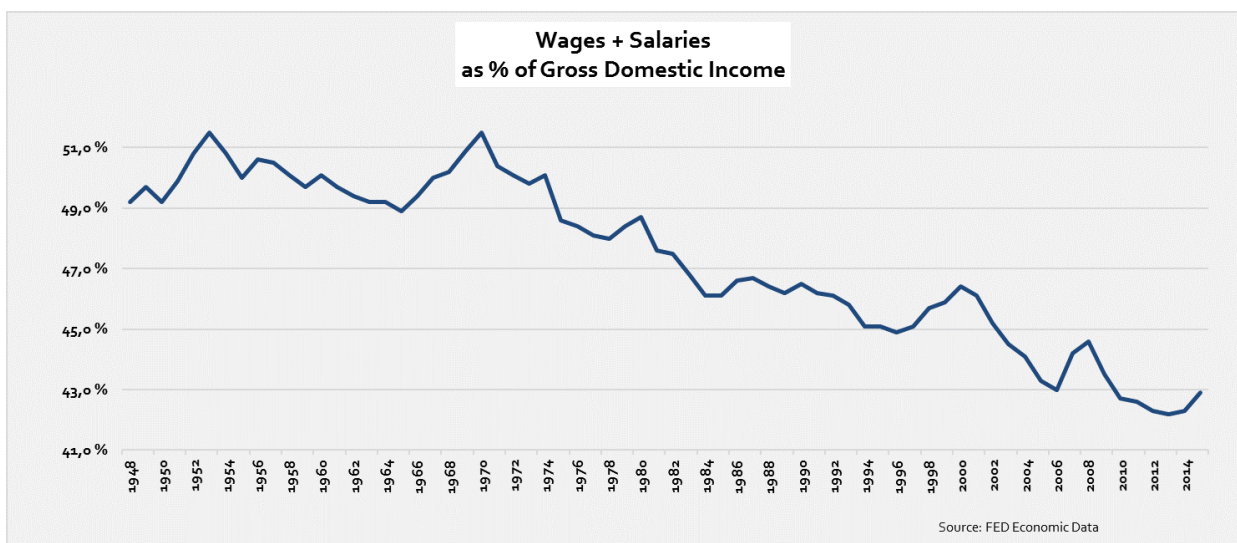
Dies bedeutet, dass die Grenzproduktivität des Kapitals deutlich niedriger sein muss, als es die hohen Unternehmensgewinne implizieren. Dafür kann es in einem nichtmonopolistischen Wirtschaftssystem nur **EINE** logische Erklärung geben: Die Grenzproduktivität der Arbeit ist deutlich **HÖHER**, als es die Löhne und Gehälter widerspiegeln.

Der Produktivitätszuwachs muss also überproportional an die Kapitaleigentümer gegangen sein, zu Lasten der Arbeitseinkommen. Und so ist es auch:



Nicht nur in den USA (unser Chart), sondern auch in vielen anderen entwickelten Ländern der Welt, stiegen die Löhne bis 1970 in Tandem mit der erzielten Wirtschaftsleistung. Ab 1970 begann die reale Produktionsmenge leicht stärker, ab den 1980er-Jahren signifikant stärker zu wachsen als die realen Löhne und Gehälter.

Um es noch deutlicher auszudrücken: Die Arbeiter und Angestellten erhielten über einen langen Zeitraum einen zu geringen Anteil an der Wirtschaftsleistung. Ihre Löhne und Gehälter lagen deutlich unter dem, was ihnen aufgrund ihrer eigenen Arbeitsleistung eigentlich „zugestanden hätte“. Dies zeigt sich auch am abnehmenden Anteil der Löhne und Gehälter an der gesamten Wirtschaftsleistung:



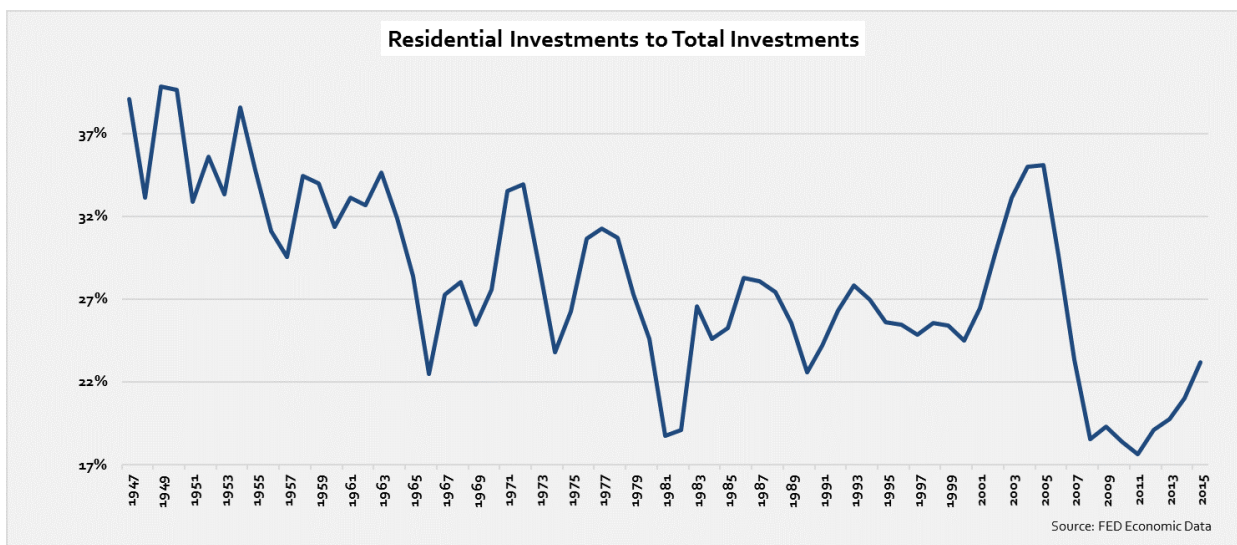
Konsumnachfrage

Nun mag man beim Blick auf diesen obigen Chart zu dem Schluss kommen: Arbeitseinkommen sind von durchschnittlich 50 Prozent im Jahr 1970 auf heute 43 Prozent der Wirtschaftsleistung gefallen. Was heißt das schon? Ausgedrückt in Zahlen bedeutet es, dass allein die Löhne und Gehälter in den USA heute um insgesamt rund USD 1.300 Mrd. jährlich höher wären, wenn die Arbeitseinkommen noch einen Anteil von 50 Prozent an der Wirtschaftsleistung hätten. Und dies gilt in vergleichbaren Maße auch für andere Industrieländer. Bei höheren Löhnen und Gehältern würden die privaten Haushalte über eine höhere Kaufkraft verfügen. Diese würde sich sowohl auf die Konsum- als auch Investitionsnachfrage auswirken. Bei einer Sparquote der privaten US-Haushalte von heute rund sechs Prozent würde eine Rückkehr des Lohnanteils auf 50 Prozent einen Anstieg der Konsumausgaben um rund USD 1.220 Mrd. oder knapp zehn Prozent pro Jahr mehr bedeuten. Ein gigantisches Konjunkturprogramm!

Investitionsnachfrage

Zu den größten Investitionen, die private Haushalte in ihrem Leben vornehmen, gehört der Kauf einer Immobilie. **Bei sinkenden relativen Arbeitseinkommen sind aber immer weniger Haushalte in der Lage eine solche Immobilie zu finanzieren, weil Banken ihnen aufgrund ihrer schlechteren Ertragslage die Kredite verweigern.**

Immobilieninvestitionen stellen einen beträchtlichen Teil der gesamtwirtschaftlichen Investitionsnachfrage dar. In den USA entwickelte sich der Anteil der Immobilieninvestitionen an den gesamten Investitionen wie folgt:



Demnach sind die Immobilieninvestitionen von deutlich über 30 Prozent der Gesamtinvestitionen in den 1950er-Jahren stetig auf heute rund 23 Prozent gefallen, obwohl die Bevölkerungszahl in der gleichen Zeit explodiert ist: von damals 180 Mio. auf heute 320 Mio. US-Bürger. Eine kurze Ausnahme bilden die 2000er-Jahre, wo ein bedeutender Teil der Immobilieninvestitionen durch Subprime-Kredite finanziert wurden, die nicht nachhaltig waren.

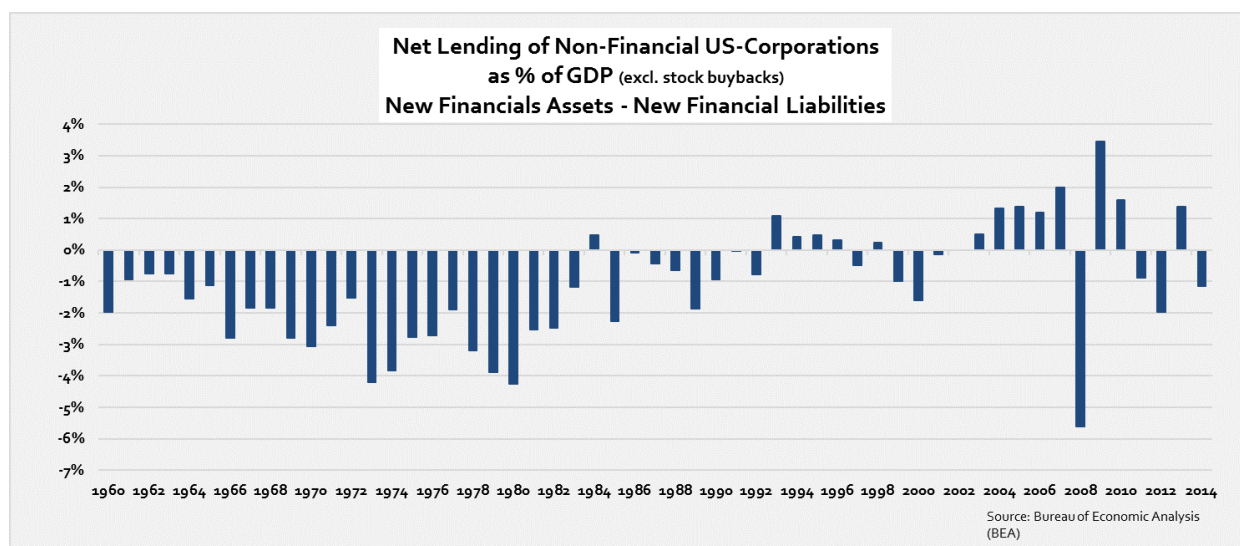
Der sinkende Anteil der Immobilieninvestitionen an den Gesamtinvestitionen erklärt auch, warum die gesamten Investitionen heute so niedrig sind und der US-Konsumanteil an der Wirtschaftsleistung entsprechend hoch (rund 70%). Und ein sinkendes relatives Arbeitseinkommen der privaten Haushalte erklärt zum Teil auch diese niedrigen Immobilieninvestitionen.

Unternehmensgewinne

Zurück zu den Unternehmen: Die Unternehmen konnten also nur deshalb solch hohe Gewinne erzielen, weil die von ihnen zu bezahlenden Arbeitskosten gemessen an der Arbeitsproduktivität so niedrig waren.

Was aber machen die Unternehmen mit diesen enormen Profiten? Wie wir schon gesehen haben, werden die daraus resultierenden Ersparnisse heutzutage nur noch zu einem kleinen Teil zur Finanzierung von Investitionen benutzt, also dem Kauf von Realkapital wie Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände etc. Ein nicht geringer Teil dieser Ersparnisse wird heute an die Unternehmenseigentümer ausgeschüttet, bei börsennotierten Unternehmen als Dividende. Ein weiterer Teil fließt bei diesen Unternehmen in den Rückkauf eigener Aktien.

Doch nicht nur kaufen die Unternehmen mit ihren Ersparnissen eigenes Finanzvermögen, sondern darüber hinaus Finanzvermögen von anderen Emittenten und Schuldnern. **Diese Käufe haben ein derartiges Ausmaß angenommen, dass die Unternehmen nun mehr an Finanzvermögen anhäufen, als dass sie neue Finanzverbindlichkeiten, also Schulden, aufnehmen. Dies bedeutet im Klartext, dass in vielen Länder die Unternehmen de facto zu Nettosparern und Nettokreditgebern geworden sind:**



Doch nicht nur US-Unternehmen (Non-Financials) haben sich zu Netto-Kreditgebern entwickelt. Allein unter den G7-Staaten gehören dazu auch die Unternehmen aus Japan, Kanada, Großbritannien und Deutschland (Quelle: [IWF](#)).

Die Ersparnisse der Unternehmen tragen also ebenso wie die Ersparnisse der superreichen Privathaushalte zu einer Sparschwemme bei. Diese Sparschwemme der Unternehmen entzieht der Wirtschaft die Investitionsnachfrage und löst einen ähnlichen Anlagedruck auf Vermögenswerte aus, wie die Ersparnisse der besonders vermögenden Privatpersonen.

Sowohl das FED Board of Governors der US-Notenbank ([hier](#)) als auch der IWF und die OECD ([hier](#) und [hier](#)) wundern sich darüber und stellen das aus ihrer Sicht sonderbare Verhalten der Unternehmen den Annahmen aus der Volkswirtschaftstheorie gegenüber. Dort lernen wir in den ersten Vorlesungen, dass Haushalte generell sparen und den Unternehmen diese Ersparnisse über das Bankensystem als Kredit zur Verfügung stellen.

Heute dagegen sind Unternehmen zu Nettosparern und Nettokreditgebern geworden. Die volkswirtschaftliche Theorie wird so ad absurdum geführt: Die Unternehmen „verleihen“ ihre Ersparnisse an die weniger privilegierten privaten Haushalte, damit diese die Produkte der Unternehmen auf Pump kaufen können.

Dass es in einem solchen System zu Schulden- und Finanzkrisen kommt und das wirtschaftliche Wachstum schwach ist, ist kein Wunder, sondern nur eine logische Konsequenz. Werner Vontobel, Schweizer Ökonom und Publizist, geht sogar so weit, dass er zu hohe Unternehmensgewinne als Mutter aller Finanzkrisen bezeichnet ([hier](#)).

Und in der Tat stellt die heutige Entwicklung eine Parallele zu den 1920er-Jahren dar. Von 1919 bis 1929 stiegen Produktion und Produktivität des einzelnen Arbeiters um 43 Prozent, während Löhne, Gehälter und Preise relativ stabil blieben, wie J.K. Galbraith in „Der große Crash“ darlegt. Da die Arbeitskosten - Löhne und Gehälter - relativ gesehen fielen, mussten die Unternehmensgewinne auch damals relativ zur gesamten Wirtschaftsleistung steigen. Auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten befeuerten diese Ersparnisse der Kapitalbesitzer zunächst einen Investitionsboom und danach eine Spekulationsorgie, die im Crash von 1929 und der Großen Depression endete.

4. Ungleichheit und Schulden

Im vorigen Beitrag haben wir festgestellt, dass die Steigerung der Arbeitsproduktivität hauptsächlich den Kapitaleigentümern zu Gute kam und die Lohnempfänger - gemessen an der Arbeitsproduktivität - nicht ausreichend kompensiert wurden. Dies führte zu einem stetigen Anstieg der Unternehmensgewinne und einem Rückgang des Lohnanteils an der Wirtschaftsleistung. Unternehmen wurden in vielen Ländern zu Nettokreditgebern.

Aufgrund der hohen Vermögensungleichheit befinden sich die Unternehmen zu einem bedeutenden Teil im Besitz der besonders vermögenden privaten Haushalte. Die Unternehmensgewinne, in Form von Gewinnausschüttungen und steigenden Unternehmensbewertungen (Aktienkurse, etc.), tragen so auch zu den Ersparnissen und damit zur Sparschwemme der privilegierten Haushalte bei.

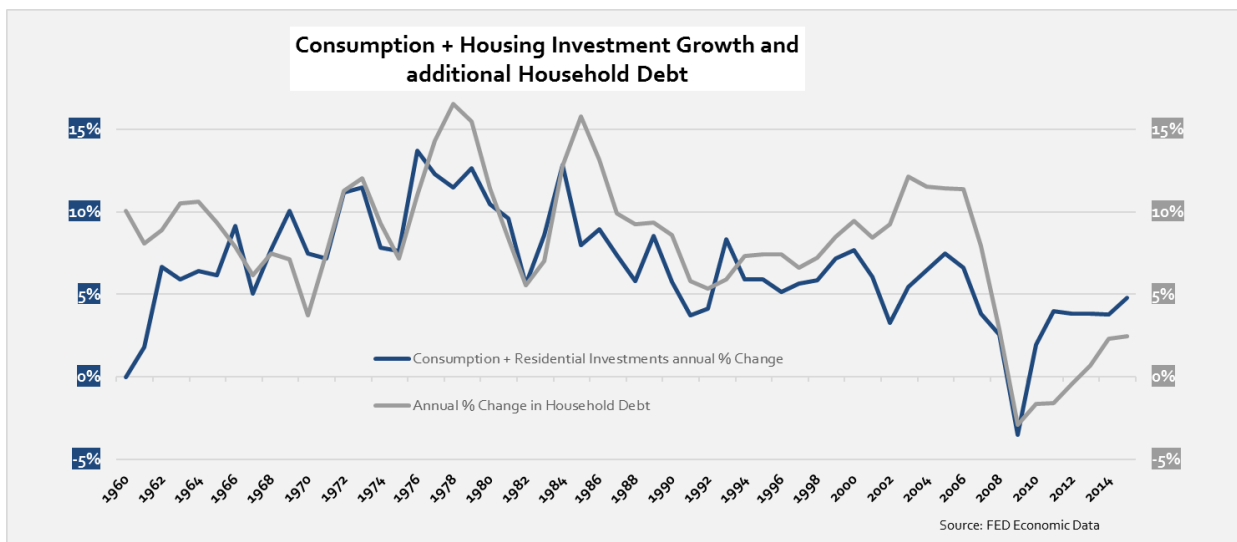
Wenn aber sowohl die besonders vermögenden Haushalte als auch die Unternehmen selbst sparen und zu Nettokreditgebern werden, müssen andere volkswirtschaftliche Sektoren die dazu spiegelbildlichen Schulden machen. Wir erinnern uns an den im ersten Teil dieses Beitrags beschriebenen notwendigen Saldenausgleich: Die Finanzvermögen der Einen sind die Schulden der Anderen und diese gleichen sich in einem Währungssystem (wie beispielsweise dem Euro) immer vollständig aus.

Als Netto-Kreditnehmer kommen neben dem Staat nur noch zwei Sektoren in Frage: Die weniger privilegierten Haushalte im Land und das Ausland.

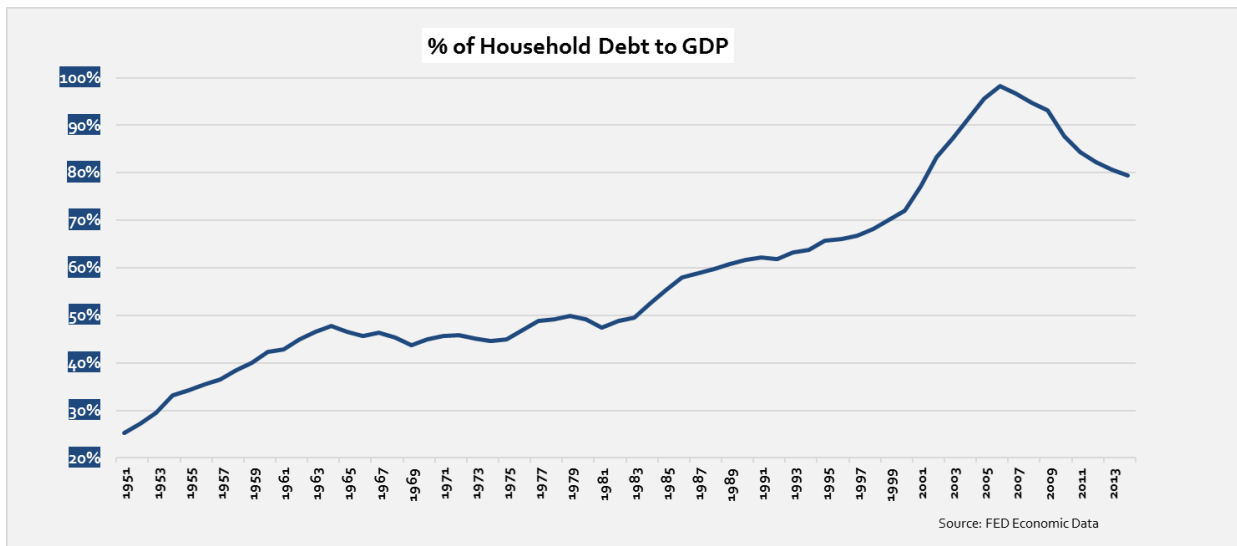
In diesem Zusammenhang stellt sich auch die Frage, warum das Wirtschaftswachstum in den letzten 30 Jahren so hoch war und die Zeit gar als „Great Moderation“ beschrieben wurde. Und dies, obwohl die Ungleichgewichte bei Haushalteinkommen und Unternehmensgewinnen schon länger bestehen. Wie konnten private Haushalte eine so hohe Nachfrage nach Konsumgütern und Immobilien aufrechterhalten, obwohl ihre relativen Löhne stetig sanken?

In der volkswirtschaftlichen Theorie spielten Kredite, wie wir im ersten Teil dieses Beitrags gesehen haben, bisher ja keine große Rolle. Allmählich setzt sich aber die Einsicht durch, dass Kredite eben doch zusätzliche Kaufkraft schaffen können, wie auch Prof. Dr. Thomas Mayer, ehemaliger Chefvolkswirt der Deutschen Bank, feststellt ([hier](#)).

Die Beweislage ist nämlich erdrückend:

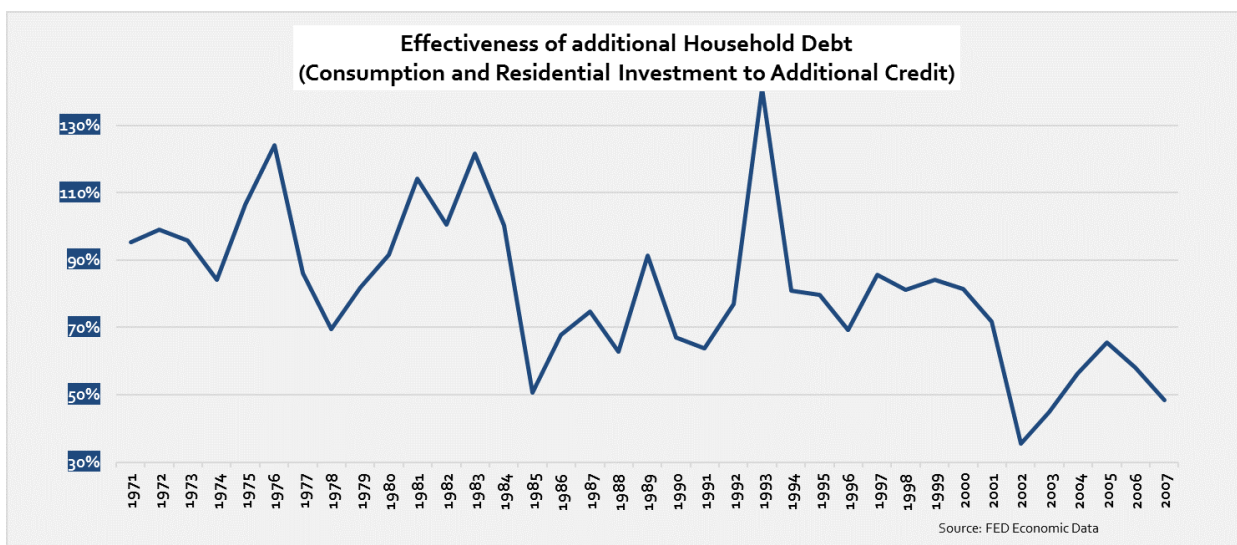


Der "Kredit-Impuls" (die zusätzliche Kreditaufnahme) erklärt einen großen Teil der Zunahme der Güternachfrage - in unserer Grafik der aggregierten Nachfrage nach Konsumgütern und Privatimmobilien. Die privaten US-Haushalte konnten ihre hohe Nachfrage nach Konsumgütern und Immobilien trotz sinkendem relativem Arbeitseinkommens nur deshalb aufrechterhalten, weil sie sich massiv verschuldeten:



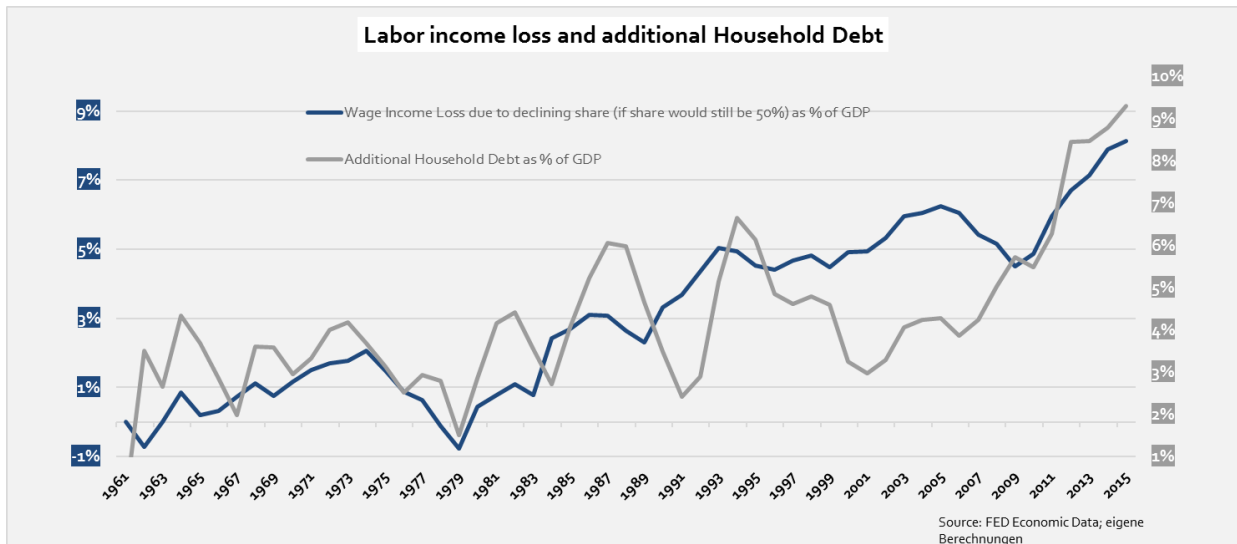
Von den 1950er-Jahren stieg die Verschuldung der privaten Haushalte leicht an und verharrte während der 1960er- und 1970er-Jahre konstant bei etwa 45 Prozent der Wirtschaftsleistung. Ab Mitte der 1970er-Jahre - also etwa zur gleichen Zeit als auch die relativen Löhne drastisch zurückgingen - stieg die Verschuldung der Haushalte deutlich an und erreichte kurz vor der Finanzkrise 2008 mit 98 Prozent der Wirtschaftsleistung mehr als das doppelte Niveau der 1960er-Jahre. Um uns zu wiederholen: Auch diese Entwicklung war in anderen Industrieländern ganz ähnlich.

Zum Erhalt der Kaufkraft der privaten Haushalte wurden aufgrund der stetig sinkenden relativen Löhne immer mehr Kredite notwendig um dasselbe Wirtschaftswachstum aufrecht zu erhalten. Die Effektivität der Kredite lässt sich auch als Quotient der Haushaltsnachfrage (Konsumausgaben und Immobilieninvestitionen) in Relation zur zusätzlichen Haushalts-Verschuldung darstellen – hier bis zur Finanzkrise 2008. Diese nahm stetig ab:



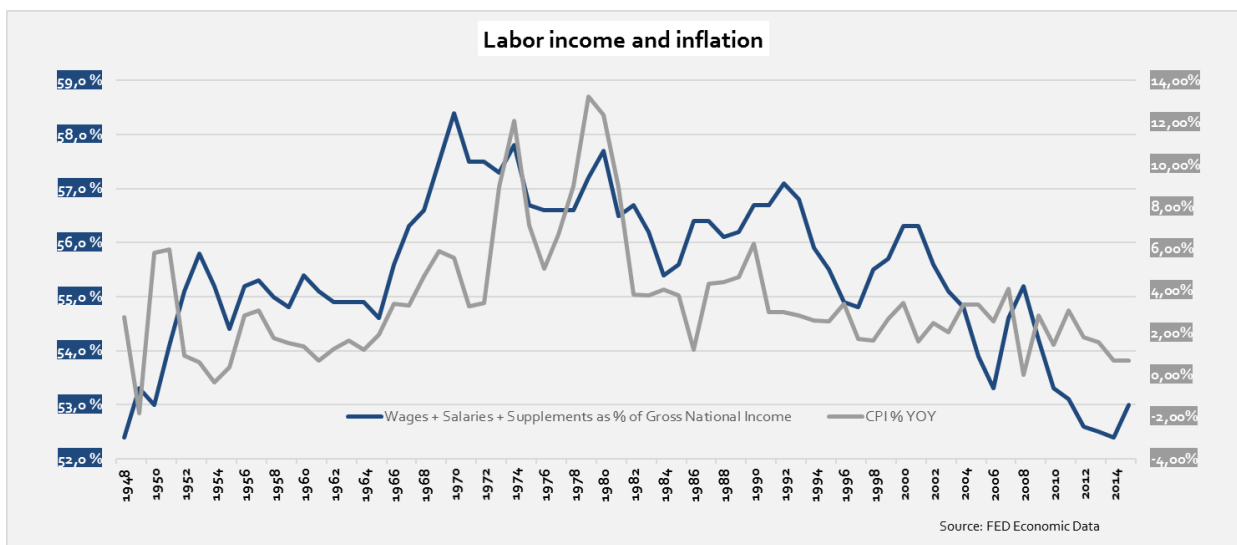
Konsumwütige Amerikaner?

Den US-Amerikanern wird ja gelegentlich nachgesagt, dass sie einen Hang zum Konsumrausch („Consumption Binge“) haben und sich daher über den Kater danach nicht wundern sollten. Von einem Konsumrausch könnten wir dann sprechen, wenn die zusätzlichen Kredite nicht nur die durch niedrigere Löhne und Gehälter dezimierte Kaufkraft ausgleichen, sondern die Haushalte darüber hinaus noch zusätzliche Ausgaben tätigen würden. Davon kann aber beim Blick auf die Daten nicht die Rede sein:



Vergleicht man den Verlust der Kaufkraft – beispielsweise berechnet auf Basis des höheren Anteils der Löhne und Gehälter an der Wirtschaftsleistung in den 1960er-Jahren – mit dem Anstieg der Haushalts-Kreditaufnahme, kommt man zu dem Schluss, dass die Haushalte neue Schulden nur insoweit gemacht haben, um ihre niedrigeren relativen Löhne und Gehälter auszugleichen – **aber nicht darüber hinaus**.

Dies spiegelt sich auch in der Preisinflation wider:



Wären Haushalte „exzessiv shoppen“ gegangen, hätte die Inflation deutlich höher gelegen, als sie tatsächlich ausgefallen ist und auch durch den Lohnanteil an der Wirtschaftsleistung erklärt wird.

Fazit:

Die „Great Moderation“ der letzten 30 Jahre war also eher eine „Great Illusion“. Das stabile Wirtschaftswachstum wurde mit immer mehr privaten Schulden „erkauft“, die die abnehmende Kaufkraft der weniger privilegierten Haushalte - verursacht durch niedrigere relative Löhne und Gehälter - ausgeglichen haben. Dass diese Entwicklung nicht nachhaltig sein konnte, bewies die Finanzkrise 2008 eindrucksvoll. Das gegenwärtig schwache Wachstum erklärt sich auch durch die schwachen Bilanzen der weniger privilegierten Haushalte und deren fehlende Kreditaufnahme.

5. Sparschwemme und Handelsbilanzen

In den vorigen Beiträgen haben wir festgestellt, dass die extreme Ungleichheit bei Einkommen und Vermögen zu enormen Ersparnissen der oberen Einkommensschichten - einer Sparschwemme - führt und diese privilegierten Haushalte und Unternehmen zu Nettokreditgebern werden lässt. Eine Sparschwemme bedeutet also immer, dass Kreditgeber auf der Suche nach Kreditnehmern, also Schuldner, sind, bei denen sie ihre Ersparnisse „anlegen“ können.

Um die Sparschwemme der heutigen Netto-Kreditgeber – insbesondere die vermögenden Privathaushalte und Unternehmen - aufzunehmen, kommt neben dem einheimischen Staat noch ein weiterer Sektor als potentieller Netto-Kreditnehmer in Frage: das Ausland. Auf der Suche nach internationalem Finanzvermögen werden Netto-Kreditgeber besonders in den USA fündig, da dieses Land in besonderem Maße juristisch sichere und liquide Finanzinstrumente anbietet und über das international meistgesuchteste Zahlungsmittel verfügt: den US-Dollar. Ein Großteil der internationalen Ersparnisse fließt in diese Währung, wird also auf US-Dollar-Bankkonten angelegt oder zum Kauf von US-Dollar-Anleihen und US-Dollar Aktien verwendet. US-Banken, die US-Regierung oder US-Unternehmen, aber auch viele ausländische Emittenten, die sich in US-Dollar verschulden, werden so zu den Kreditnehmern, auf die die internationalen Sparer angewiesen sind, um ihre Sparschwemme „anzulegen“.

Da die Wirtschaft im Rest der Welt und die dortigen Ersparnisse in den letzten 30 Jahren schneller wuchsen als in den USA selbst - vor allem wegen China - strömten mehr Ersparnisse in die USA und in den US-Dollar, als Ersparnisse das Land verließen. Dies führte zu einer positiven US-Kapitalbilanz. Damit wuchs in den USA die Finanzwirtschaft aber nicht nur schneller als die Realwirtschaft, sondern wurde die eigene Währung für die USA allmählich auch zum Problem. Die übermäßige Nachfrage nach Finanzinstrumenten in US-Dollar führt nämlich zu einem Aufwertungsdruck und in der Tendenz zu einer Überbewertung dieser Währung. In der Folge kaufen US-Konsumenten - mit der international starken Währung US-Dollar in der Tasche und international relativ hohen Löhnen - seit Jahren im Ausland günstiger ein, als sie die Güter zuhause selbst herstellen könnten. Daraus ergibt sich eine negative Handelsbilanz - korrekter: eine negative Leistungsbilanz, die zwangsläufig die positive Kapitalbilanz ausgleichen muss. Auch hier müssen die Salden Null sein. **Die negative Leistungsbilanz der USA ist also nicht die Folge „konsumwütiger Amerikaner“, wie gelegentlich behauptet wird, sondern das Ergebnis von Sparschwemmen auf der Suche nach Finanzvermögen und deren Auswirkung auf Wechselkurs und relative Löhne und Preise.**

Doch wie wir wissen, müssen sich negative Leistungsbilanzen weltweit immer ausgleichen. Irgendwelche Länder müssen also positive Leistungsbilanzen aufweisen. Eine positive Leistungsbilanz bedeutet nichts anderes, als einen Überhang an Ersparnissen zu haben. Zu diesen Ländern gehören insbesondere China, Japan und auch Deutschland. Auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten für ihre Ersparnisse – und damit der Suche nach Schuldnern - werden die Sparer in Ländern mit einem großen Finanzmarkt und einer gesuchten Währung wie den USA fündig, deren Leistungsbilanzen dadurch negativ werden.

Dies entspricht auch dem Befund ([hier](#)) der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS). Nach diesem werden die internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte heutzutage überwiegend von Kapitalströmen („Capital Account“) getrieben und nur noch selten von Warenströmen („Current Account“).

Sparschwemmen, Geschäftsbankensystem und Kapitalströme

In der Praxis läuft die Sparschwemme zunächst im lokalen Geschäftsbankensystem auf.

Schritt 1: Die Umverteilung von Arbeits- zu Kapitaleinkommen – wie im zweiten und dritten Teil dieses Beitrags beschrieben – führt zur Kreditaufnahme der weniger privilegierten Haushalte, dem die wachsenden Ersparnisse der oberen Einkommensklassen als Einlagen bei den Geschäftsbanken gegenüberstehen. Die Folge ist eine Verlängerung der Bilanz inländischer Geschäftsbanken und eine Ausweitung der Geldmenge, die auch den Kreditzins drückt und dadurch die Kreditvergabe zusätzlich anheizt. Der wachsende Eigenkapitalbedarf der Geschäftsbanken dürfte in einer solchen Situation leicht aufzubringen sein. In unserer Illustration wird dieses Bankkapital von den vermögenden Haushalten finanziert:

Sparschwemme bei den Geschäftsbanken - Schritt 1: Bilanzverlängerung					
GESCHÄFTSBANKEN		HAUSHALTE Untere und mittlere Einkommensschichten		HAUSHALTE Obere Einkommensschichten	
A	P	A	P	A	P
Kredite	Einlagen von Kunden	Reales Kapital (hauptsächlich Immobilien)	Finanzverbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.	Reales Kapital: Betriebsvermögen und anderes Realkapital	Finanzverbindlichkeiten
Anleihen	Bankanleihen	Finanzvermögen: Einlagen bei Banken und Bargeld	Eigenkapital	Finanzvermögen: Anleihen und Aktien	Eigenkapital
Reserven bei Zentralbanken	Eigenkapital	Langlebige Konsumgüter	+ Kredite	+ Bankaktien	
+ Kredite	+ Einlagen von Kunden	+ Einlagen bei Banken		Finanzvermögen: Einlagen bei Banken und Bargeld	
	+ Eigenkapital			+ Einlagen bei Banken	+ Eigenkapital

Schritt 2: Aufgrund der auflaufenden Kreditkonzentration im Inland zwingen die Sparschwemme und die Liquiditäts- und Renditeanforderungen die Geschäftsbanken zur Diversifikation. Daher wird die Kreditvergabe an inländische Schuldner durch die Kreditvergabe an **ausländische** Schuldner und den Kauf **ausländischer** Finanzvermögen ersetzt („Asset Swap“). Oder es werden neue, zusätzliche Auslandskredite vergeben und zusätzliches **ausländisches** Finanzvermögen gekauft. Darüber hinaus kaufen auch vermögende Haushalte und Unternehmen aus Diversifikationsgründen und wegen der niedrigen inländischen Zinsen **ausländische** Aktiva, insbesondere Finanzvermögen:

Sparschwemme bei den Geschäftsbanken - Schritt 2: Asset Swap und Auslandskreditvergabe					
GESCHÄFTSBANKEN		HAUSHALTE Untere und mittlere Einkommensschichten		HAUSHALTE Obere Einkommensschichten	
A	P	A	P	A	P
Kredite	Einlagen von Kunden	Reales Kapital (hauptsächlich Immobilien)	Finanzverbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.	Reales Kapital: Betriebsvermögen und anderes Realkapital	Finanzverbindlichkeiten
- Kredite		Finanzvermögen: Einlagen bei Banken und Bargeld	Eigenkapital	Finanzvermögen: Aktien und Anleihen	
Anleihen	Bankanleihen	Langlebige Konsumgüter		- Finanzvermögen: Inländische Anleihen	
Reserven bei Zentralbanken	Eigenkapital			+ Auslands-Anleihen	+ Eigenkapital
+ Kredite				+ Bankaktien	
+ Auslands-Kredite	+ Einlagen von Auslandskunden			Finanzvermögen: Einlagen bei Banken und Bargeld	
+ Auslands-Anleihen				+ Einlagen bei Banken	

Salopp ausgedrückt: Die Sparschwemme schwappt im „inländischen Fass“ über und fließt ins Ausland ab. Durch diesen Kapitalabfluss wird die inländische Kapitalbilanz negativ und in der Folge die Leistungsbilanz positiv.

Sparschwemme und Eurokrise

Auch in anderen Ländern als den USA legen die internationalen Sparer und ihre Vermögensverwalter - Banken, Fondsmanager, Versicherungen, etc. - diese Ersparnisse an. Und manchmal sind sie in der Auswahl der Finanzinstrumente und Länder nicht sonderlich selektiv. Die deutschen Ersparnisse wurden seit Einführung des Euros und bis zum Jahr 2010 zu einem bedeutenden Teil auch in Finanzinstrumente - Bankguthaben, Kredite, Anleihen, Aktien etc. - der südeuropäischen Länder wie Spanien und Griechenland angelegt. Dort führte die deutsche Sparschwemme zu einer positiven Kapitalbilanz und verhalf den Südeuropäern über niedrigere Zinsen zur Finanzierungsmöglichkeit der spiegelbildlichen Leistungsbilanz, die dadurch negativ wurde.

In der Folge stiegen dort die Löhne und Gehälter und damit auch die Preise der in diesen Ländern produzierten Güter, die in der Konsequenz international an Wettbewerbsfähigkeit verloren. Die Südeuropäer kamen so – bildlich gesprochen - in die gleiche Lage wie die US-Amerikaner. Sie hatten mit dem Euro eine international starke Währung in der Tasche und ihre Löhne waren - relativ zu ausländischen Löhnen - gestiegen. Ihre selbst hergestellten Güter waren dadurch aber so teuer geworden, dass es günstiger war diese Güter im Ausland einzukaufen. Die negative Leistungsbilanz war also auch in den südeuropäischen Ländern die Folge einer Sparschwemme, insbesondere der Sparschwemme der nordeuropäischen Volkswirtschaften, allen voran, der deutschen.

Länder, die große Sparschwemmen erzeugen - China, Japan, Deutschland etc. - haben tendenziell hohe Leistungsbilanzüberschüsse. Länder, die von Ersparnissen überschwemmt werden, haben hohe Leistungsbilanzdefizite.

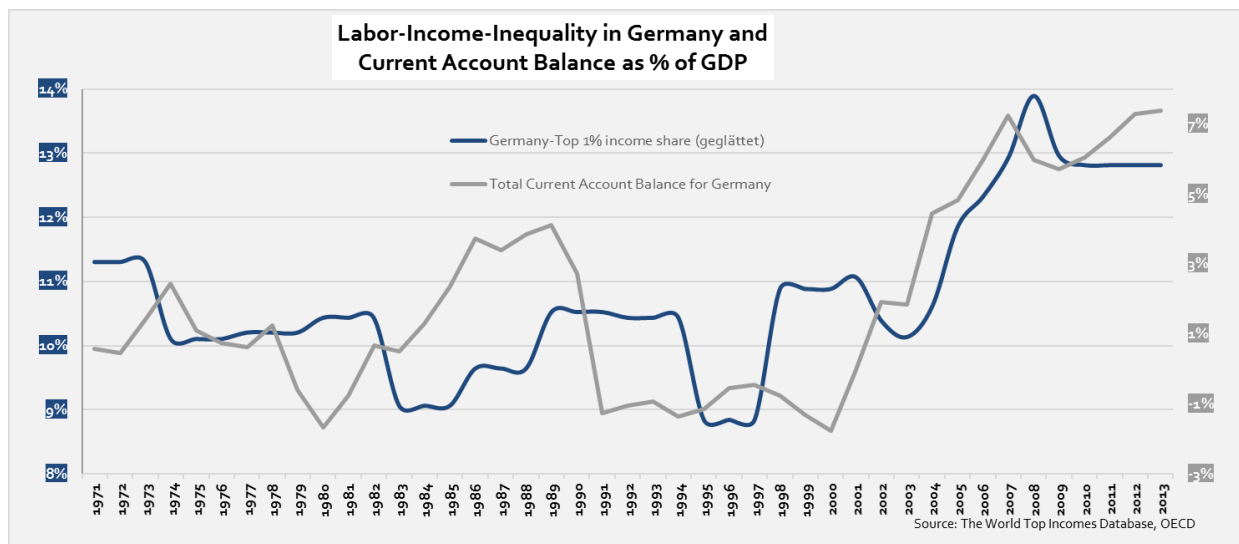
Nun mag man ja die Frage stellen, ob denn die Sparschwemme auch zuhause ein Ziel finden könnte und nicht zwangsläufig ins Ausland abfließen muss. Dazu müssten sich aber inländische Schuldner finden lassen, denn Sparschwemmen bedeuten ja immer, dass Kreditgeber auf der Suche nach Kreditnehmern – also Schuldnern – sind, bei denen sie ihre Ersparnisse „anlegen“ können. Die neuen inländischen Schuldner in Deutschland würden die neuen Kredite und damit neu gewonnene Kaufkraft dann für Investitions- und Konsumgüterausgaben verwenden. In der Folge würde entweder das inländisch produzierte Überangebot an Gütern nicht mehr (vollständig) zum Export zur Verfügung stehen. Oder es würden mehr ausländische Güter importiert. In beiden Fällen würde der Leistungsbilanzüberschuss sinken, ebenso wie die Leistungsbilanzdefizite des Auslands.

Wenn ein Land aber extrem hohe Ersparnisse und damit hohe Leistungsbilanzüberschüsse erzeugt, wie dies Deutschland, China und Japan seit Jahren tun, dann würde eine im Inland auflaufende Sparschwemme letztendlich nur zu deutlichen Preissteigerungen bis hin zu Blasen in den lokalen Güter- oder Vermögensmärkten führen. Die Sparschwemme würde wieder zunächst im einheimischen Geschäftsbankensystem auflaufen und dort zu einer Verlängerung der Geschäftsbankbilanzen – wie oben dargestellt – führen. Die daraus resultierenden neuen Finanzvermögen und -verbindlichkeiten würden auch durch die Hinterlegung inländischer Vermögenswerte – zum Beispiel inländische Immobilien – abgesichert. Die aus der Kreditvergabe resultierende Güternachfrage wäre also lokal stärker begrenzt und würde in der Folge die lokalen Vermögenspreise stark anheizen.

Die Blasenbildung in einigen deutschen Immobilienmärkten und bei deutschen Staatsanleihen, ist auch darauf zurückzuführen, dass die deutsche Sparschwemme nicht mehr in dem Maße wie früher in die südeuropäischen Länder „abfließt“, sondern in Deutschland verbleibt.

Eine Möglichkeit Blasenbildungen dieser Art zu vermeiden, ist, dass Investitionen in die langfristig renditeträchtigsten Projekte fließen, die es in einer Volkswirtschaft gibt: in den Auf- und Ausbau der öffentlichen Infrastruktur, in Bildung, in Umweltschutz, in das Gesundheitswesen etc. Und damit kommt der letzte verbliebene mögliche Kreditnehmer, der die massive Sparschwemme „aufnehmen“ oder „abbauen“ könnte, ins Spiel: der Staat. Den Einfluss des Staates wollen wir hier aber nicht weiter vertiefen und verweisen den Leser auf den neunten Teil dieses Beitrags.

Wie wir gesehen haben, sind Sparschwemmen der wesentliche Treiber für extreme Leistungsbilanzungleichgewichte. Sparschwemmen sind zu einem nicht unbedeutenden Teil auf die extrem ungleiche Verteilung der nationalen Einkommen und Vermögen zurückzuführen. Die extremen Ungleichheiten bei nationalen Einkommen und Vermögen sind daher auch bedeutende Einflussfaktoren auf internationale Leistungsbilanzungleichgewichte:



Die Situation der Haushalte und Unternehmen - Fazit:

Die extreme Ungleichheit bei Einkommen und Vermögen war auch die Folge sinkender relativer Löhne und gleichzeitig die Voraussetzung für die hohe Verschuldung der privaten Haushalte. Der starke Anstieg der privaten Schulden und damit auch der Finanzvermögen war nämlich nur aus zwei sich gegenseitig bedingenden Gründen möglich: Einerseits suchten die oberen Einkommensschichten und die Unternehmen als Netto-Kreditgeber nach Möglichkeiten, ihre enormen Ersparnisse in Finanzvermögen anzulegen. Andererseits gab es viele Haushalte, deren Löhne und Gehälter zu niedrig waren, um ihre regulären Ausgaben zu finanzieren.

Die zunehmende Sparneigung der vermögenden Einkommensschichten und Unternehmen wurde bis 2008 durch eine relativ höhere Konsumneigung - dem Spiegelbild der Sparneigung - der unteren und mittleren Einkommensschichten ausgeglichen oder sogar überkompensiert. Die relativ höhere Konsumneigung der unteren und mittleren Einkommensschichten wurde aber nur durch eine zunehmende Kreditaufnahme ermöglicht und war auf Dauer nicht aufrecht zu erhalten. Hätte es keine privaten Haushalte gegeben, die sich verschuldet hätten, hätten die Sparer auch ihre Ersparnisse nicht gewinnträchtig anlegen können. Als aber die Kreditnachfrage der unteren und mittleren Einkommensschichten ab dem Jahr 2008 zwangsläufig wegbrach, fiel auch deren Konsum- und Investitionsnachfrage stark ab und schwächte das Wirtschaftswachstum.

Diese Situation haben wir heute noch: Die massiven Ersparnisse der vermögenden Haushalte und der Unternehmen drücken die Zinsen und Renditen nach unten, weil Kredite nicht mehr in dem Maße nachgefragt werden wie vor der Finanzkrise. Kein Wunder, wenn man auf die schwachen Bilanzen der Banken und die schwachen Bilanzen der weniger privilegierten Haushalte schaut. Neue Kredite werden auch deshalb nicht vergeben, weil es den potentiellen Kreditnehmern, den unteren und mittleren Einkommensschichten, oft an Sicherheiten in Form von Vermögen und Einkommen fehlt. Ein niedrigerer Kreditzins hilft dabei wenig. Die Ersparnisse der vermögenden Haushalte und Unternehmen entziehen der Volkswirtschaft die Konsum- und Investitionsgüternachfrage, die nicht mehr in dem Maße durch die Kaufkraft ansteigender Schulden ausgeglichen werden kann. Gleichzeitig tragen sie international zu massiven Leistungsbilanzungleichgewichten bei.

Aufgrund der derzeitigen Austeritätspolitik vieler Regierungen fällt auch der Staat als letzter potentieller „Abnehmer“ dieser Sparschwemme - und damit als Gegenpart zu den Kreditgebern - und als möglicher Investor in Realkapital aus. **Dass Unternehmen in einem solchen Umfeld ebenfalls wenig Investitionen tätigen, ist kein Wunder.** Denn die Investitionstätigkeit von Unternehmen hängt eben nicht nur von deren Kreditzinsen ab, sondern insbesondere von deren Erwartung künftiger Umsätze und Gewinne. Und diese hängen in einem Kreislaufsystem, wie die Volkswirtschaft eines ist, nun einmal maßgeblich von der Kaufkraft der privaten Haushalte ab.

Zu einer Störung des volkswirtschaftlichen Kreislaufsystems kommt es, wenn die Balance von Unternehmensgewinnen und Haushaltseinkommen aus dem Gleichgewicht gerät.

Zu hohe Haushaltseinkommen und zu geringe Unternehmensprofite führen zur Güterpreis-inflation. Zu niedrige und extrem verteilte Haushaltseinkommen und übermäßig hohe Unternehmensgewinne führen dagegen zu einer Güterpreisdeflation, Vermögenspreis-inflation und zum Schuldenproblem, wie wir es heute haben.

Die Rolle der Zentralbanken

6. Sparschwemme, billige Kredite und Vermögenspreise

Das inoffizielle Ziel der Zentralbanken

In den vorigen Beiträgen haben wir festgestellt, dass die extreme Ungleichheit bei Einkommen und Vermögen zu enormen Ersparnissen der oberen Einkommensschichten - einer Sparschwemme - führt. Die Zentralbanken sind sich der extremen Ungleichheit und Sparschwemme bewusst. Der frühere US-Notenbankchef Ben Bernanke selbst hat letzteren Ausdruck ja geprägt.

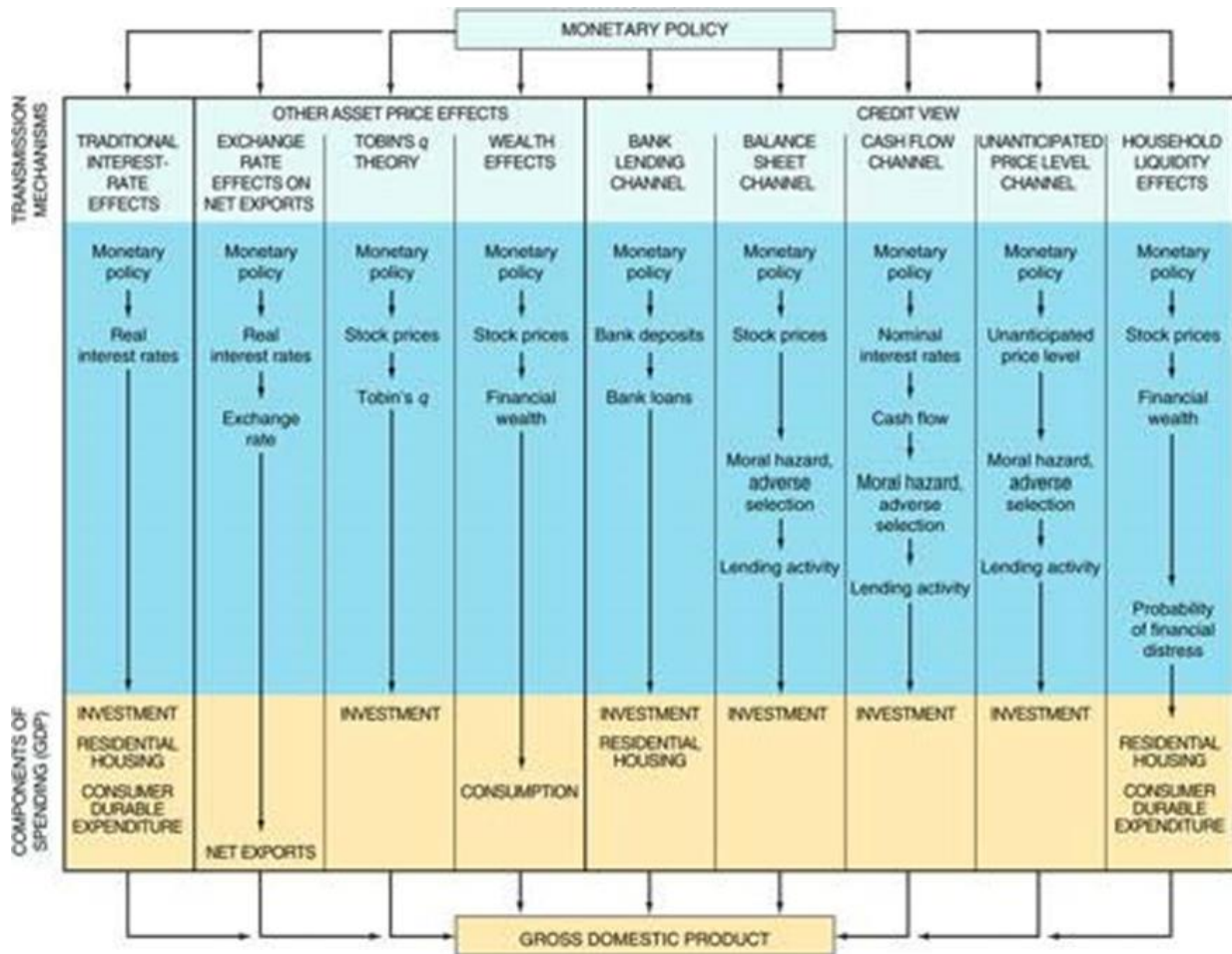
Und in der Tat ist ein Inflationsziel von zwei Prozent, das viele westliche Zentralbanken verfolgen, auch immer darauf gerichtet, übermäßige Schulden - und damit eben auch übermäßige Ersparnisse in Form bestimmter Finanzvermögen - nicht zum Problem werden zu lassen. Man folgt hier heute weitgehend Irving Fishers Schuldendeflations-Theorie der Großen Depression ([hier](#)).

Schulden und bestimmte Finanzvermögen - Kredite, Geld und festverzinsliche Wertpapiere - sollen allein durch die herbeigeführte Preisinflation real allmählich kleiner werden. Die reale Last der Schuldner würde abnehmen, ebenso aber auch das reale Vermögen der Gläubiger. **Das Ziel der Notenbank, die Preise um zwei Prozent ansteigen zu lassen, enthält also auch immer implizit die Absicht reales Finanzvermögen - über die Inflation - vom Gläubiger zum Schuldner umzuverteilen und damit die Vermögensungleichheit abzubauen.** Eine Umverteilung der Vermögen ist aber nicht die Aufgabe der Zentralbanken und kann daher auch nur deren inoffizielles und indirektes Ziel sein. Die stetige Aufforderung der Zentralbanken an die Regierungen zu mehr Reformen und fiskalischen Maßnahmen ist vor diesem Hintergrund zu verstehen.

Die offiziellen Ziele der Zentralbanken

Das offizielle Ziel der Zentralbanken ist die Stabilität der Preise und die monetäre Steuerung der Wirtschaft über die verschiedenen Geldkanäle. **Deren gegenwärtige Flutung zielt primär auf einen Anstieg der Investitionen ab.** Der Konsumnachfrage kommt als direktes Ziel generell nur eine untergeordnete Rolle zu:

Grafik aus Frederic S. Mishkin – The Economics of Money, Banking and Financial Markets:

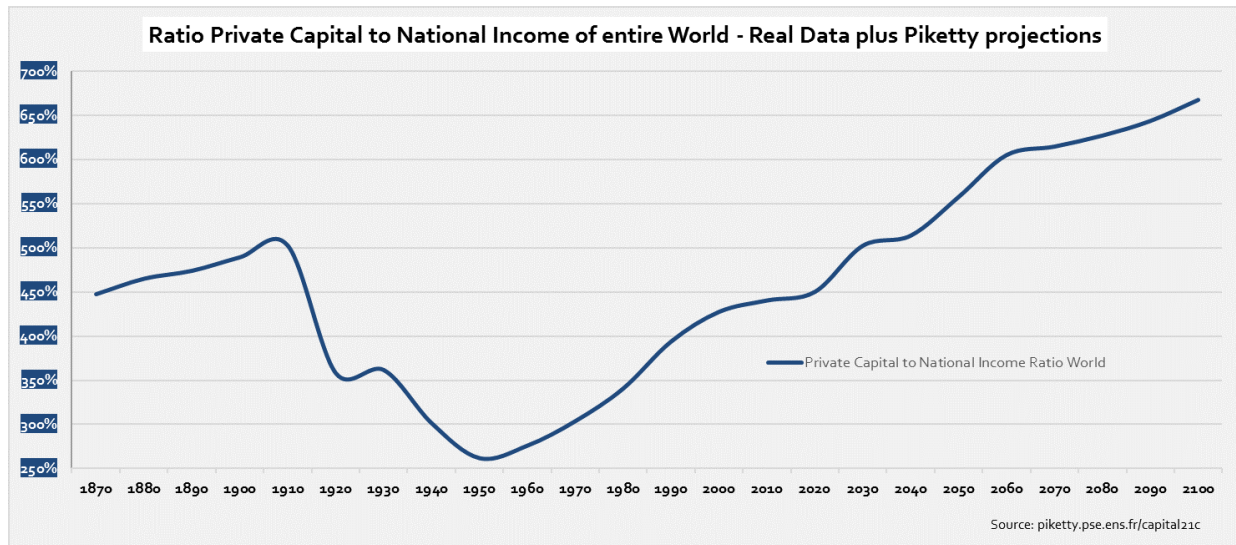


Die Zentralbanken versuchten bisher über die Veränderung der Geldmenge den kurzfristigen Zinssatz und über diesen die längerfristigen Kreditzinsen zu steuern. Wie wir im ersten Teil dieses Beitrags gezeigt haben, haben die nationalen Zentralbanken die globale Kontrolle darüber spätestens seit 1971, als US-Präsident Richard Nixon die internationale Gold-Konvertierbarkeit des US-Dollars aufgab, weitestgehend verloren. Geschäftsbanken bestimmen die Geldmenge und Kreditvergabe überwiegend selbst. Dies wurde in der Finanzkrise 2008 eindrücklich deutlich. Mit unkonventionellen Maßnahmen - beispielsweise des Quantitative Easings ("QE") - versuchen die Zentralbanken nun die Kreditvergabe direkt zu beeinflussen, indem sie selbst langfristige Finanzvermögen - momentan überwiegend festverzinsliche Wertpapiere - kaufen um dadurch die Kreditzinsen zu drücken. **Ein noch niedrigeres Zinsniveau soll die volatile Investitionsnachfrage befeuern und den Kapitalstock erhöhen.** Über die Hebelwirkung des Investitionsmultiplikators soll so auch der Konsum in der Folge angetrieben werden.

Doch als diese Lehren entwickelt wurden, lag der weltweite Kapitalstock deutlich niedriger als heute. Zu Zeiten der Ökonomen Adam Smith und David Ricardo stand das kapitalistische Wirtschaftssystem erst am Anfang. Die Hauptwerke von John Maynard Keynes und den Neoklassikern entfalteten ihre Wirkung erst nach den großen Zerstörungen (des Kapitalstocks) in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts.

Der von Keynes beschriebene "Tod des Renditejägers/Pensionärs" - "Euthanasia of the Rentier" - als Folge eines hohen Kapitalstocks und damit einhergehend niedrigen Kapitalrenditen war damals nur eine futuristische Hypothese. Heute dagegen sind diese Fantasien in den entwickelten Volkswirtschaften bereits Realität.

Das Verhältnis von Kapitalstock zu Wirtschaftsleistung ist nicht nur in den Industrieländern nahe seines historischen Hochs, es könnte in den nächsten Jahrzehnten sogar darüber hinaus steigen:



Bei einem hohen Kapitalstock rentieren sich (Netto-) Investitionen - also eine weitere Ausweitung des Kapitalstocks - aber immer weniger. Die Kapitalrenditen tendieren bei ansteigendem Kapitalstock tendenziell gegen Null.

Die Zentralbanken begründen ihre unkonventionelle Nullzinspolitik zwar in der Überzeugung, dass es "irgendwo auf der Welt doch noch positive Kapitalrenditen geben müsse" (Ben Bernanke). Und in der Tat ist der Kapitalstock in den weniger entwickelten Ländern - Afrika, Asien, Südamerika - noch niedrig. Investitionen sollten sich also gerade dort besonders lohnen.

Doch leider fließen die Ersparnisse der Welt und die billigen Kredite nicht unbedingt in den Aufbau eines Kapitalstocks in den Entwicklungsländern. Neben den mancherlei rechtlichen und politischen Unsicherheiten dort liegt das auch an denen, die diese globalen Ersparnisse primär verwalten und Kredite vergeben: Versicherungen, Pensionskassen, Vermögensverwalter und Staatsfonds der entwickelten Länder wollen und können - auch aus regulatorischen Gründen - die Ersparnisse überwiegend in liquide Finanzinstrumente anlegen. Auch wenn sie in jüngster Zeit vermehrt in illiquide „Real Assets“ investiert haben. Internationale Banken meiden diese Anlageklassen aufgrund von Liquiditätsanforderungen und anderen Vorschriften ebenfalls. **Moderne Finanzmärkte und -instrumente sind in den Entwicklungsländern de facto aber nicht vorhanden, so dass die globale Sparschwemme und die billigen Kredite in den bereits entwickelten Ländern verbleiben und dort nach Anlagemöglichkeiten suchen.**

Nicht nur in den Entwicklungsländern verfehlen die Geldkanäle der Zentralbanken aber das Ziel von Investitionen. Auch in den entwickelten Ländern werden die Sparschwemmen und billigen Kredite aufgrund des bereits hohen Kapitalstocks immer seltener zur Finanzierung **neuer** Investitionen genutzt, sondern stattdessen immer häufiger zum Kauf bereits **bestehender** Anlagen und Finanzvermögen. **Unternehmen kaufen andere, bereits bestehende Unternehmen, bestehendes Finanzvermögen oder ihre eigenen Aktien zurück, und Haushalte verschulden sich auch für Bestandsimmobilien.** Die Ersparnisse und die von den Zentralbanken zusätzlich geschaffenen Anreize für Kredite erhöhen also in erster Linie die Preise bestehender Finanz- und Realvermögen in den bereits entwickelten Volkswirtschaften.

Nur in dem Geldkanal, der einen Wohlstandseffekt zum Ziel hat, kommt die Sparschwemme und die billigen Kredite der Zentralbanken also an. Wie wir gesehen haben, befinden sich die steigenden Vermögenswerte in einer von extremer Ungleichheit geprägten Welt aber primär in den Händen der bereits Wohlhabenden. Diese nutzen den Wohlstandszugewinn nur marginal für weitere Konsumausgaben, den Wohlstandseffekt der Geldpolitik brauchen sie dafür nicht. Die expansive Geldpolitik erhöht über die steigenden Vermögenspreise die Ungleichheit nur noch weiter.

Dass die Kapitalrenditen heute trotz hohen Kapitalstocks nicht noch niedriger ausfallen liegt auch an dieser Vermögenspreisinflation, da sich Renditen nicht nur aus Einkommenseffekten, sondern immer auch aus Preiseffekten zusammensetzen. Wie wir gesehen haben, steigt aber mit weiter steigender Ungleichheit auch die Sparneigung der oberen Einkommenschichten noch weiter an, mit entsprechend negativen Konsequenzen für das volkswirtschaftliche Wachstum.

Das Resultat der Sparschwemme und geldpolitischen Anreize sind aufgeblähte Vermögenspreise und Schulden, die weit stärker steigen als die sie tragenden Cash-Flows aus Unternehmensgewinnen, Zinsen, Mieten, Löhnen etc. Der Ökonom Hyman Minsky nannte dies "Speculative Finance" oder im Extremfall gar "Ponzi Finance".

Die Finanzierung von Finanzmarktblasen kennt langfristig aber nur zwei Auswege:

Durchaus denkbar wäre es, dass die monetären Maßnahmen der Zentralbanken zu einem Anstieg der Güternachfrage führen. Und dass darüber hinaus der Kapitalstock allmählich durch fortwährende Abnutzung soweit abgebaut würde, dass neues Realkapital angeschafft werden muss. Die Staaten und ihre Regierungen könnten ihre angebotsorientierte Wirtschafts- und Austeritätspolitik aufgeben, eine fiskalische Expansion betreiben und beispielsweise in Infrastruktur investieren. In der Folge würden die Investitionen, Kapitalrenditen, Arbeitseinkommen und Preise wieder steigen. In den USA ist diese zarte Hoffnung nach der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten wiederbelebt worden. Doch im Rest der Welt sieht es momentan nicht danach aus.

Realistischer scheint daher leider der zweite Ausweg: Die Cash-Flows aus Unternehmensgewinnen, Zinsen, Mieten etc. sanken deutlich, wenn die billigen Kredite der Zentralbanken nicht zu einem spürbaren Anstieg der Investitions- und Konsumgüternachfrage führen würden. Löhne und Preise würden weiter stagnieren. Die enttäuschte Hoffnung auf die Zentralbank und die Erkenntnis, dass die hohen Vermögenspreise nicht gerechtfertigt sind, würden Abschreibungen auf Finanz- und Vermögenswerte nach sich ziehen. In der Folge würden sich Unternehmensausfälle häufen, die Arbeitslosigkeit ansteigen und die Güterpreise fallen. Im Extremfall käme es zu einer erneuten Finanzkrise und zu einem weiteren Minsky-Moment.

7. Quantitative Easing (QE) und das Bankensystem

Die unkonventionelle Geldpolitik der Zentralbanken hat eine erneute große Depression verhindert. Die Zentralbanken haben es verstanden die „Animal Spirits“ der Marktteilnehmer wiederzubeleben, auch im Wissen, dass „50 Prozent der Wirtschaft eben doch Psychologie sind“.

Doch jede Medizin hat ihre Nebenwirkungen und diese werden zunehmend heftiger. Sie tragen mittlerweile dazu bei, dass insbesondere das europäische Bankensystem nachhaltig geschwächt wird. Dadurch wird das Ziel, die Kreditvergabe auszuweiten, verfehlt. Die folgende Analyse ist im Kern auf eine Arbeit Peter Stellas zurückzuführen, dem ehemaligen Abteilungsleiter beim IWF und dort zuständig für Zentralbanken und Geldpolitik ([hier](#)).

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat angekündigt, dass sie im Rahmen ihres QE-Programms bis März 2017 rund EUR 1.740 Mrd. an Anleihen kaufen wird und das Programm über den März 2017 hinaus fortsetzen möchte. Bis Juli 2016 hatte die EZB bereits rund EUR 940 Mrd. an Staats- und Unternehmensanleihen gekauft. Im Folgenden untersuchen wir die Auswirkungen der Anleihekäufe über EUR 800 Mrd., die von Juli 2016 bis März 2017 stattgefunden haben und gegenwärtig noch stattfinden. Diese Anleihen waren und sind sowohl im Besitz des privaten Sektors - also privaten Haushalten und Unternehmen – als auch im Besitz der Geschäftsbanken selbst.

Die jeweilige Wirkung des QE-Programms ist je nach Eigentümer der Anleihen unterschiedlich.

Kauft die Zentralbank Anleihen direkt von den Geschäftsbanken, vermindern sich bei den Geschäftsbanken die Anleihen-Bestände in gleichem Maße, wie sich ihr Guthaben auf dem Konto bei der Zentralbank - ihre „Zentralbank-Reserven“ - erhöht. Es wird also lediglich ein Vermögenswert gegen einen anderen Vermögenswert ausgetauscht - es findet ein „Asset Swap“ statt. Die Größe der Geschäftsbanken-Bilanz bleibt unverändert, die Bilanz der Zentralbank verlängert sich:

QE: Fall 1: Kauf der Anleihen von den Geschäftsbanken			
VOR dem Kauf der Anleihen:		NACH dem Kauf der Anleihen:	
ZENTRALBANK		ZENTRALBANK	
A	P	A	P
Anleihen	Reserven von Geschäftsbanken	+ Anleihen	+ Reserven
	Banknoten und Münzen	Anleihen	Reserven von Geschäftsbanken
	Eigenkapital		Banknoten und Münzen
Andere Werte		Andere Werte	Eigenkapital
GESCHÄFTSBANKEN		GESCHÄFTSBANKEN	
A	P	A	P
Kredite	Einlagen von Kunden	Kredite	Einlagen von Kunden
Anleihen		Anleihen	
	Bankanleihen	- Anleihen	Bankanleihen
		+ Reserven	
Reserven bei Zentralbanken	Eigenkapital	Reserven bei Zentralbanken	Eigenkapital

Im zweiten Fall kauft die Zentralbank die Anleihen von den privaten Haushalten und Unternehmen. In der Regel verwahren Geschäftsbanken - „Depotbanken“ - die Wertpapierbestände des privaten Sektors. Kauft die Zentralbank die Anleihen von den privaten Haushalten und Unternehmen, erhält sie diese von deren Depotbank und schreibt den Gegenwert der Anleiheverkäufe dem Konto der Depotbank bei sich gut. Die Reserven der Depotbank bei der Zentralbank erhöhen sich. Im Gegenzug schreibt die Depotbank den Gegenwert der Anleiheverkäufe den Konten der privaten Haushalte und Unternehmen bei sich - oder einer anderen Geschäftsbank - gut. Deren Einlagen bei der Depotbank - oder bei einer anderen Geschäftsbank - erhöhen sich, ihre Bestände an Anleihen dort haben sich durch die Anleiheverkäufe aber vermindert.

Durch diesen Vorgang bleibt die Bilanzgröße der privaten Haushalte und Unternehmen also unverändert. Das QE-Programm hat dem privaten Sektor Anleihen entzogen und dafür Geld „gutgeschrieben“. Das Programm hat ja auch das Ziel, dass der private Sektor mit dem frischen Geld auf „Einkaufstour“ - nach Konsum- und Investitionsgütern - geht und die Wirtschaft ankurbelt. Dies ist der „**Household-Liquidity**“-Kanal der Geldpolitik. Sowohl die Bilanz der Zentralbank als auch die Bilanzen der Geschäftsbanken verlängern sich dadurch:

QE: Fall 2: Kauf der Anleihen von den privaten Haushalten und Unternehmen

VOR dem Kauf der Anleihen:

ZENTRALBANK	
A	P
Anleihen	Reserven von Geschäftsbanken
	Banknoten und Münzen
Andere Werte	Eigenkapital

NACH dem Kauf der Anleihen:

ZENTRALBANK	
A	P
Anleihen	Reserven von Geschäftsbanken
	Banknoten und Münzen
Andere Werte	Eigenkapital
+ Anleihen	+ Reserven von Geschäftsbanken

HAUSHALTE und UNTERNEHMEN	
A	P
Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Eigenkapital
Finanzvermögen: Anleihen	
Finanzvermögen: Aktien und weitere Equity-Investments	
Finanzvermögen: Einlagen bei Banken und Bargeld	
	Finanzverbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.

HAUSHALTE und UNTERNEHMEN	
A	P
Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Eigenkapital
Anleihen	
- Anleihen	
Finanzvermögen: Aktien und weitere Equity-Investments	
Finanzvermögen: Einlagen bei Banken und Bargeld	Finanzverbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.
+ Einlagen bei Banken	

GESCHÄFTSBANKEN	
A	P
Kredite	Einlagen von Kunden
Anleihen	
Reserven bei Zentralbanken	Bankanleihen
	Eigenkapital

GESCHÄFTSBANKEN	
A	P
Kredite	Einlagen von Kunden
Anleihen	
Reserven bei Zentralbanken	+ Einlagen von Kunden
	Bankanleihen
+ Reserven bei Zentralbank	Eigenkapital

Beide Vorgänge haben unterschiedlich, negative Auswirkungen auf die Geschäftsbanken.

Fall 1: Wenn die Zentralbank die Anleihen direkt von den Geschäftsbanken kauft, werden Anleihen gegen Reserven bei der Zentralbank getauscht („Asset Swap“). Da Anleihen zumeist deutlich höhere Renditen abwerfen als Zentralbank-Reserven, werden aus Sicht der Geschäftsbank dabei "gute" gegen "schlechte" Vermögenswerte getauscht. Dadurch verschlechtert sich zwangsläufig auch deren Profitabilität, selbst wenn die Rendite mancher Bundesanleihen heute nicht viel höher ist als der Einlagezins bei der EZB (-0,40 Prozent).

Fall 2: Wenn die Zentralbank die Anleihen von den privaten Haushalten und Unternehmen kauft, verlängert sich durch die zusätzlichen Einlagen der Kunden die Bilanz der Geschäftsbanken, d.h. sowohl ihre Vermögenswerte - also „Reserven“ - als auch ihre Verbindlichkeiten - also ihre „Einlagen“ - steigen an. Dadurch sinken bei unveränderter Höhe des Eigenkapitals aber auch die Eigenkapitalquoten der Geschäftsbanken, also der Quotient von Eigenkapital zu Bilanzsumme. Bei generell niedrigen Eigenkapitalquoten im Bankensektor bedeutet dies, dass die Geschäftsbanken meist neues Eigenkapital aufbringen müssen.

Nicht nur reduziert das QE-Programm also die Rentabilität der Banken, sondern zwingt sie darüber hinaus zur Aufnahme oder Schaffung neuen Eigenkapitals.

Um aufzuzeigen welche konkreten Auswirkungen das QE-Programm auf die Geschäftsbanken im Euroraum hat, werfen wir zunächst einen Blick auf die insgesamt ausstehenden Anleihen im Euroraum und auf die aggregierte und konsolidierte Bilanz der Geschäftsbanken:

Anleihen emittiert von den Ansässigen der EUR-Zone - in Mrd. Euro (Stand: Juli 2016)		
Staatsanleihen	47%	7.823
Unternehmensanleihen (Nichtbanken, Nicht MFIs)		
Unternehmensanleihen Non-Financials	7%	1.161
Unternehmensanleihen Financials (Nicht MFIs)	20%	3.272
Bankanleihen (von MFIs)	26%	4.222
Summe Anleihen (outstanding)	100%	16.478
Quelle: EZB Statistics Bulletin. MFI = Monetary and Financial Institutions		

Aggregierte Geschäftsbankenbilanz im Euro-Raum					
(Stand: Juli 2016)					
AKTIVA (Mrd.)			PASSIVA (Mrd.)		
Kredite			Einlagen		
Kredite an Haushalte	24%	5.358	Einlagen von Haushalten	30%	6.732
Kredite an Unternehmen (Non-Financials)	19%	4.316	Einlagen von Unternehmen (Non-Financials)	10%	2.150
Kredite an Nicht-EUR-Zonen Ansässige	14%	3.046	Einlagen von Nicht-EUR-Zonen Ansässigen	13%	2.906
Kredite an die Regierungen	5%	1.112	Einlagen von Regierungen	2%	548
Kredite an andere Finanzintermediäre (Nichtbanken, Nicht MFIs)	5%	1.139	Einlagen von anderen Finanzintermediären (Nichtbanken, Nicht MFIs)	11%	2.538
	67%			66%	
Anleihen			Anleihen		
Staatsanleihen	8%	1.806	Emittierte Bankanleihen	17%	3.752
Gekaufte Bankanleihen	5%	1.204			
Nicht-Staatsanleihen	6%	1.246	Andere Netto-Passiva	4%	803
Anleihen von Nicht-EUR-Zonen Ansässigen	5%	1.020			
	19%				
Aktien und Investmentfonds					
	5%	1.157			
Geldmarktfonds			Geldmarktfonds	2%	541
	0,2%	52			
Konten bei der EZB					
Mindestreserven	0,5%	116	Eigenkapital und Reserven	11,0%	2.467
Überschussreserven, Einlagen	4%	865			
Saldo AKTIVA:	100%	22.435	Saldo PASSIVA:	100%	22.435
Quelle: EZB Statistics Bulletin, Aggregated Balance Sheet of Euro Area MFIs excluding Eurosystem, konsolidiert um Interbankensalden (MFI-Kreditsalden) und "Remaining Assets/Liabilities"					

Insgesamt haben die Staaten des Euroraums rund EUR 7.823 Mrd. an Staatsanleihen emittiert.

Die Geschäftsbanken des Euroraums nennen rund 23 Prozent - also EUR 1.806 Mrd. von EUR 7.823 Mrd. - der dort emittierten und ausstehenden Staatsanleihen ihr eigen. Die verbleibenden 77 Prozent der Staatsanleihen dagegen befinden sich noch in den Händen der privaten Haushalte, Unternehmen oder Nicht-Euro-Ansässigen oder der EZB und den nationalen Zentralbanken des Eurosystems. Letztere haben im Rahmen ihres QE-Programms bereits rund EUR 900 Mrd. an Staatsanleihen - Stand: Juli 2016 - erworben.

Bei den Unternehmensanleihen (Nicht-Banken) ist eine Eigentumsanalyse schwieriger, da diese nicht explizit aus den EZB Statistics Bulletins hervorgeht. Wir beschränken unsere Prognose daher dahingehend, dass wir für die weiteren QE-Anleihekäufe der EZB nur Staatsanleihekäufe annehmen, obwohl auch Unternehmensanleihen gekauft werden. Für unsere Argumentation spielt dies aber keine Rolle.

Wir gehen davon aus, dass die EZB von Juli 2016 bis März 2017 mindestens weitere EUR 800 Mrd. an Anleihen gekauft hat und noch kaufen wird. Wir nehmen weiter an, dass sie 23 Prozent dieser Staatsanleihen von Geschäftsbanken und 77 Prozent von privaten Haushalten und Unternehmen kauft, was den gegenwärtigen Eigentumsverhältnissen entspricht. Diese Eigentumsverhältnisse sind zwar durch die QE-Staatsanleihekäufe verzerrt, die Geschäftsbanken dürften sich aber stärker gegen einen weiteren Verkauf sträuben als der private Sektor, so dass das Verhältnis von 23 Prozent zu 77 Prozent realistisch erscheint. Für unsere Argumentation spielt aber auch dies keine große Rolle.

Die Bilanz der Geschäftsbanken im Euroraum verändert sich demnach wie folgt:

- Die Einlagen der Kunden steigen durch die Verkäufe an die Zentralbank um EUR 616 Mrd. an - 77 Prozent von EUR 800 Mrd. Daraus entstehen den Geschäftsbanken neue Reserven bei der Zentralbank in gleicher Höhe.
- Durch die eigenen Anleiheverkäufe der Geschäftsbanken vermindern sich deren Bestände um EUR 184 Mrd. - 23 Prozent von EUR 800 Mrd. Gleichzeitig erhöhen sich dadurch aber auch die Reserven bei der Zentralbank um den gleichen Betrag.
- Für die daraus entstehende „Verlängerung“ der Bilanz nehmen wir an, dass die momentane Eigenkapitalquote von elf Prozent aufrechterhalten werden soll. Das zusätzlich aufzubringende Eigenkapital soll von den Sparern durch die Umwandlung ihrer Einlagen in Bankkapital kommen.

Demnach sehen die durch das QE-Programm erzwungenen, ZUSÄTZLICHEN Bilanzposten wie folgt aus:

Vor Konsolidierung:			Nach Konsolidierung:		
A	GESCHÄFTSBANKEN	P	A	GESCHÄFTSBANKEN	P
	+ Reserven bei Zentralbank: + EUR 800 Mrd.	+ Einlagen von Kunden: + EUR 616 Mrd. Kauf von Bank-Eigenkapital: - EUR 68 Mrd.		+ Reserven bei Zentralbank - Staatsanleihen Neues Vermögen: + EUR 616 Mrd.	+ Einlagen von Kunden - Zusätzliches Bank-Eigenkapital Neue Verbindlichkeiten: + EUR 548 Mrd.
	- Staatsanleihen: - EUR 184 Mrd.	+ Eigenkapital: + EUR 68 Mrd.			+ Eigenkapital: + EUR 68 Mrd.

Die Geschäftsbanken im Euro-Raum benötigen als Resultat des QE-Programms zur Aufrechterhaltung ihrer Eigenkapitalquote bis März 2017 also rund EUR 68 Mrd. an NEUEM Eigenkapital. Bei einer Fortsetzung des QE-Programms über den März 2017 hinaus erhöht sich dieser Wert entsprechend. In einem Umfeld, wie dem heutigen, Eigenkapital aufzubringen, dürfte für die Geschäftsbanken eine große Herausforderung darstellen.

Die zusätzlichen Zentralbank-Reserven - als Konsequenz dieses QE-Programms - belasten darüber hinaus auch noch die Profitabilität der Geschäftsbanken, weil darauf gegenwärtig negative Einlagezinsen in Höhe von minus 0,40 Prozent bezahlt werden müssen.

In vielen Ländern konnte die positive Wirkung der QE-Programme auf die Finanzmärkte die negative Wirkung auf das Geschäftsbankensystem ausgleichen oder sogar übertreffen. Dies gilt insbesondere für die USA. Im Euroraum hingegen, spielt das Geschäftsbankensystem für die Kreditversorgung der Volkswirtschaften eine entscheidende Rolle.

Das Ziel der Europäischen Zentralbank, die Kreditvergabe der Geschäftsbanken auszuweiten, dürfte mit den QE-Programmen also nicht nur verfehlt, sondern geradezu konterkariert werden. Den fragilen Zustand der europäischen Volkswirtschaften dürfte die eingeschränkte Kreditvergabe eher verschlechtern als verbessern.

8. Zentralbank-Reserven und Geldschöpfung

Im letzten Beitrag haben wir festgestellt, dass die QE-Programme neue Zentralbank-Reserven auf den Geschäftsbank-Bilanzen erzeugen.

Nun könnte man nach der Lektüre eines Standardwerks der Volkswirtschaftslehre – und der dort illustrierten Loanable Funds Theorie - ja den Vorschlag machen, dass die Geschäftsbanken die überschüssigen Zentralbank-Reserven - also ihre Guthaben bei der Zentralbank - als Kredit einfach verleihen sollen um damit wieder profitabel zu werden. Die negativen Renditen der Reserven würden so durch die positiven Renditen der neuen Kredite ersetzt werden.

Und auf dieser Annahme und der daraus abgeleiteten These der exzessiven Kreditvergabe beruht auch die weitläufige Angst einer nicht mehr zu kontrollierenden Inflation der Güterpreise.

Das Problem dabei: Die Annahmen in den meisten Volkswirtschaftsbüchern sind schlichtweg falsch. Einzelne Geschäftsbanken können ihre Reserven zwar **UNTEREINANDER** verleihen. Die Geschäftsbanken **INSGESAMT** können diese Zentralbank-Reserven aber definitiv **NICHT** an den **privaten Sektor verleihen**. Der Chefökonom von Standard & Poor's, Paul Sheard, sah sich gar gezwungen eine Wutschrift gegen diese falsche Annahme der Lehre zu verfassen ([hier](#)) und die Bank of England gab zur Klärung des Reserve-Missverständnisses extra zwei Bulletins heraus ([hier](#) und [hier](#)).

Die Reserven der Geschäftsbanken bei der Zentralbank können generell **NUR** auf drei Wegen verändert werden:

1. Die Zentralbank kauft oder verkauft Anleihen - wie im siebten Teil dieses Beitrags dargestellt - oder andere Vermögenswerte
2. Der private Sektor („Öffentlichkeit“) möchte mehr oder weniger Bargeld halten (Banknoten oder -münzen)
3. Die Regierungen verändern ihre Einlagen bei der Zentralbank aufgrund von Haushaltsüberschüssen oder -defiziten

Da die Öffentlichkeit nur einen sehr geringen Teil der gesamten Reserven und Geldmenge als Bargeld hält und auch die Einlagen der Regierungen bei den Zentralbanken verhältnismäßig klein sind, gilt: **Die Höhe der Reserven wird weitgehend durch die Zentralbank AUTONOM bestimmt. Die Geschäftsbanken insgesamt haben also selbst gar keinen Einfluss auf die Höhe der Reserven, die sie auf ihren Konten bei der Zentralbank halten und sie können diese Reserven auch nicht an private Haushalte und Unternehmen verleihen. Die Zentralbank-Reserven werden den Geschäftsbanken sozusagen „aufgezwungen“ und unterliegen NICHT ihrer Kontrolle.**

Allerdings steuern diese Reserven auch nicht mehr die Kreditvergabe der Geschäftsbanken. Eine Geschäftsbank kann in unserem Giralgeldsystem neues Geld schaffen, indem sie einen Kredit vergibt und das entsprechende Guthaben dem Kunden auf ein Konto gutschreibt.

Früher steuerten die Zentralbanken die so geschaffene Geldmenge und die Kreditvergabe der Geschäftsbanken noch über die Mindestreserveanforderung. Heute bedient sich aber unter den wichtigen globalen Zentralbanken nur noch die chinesische Zentralbank („PBoC“) dieses Werkzeuges. **Bei den anderen Zentralbanken der Welt liegen die Mindestreserveanforderungen heute meist im niedrigen einstelligen Prozentbereich und entfalten keine Wirkung mehr. Die Mindestreserveanforderungen stellen für die Geschäftsbanken daher auch keine maßgebliche Restriktion mehr dar.**

Die Zentralbanken sind sich natürlich bewusst, dass sie mit einer solch niedrigen Mindestreserveanforderung im einstelligen Prozentbereich die Kreditvergabe und Geldschöpfung der Geschäftsbanken nicht mehr direkt steuern können. **Aber die Zentralbanken wissen, dass den Geschäftsbanken NUR zwei Möglichkeiten verbleiben um die negativen Folgen der aufgezwungenen Zentralbank-Reserven abzufedern:**

1. Die Geschäftsbanken vergeben mehr Kredite. Dadurch erzeugen sie neue Kundeneinlagen („neues Geld“) und verlängern ihre Bilanz:

A	GESCHÄFTSBANKEN	P
Kredite	Einlagen von Kunden	
Anleihen	Bankanleihen	
Reserven bei Zentralbank	Eigenkapital	
+ Kredite	+ Einlagen von Kunden	
	+ Eigenkapitalanforderung !	

2. Die Geschäftsbanken kaufen Anleihen oder andere Vermögenswerte vom privaten Sektor, also nicht von anderen Geschäftsbanken. Dadurch erzeugen sie ebenfalls neue Kundeneinlagen („neues Geld“) und verlängern ihre Bilanz:

A	GESCHÄFTSBANKEN		P
Kredite	Einlagen von Kunden		
Anleihen		Bankanleihen	
Reserven bei Zentralbank	Eigenkapital		
+ Wertpapiere (Anleihen, etc.)	+ Einlagen von Kunden		
	+ Eigenkapitalanforderung !		

In beiden Fällen würden sich die Bilanz-Aktiva wie auch die Bilanz-Passiva erhöhen, es würde also eine Bilanzverlängerung stattfinden. **Diese Bilanzverlängerung würde die Gesamtbilanzgröße relativ zu den Zentralbank-Reserven größer werden lassen und damit deren negative Auswirkungen abfedern. Und diese zusätzliche, indirekte Kreditvergabe - über den Kauf von Wertpapieren - oder direkte Kreditvergabe - über NEUE Kredite - ist ja gerade das indirekte Ziel des QE-Programms der Zentralbank.** Die erhöhte Kreditvergabe würde die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern anheizen und damit das Wirtschaftswachstum steigern. Der Kauf von Wertpapieren durch die Geschäftsbanken würde den „Portfolio Rebalancing“-Effekt des privaten Sektors noch verstärken. Die Unternehmen und privaten Haushalte hätten durch den Verkauf ihrer Wertpapiere an die Geschäftsbanken zusätzliche liquide Mittel in der Hand, die sie für den Kauf anderer, höherrentierlicher Vermögenswerte aus dem In- oder Ausland nutzen könnten. Durch den Kauf ausländischer Vermögenswerte würde ein zusätzlicher Effekt über den Wechselkurs - der Exchange-Rate-Effekt - zur Ankurbelung der Exporte erreicht.

Es besteht zwar auch die Möglichkeit, dass ein Teil des neu geschaffenen Geldes als Bargeld in Umlauf gerät und dadurch die Zentralbank-Reserven sinken würden. Dieser Effekt ist aber minimal und wird daher hier nicht weiter berücksichtigt.

Die Zentralbanken üben also über den Anleihekauf der QE-Programme und den daraus entstehenden Zentralbank-Reserven indirekt Druck auf die Geschäftsbanken aus, damit diese möglichst ihre Kreditvergabe steigern.

Doch hier haben die Zentralbanken die Rechnung wohl ohne den Wirt gemacht. Dies gilt insbesondere für die Europäische Zentralbank (EZB).

Denn die angestrebte Ausweitung der Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken würde bedeuten, dass die Geschäftsbanken – aufgrund der Bilanzverlängerung bei der Kreditvergabe - weiteres Eigenkapital aufbringen müssten. Wie wir im siebten Teil dieses Beitrags gesehen haben, müssen die Geschäftsbanken im Euroraum bereits aufgrund des QE-Programms rund EUR 68 Mrd. an neuem Eigenkapital aufnehmen, wenn sie ihre Eigenkapitalquote (in Relation zur Gesamtbilanzgröße) beibehalten wollen. Weiter die Geschäftsbanken nun auch noch ihre eigene Kreditvergabe aus, kämen weitere Eigenkapitalanforderungen oben drauf. Insgesamt wären dann wohl weit mehr als EUR 100 Mrd. an neuem Eigenkapital für die Geschäftsbanken des Euroraums erforderlich.

In einem euphorischen Marktumfeld und bei einer günstigen Prognose für den Geschäftsbankensektor sollte die Aufbringung dieses zusätzlichen Eigenkapitals kein Problem sein. Doch von einer solchen Situation kann heute keine Rede sein. Analystenprognosen im Financial Stability Review der EZB schätzen die Eigenkapitalrendite der Euroraum-Geschäftsbanken für das Gesamtjahr 2016 auf mickrige 6 Prozent. Und aufgrund der flachen Zinsstrukturkurve - und der daraus resultierenden niedrigen Zinsmarge – dürfte die Eigenkapitalrendite der Geschäftsbanken auf absehbare Zeit auch kaum höher werden.

Darüber hinaus müssen die Renditen der zusätzlichen Vermögenswerte – der Kredite und Anleihen - ja deutlich höher sein als die zu zahlenden Zinsen auf die neu geschaffenen Verbindlichkeiten. Ansonsten würde die Bilanzverlängerung die Profitabilität der Geschäftsbanken nur weiter mindern. Viele Staatsanleihen und andere bonitätsstarke Vermögenswerte sind auch aufgrund des QE-Programms in den negativen Bereich gesunken. Daher kommen momentan als zusätzliche Vermögenswerte für die Geschäftsbanken nur risikoreiche Wertpapiere und Kredite in Frage. Solch risikoreiche Aktiva erhöht aber zum einen das Kreditausfallrisiko weiter und belastet andererseits die Eigenkapitalquote überproportional. Im EZB Financial Stability Review wird auch immer wieder auf den hohen Anteil fauler Kredite im Euroraum hingewiesen. Das Kreditausfallrisiko ist also bereits hoch.

Bei solch niedrigen Renditeaussichten und hohen Risiken dürfte es für die Geschäftsbanken sehr schwierig werden das zusätzlich notwendige Eigenkapital am Finanzmarkt oder durch einbehaltene Gewinne aufzubringen.

Einzelne Geschäftsbanken werden daher weiter versucht sein ihre Profitabilität dadurch zu steigern, dass sie die zu zahlenden negativen Reserve-Zinsen an ihre Kunden weiterreichen. Die Kunden würden ihre Einlagen – und damit auch die Zentralbank-Reserven der Geschäftsbank – in der Folge womöglich zu einer anderen Geschäftsbank „tragen“. Wie wir gezeigt haben, kann aber nur die Zentralbank selbst die Höhe der Zentralbank-Reserven verändern. Insgesamt blieben diese konstant und würden nur von einer Geschäftsbank zur anderen wechseln.

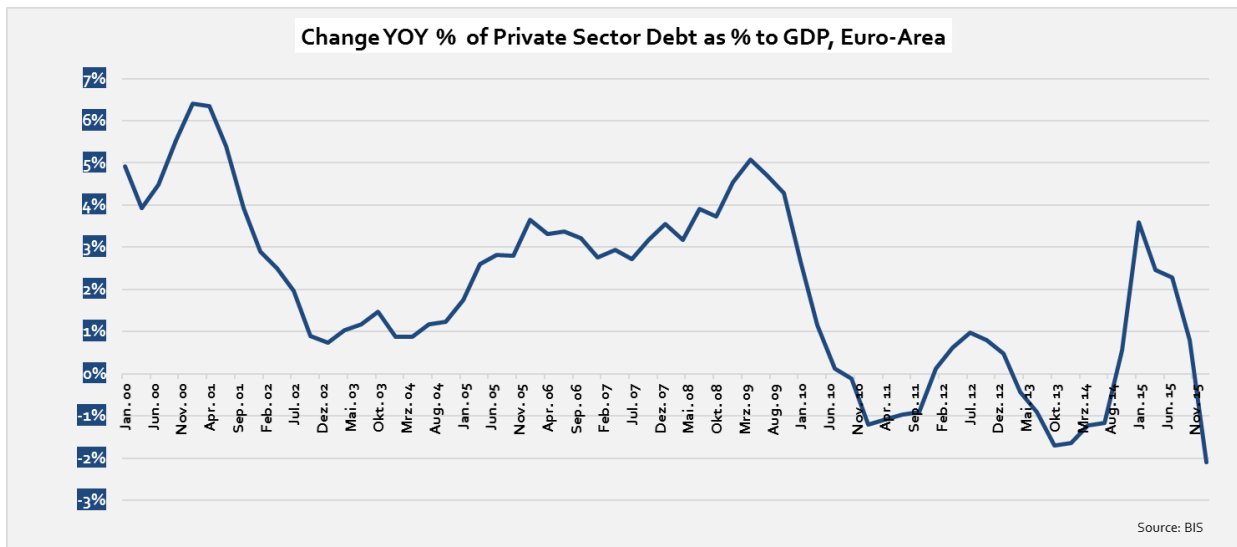
Bei negativen Einlagezinsen besteht dann die Gefahr, dass sich die Kunden ihr Geldvermögen auszahlen lassen und in Form von Bargeld, Geldnoten und -münzen, halten wollen. Das Bargeld als reines Aufbewahrungsmittel in den Händen des privaten Sektors - also ohne dass es zirkuliert - entzieht dem Finanzsystem nicht nur Liquidität, sondern der Wirtschaft auch die Konsum- und Investitionsnachfrage. Es besteht auch ein erhebliches Potential für einen Bankenansturm, einen „Bank Run“, wenn zu viele Kunden bei Negativzinsen gleichzeitig Geld von ihrem Konto bei der Geschäftsbank abheben.

Darüber hinaus besteht auch die Gefahr, dass die Geschäftsbankkunden ihr Geld auf Konten des Nichtbankensektors transferieren, beispielsweise auf Einlagen-ähnlichen Konten bei Finanztechnologieunternehmen (FinTecs), um die negativen Einlagezinsen zu umgehen. **Die Verkürzung ihrer Bilanz-Passiva durch den Abfluss der Kundeneinlagen können die traditionellen Geschäftsbanken nur wiederum heilen, indem sie auch ihre Bilanz-Aktiva verkürzen.** Die daraus resultierende Einschränkung der Kreditvergabe oder der Verkauf anderer wertvoller Vermögenswerte würde aber wiederum die Profitabilität der Geschäftsbanken belasten und die Reserve-Problematik weiter verschärfen, da diese ja unverändert hoch blieben. Die Folge wäre eine weitere Senkung des Einlagenzinses für die Kunden mit einer erneuten Bilanzverkürzung: **Die klassische Definition einer Spirale nach unten ("Death Spiral").**

In den USA wirkt das QE-Programm stimulierend, aber hauptsächlich über den relativ größeren Finanzmarkt. Zudem wurden dort die faulen Kredite aus den Bilanzen der Geschäftsbanken entfernt und diese rekapitalisiert. Aber selbst dort tun sich die Geschäftsbanken - von den Investmentbankabteilungen einmal abgesehen - schwer ihre Profitabilität zu steigern und die Kreditvergabe auszuweiten.

In Europa ist der Druck der EZB auf das relativ zum Finanzmarkt größere und schwächere Geschäftsbankensystem über die aufgezwungenen Reserven sogar kontraproduktiv und schädlich.

Kein Wunder: In einem Geldsystem, in dem Mindestreserven nicht mehr restriktiv wirken, können Überschussreserven die Kreditvergabe und die Geldmengenschöpfung der Geschäftsbanken auch nicht mehr stimulieren. Ein Blick auf die Kreditvergabe an die privaten Haushalte und Unternehmen (Non-Financials) im Euroraum macht dies deutlich:



Die Kreditvergabe und Geldmengenschöpfung durch die Geschäftsbanken dürfte also entgegen der Ziele der Zentralbanken, speziell im Euroraum, nicht ausgeweitet werden, sondern im Gegenteil tendenziell eher weiter schrumpfen.

Zwar kann die durch die QE-Programme neugeschaffene Liquidität bei den privaten Haushalten und Unternehmen die Konsum- und Investitionsgüternachfrage stimulieren und daher inflationär wirken. Auf die Geschäftsbanken und deren Kreditvergabe wirken die durch die QE-Programme aufgezwungenen Zentralbank-Reserven aber kontraktiv und deflationär. Eine ungezügelter Kreditvergabe, die die Güterpreise anheizt, ist aufgrund der hier dargestellten Mechanismen und Gegebenheiten also nicht zu befürchten.

Die Rolle der Zentralbanken: Fazit

Das beherzte Eingreifen der Zentralbanken zu Beginn der Krise im Jahr 2008 hat eine erneute große Depression verhindert. Die Zentralbanken verstanden es die Stimmung der Finanzmarktteilnehmer positiv zu beeinflussen und damit die Kreditvergabe des Finanzsystems zu stabilisieren.

Die QE-Programme haben aber die Profitabilität der Geschäftsbanken reduziert und deren Eigenkapitalanforderungen erhöht. Sie zwingen die Geschäftsbanken zur Aufnahme neuen Eigenkapitals zu einer Zeit, in der ihre Ertragssituation schwach ist und die Finanzmärkte ihnen nur ungern Eigenkapital zur Verfügung stellen. Entgegen der Ziele der Zentralbanken dürften sie ihre Kreditvergabe daher eher einschränken als ausweiten.

In vielen Ländern konnte die positive Wirkung der QE-Programme auf die Finanzmärkte die negative Wirkung auf das Geschäftsbankensystem ausgleichen oder sogar übertreffen. Dies gilt insbesondere für die USA.

Im Euroraum hingegen, spielt das Geschäftsbankensystem für die Kreditversorgung der Volkswirtschaften eine entscheidende Rolle. Die Schwächung des Geschäftsbankensystems durch die QE-Programme dürfte sich deshalb speziell dort weiterhin negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken.

Die Rolle des Staates

9. Die Auswirkungen von Staatsschulden

Staatsschulden haben nicht erst seit der Eurokrise einen zweifelhaften Ruf. In dem Wort "Schulden" steckt auch das Wort "Schuld" und an etwas "schuld zu haben" kann nicht gut sein. Und in der Tat enden übermäßige Staatsschulden nicht selten in einer Finanzkrise. Dass Staatsschulden für die Funktionsweise eines modernen Wirtschafts- und Finanzsystems aber **essentiell** sind und zur Lösung der heutigen Probleme beitragen können, soll in diesem neunten Teil gezeigt werden.

Vorab eine Begriffsklärung: Wir trennen im Folgenden zwischen Staat und Zentralbank, obwohl diese auch Teil des Staates ist. Zum Staat gehören nach unserer Definition in erster Linie die Regierungen und andere Entscheidungsträger eines Staates.

Wir wollen uns im Folgenden sowohl den monetären als auch fiskalischen Konsequenzen von Staatsschulden widmen:

9.1. Monetäre Wirkung von Staatsausgaben auf das Geschäftsbankensystem

Wie wir im neunten Teil dieses Beitrags beschrieben haben, kann im Wesentlichen nur die Zentralbank die Reserven, also die Guthaben der Geschäftsbanken auf den Konten bei der Zentralbank, beeinflussen. Eine Ausnahme bildet jedoch der Staat: Dieser hat ebenfalls ein Konto bei der Zentralbank und kann über dieses verfügen. Er beeinflusst dadurch auch die Zentralbank-Reserven wie folgt:

Fall A: Finanzierung von Staatsschulden durch Abbuchung vom Konto bei der Zentralbank

Im Fall, dass der Staat ein Haushaltsdefizit, also die Rechnungen des privaten Sektors, durch „Überweisung“ vom Guthaben seines Zentralbank-Kontos bezahlt, bucht die Zentralbank dem Staat den entsprechenden Betrag bei sich ab und schreibt ihn den Konten der Geschäftsbanken als Zentralbank-Reserve gut. Die Geschäftsbanken wiederum schreiben den Betrag den Konten der Unternehmen auf deren Bank-Einlagekonten gut. Die Unternehmen schließlich überweisen den Haushalten ihre Löhne und Gehälter auf deren Einlagekonten:

ZENTRALBANK		GESCHÄFTSBANKEN		HAUSHALTE und UNTERNEHMEN	
A	P	A	P	A	P
Anleihen	Reserven von Geschäftsbanken	Kredite	Einlagen von Kunden	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanzverbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.
	+ Reserven von Geschäftsbanken				
	Konto des Staates	Anleihen	Bankanleihen		
	- Konto des Staates				
Andere Werte	Banknoten und	Reserven bei Zentralbanken	Eigenkapital	Finanzvermögen: Wertpapiere, Einlagen bei Geschäftsbanken	Eigenkapital
	Eigenkapital	+ Reserven	+ Einlagen von Kunden	+ Einlagen bei Geschäftsbanken	

Fall B: Finanzierung von Staatsschulden durch Emission neuer Staatsanleihen

Das Konto des Staates bei der Zentralbank – und damit auch die Zentralbank-Reserven - verändern sich bei der Emission neuer Staatsanleihen nicht, da der Erlös aus dem Verkauf der Staatsanleihen sofort vollständig „ausgegeben“ wird. Wir nehmen exemplarisch an, dass zur Finanzierung eines Haushaltsdefizits von EUR 100 Mrd. zusätzliche Staatsanleihen in gleicher Höhe emittiert und im Verhältnis von 77 Prozent zu 23 Prozent jeweils vom privaten Sektor und den Geschäftsbanken erworben werden. Dies entspricht, wie wir im achten Teil dieses Beitrags gezeigt haben, den gegenwärtigen Eigentumsverhältnissen bei Staatsanleihen im Euroraum. Den Unternehmen und privaten Haushalten stehen durch die fiskalische Expansion zusätzliche liquide Mittel zur Verfügung, die sie zu 77 Prozent zum Kauf von Staatsanleihen ausgeben und zu 23 Prozent auf ihrem Einlagenkonto bei den Geschäftsbanken als Guthaben halten. Die Geschäftsbanken können mit diesen zusätzlichen liquiden Mitteln („Einlagen der Kunden“) nun den Kauf von Staatsanleihen „finanzieren“. Die aggregierten Bilanzen sehen wie folgt aus:

A ZENTRALBANK P		A GESCHÄFTSBANKEN P		A HAUSHALTE und UNTERNEHMEN P	
Anleihen	Reserven von Geschäftsbanken	Kredite	Einlagen von Kunden	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanz- verbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.
			+ Einlagen von Kunden: + EUR 23 Mrd.		
			Bankanleihen	Langlebige Konsumgüter Finanzvermögen	Eigenkapital
	Konto des Staates	Anleihen	Eigenkapital		
Andere Werte	Banknoten und	Reserven	Eigenkapital	+ Staatsanleihen: + EUR 77 Mrd.	+ Eigenkapital: + EUR 100 Mrd.
	Eigenkapital	+ Staatsanleihen: + EUR 23 Mrd.			

Die aggregierte Bilanz der Geschäftsbanken hat sich durch die neuen Einlagen der Kunden und dem Kauf der Staatsanleihen um EUR 23 Mrd. verlängert. Falls die Geschäftsbanken mehr als 23 Prozent der neuen Staatsanleihen kaufen, verlängert sich ihre Bilanz umso mehr. Aufgrund dieser Bilanz-Verlängerung müssen die Geschäftsbanken nun zusätzliches Eigenkapital aufbringen. Bei einer aufrecht zu erhaltenden Eigenkapitalquote von elf Prozent (in Bezug auf die Gesamtbilanzgröße) wären in unserem Beispiel zusätzliche Mittel in Höhe von maximal EUR 2,53 Mrd. erforderlich.

Die fiskalische Expansion des Staates wirkt günstig auf den **Geschäftsbankensektor**, denn:

- Die privaten Haushalte und Unternehmen verfügen über zusätzliche liquide Mittel („Einlagen bei den Banken“), die die Einlagenzinsen niedrig halten und die Anlage in Bankkapital attraktiv machen – positiv für die Bilanz-Passiva
- Die zusätzliche Verschuldung des Staates dürfte mit höheren Staatsanleiherenditen einhergehen – positiv für die Bilanz-Aktiva
- Die Zentralbank-Reserven der Geschäftsbanken haben sich - in absoluten Zahlen ausgedrückt - nicht verändert, sind aber relativ zur größer gewordenen Bilanz kleiner geworden – wieder positiv für die Bilanz-Aktiva

- Die fiskalische Expansion dürfte - speziell in einem deflationären Umfeld wie dem heutigen - das Wirtschaftswachstum und die „Animal Spirits“ der Marktteilnehmer stimulieren (wie wir auch nach der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten gesehen haben)

All dies wirkt sich positiv auf die Profitabilität der Geschäftsbanken aus. Die Aufbringung des zusätzlichen Eigenkapitals sollte für die Geschäftsbanken in einem solch günstigen Umfeld leichter werden. **Die durch fiskalische Expansion bedingte Verlängerung der Geschäftsbanken-Bilanz hat – im Gegensatz zu der Bilanzverlängerung aufgrund der QE-Programme der Zentralbanken – einen positiven Einfluss auf die Profitabilität der Geschäftsbanken. Denn die Bilanzverlängerung wird durch zusätzliche Kundeneinlagen und höherrentierliche Staatsanleihen verursacht und nicht durch „nutzlose“ und kostspielige Zentralbank-Reserven, wie bei den QE-Programmen.** In einem solchen Umfeld werden die Geschäftsbanken auch ihre Kreditvergabe ausweiten und damit die Wirtschaft zusätzlich stimulieren.

Genau das Gegenteil passiert, wenn der Staat spart, also in unserem Beispiel Steuereinnahmen dazu verwendet ausstehende Staatsanleihen wieder zurück zu zahlen: Die Gewinne der Unternehmen und die Ersparnisse der Haushalte sinken ebenso wie die Staatsanleiherenditen und die Profitabilität der Geschäftsbanken. Die unveränderten Zentralbank-Reserven werden relativ zur geschrumpften Bilanz wieder größer. Insgesamt fällt dadurch die Profitabilität der Geschäftsbanken und mit ihr die Fähigkeit die Wirtschaft mit Krediten zu versorgen.

Ein Haushaltsdefizit und die Emission von Staatsanleihen schaffen also neue Liquidität und Kaufkraft, ähnlich wie wenn neues Geld in Umlauf gebracht wird. Und in der Tat ähneln sich Staatsanleihen und Geld sehr. Beide stellen einen Kredit dar. Während das Geld als Kredit von den Geschäftsbanken geschaffen wird, wird das Zahlungsmittel „Staatsanleihen“ vom Staat geschaffen. Der Ökonom Hyman Minsky meinte dazu, dass jedermann Geld erschaffen kann, das Problem wäre nur, dass es auch akzeptiert wird. Der Staat als Potentat von Steuereinnahmen sollte diesbezüglich im Normalfall aber keine Probleme haben.

Eine eingeschränkte Kreditvergabe des Staates schwächt über diesen monetären Effekt indirekt auch die Geschäftsbanken, die ihre Kreditvergabe zwangsläufig einschränken und damit das Wirtschaftswachstum weiter bremsen.

9.2. Fiskalische Wirkung neuer Staatsanleihen auf Sparschwemmen

Betrachten wir noch einmal die Vorgänge, wenn der Staat ein Defizit durch die Emission von Staatsanleihen finanziert. **Wir wollen insbesondere die Auswirkungen auf die Sparschwemme – die wir im zweiten und dritten Teil dieses Beitrags besprochen - betrachten. Als Sparschwemme haben wir die hohen Ersparnisse der besonders vermögenden Haushalte und Unternehmen definiert. Wir haben festgestellt: Diese beiden Sektoren sind heute zu Nettosparern und Nettokreditgebern geworden und deren Sparschwemme drückt die Zinsen und entzieht der Volkswirtschaft die Konsum- und Investitionsgüternachfrage. Um diesen Überhang an Ersparnissen abzubauen kann der Staat als Nettokreditnehmer auftreten indem er Staatsanleihen ausgibt.**

Zum besseren Verständnis nehmen wir illustrativ an, dass EUR 100 Mrd. an Staatsanleihen emittiert und vollständig von den vermögenden („reichen“) Haushalten und Unternehmen erworben werden - aufgrund der gegenwärtig extremen Einkommensungleichheit wohl eine realistische Annahme. Der Vorgang stellt sich dann wie folgt dar:

Schritt 1: Der Staat erhält durch die Emission der Staatsanleihen EUR 100 Mrd. Guthaben auf seinem Konto bei der Zentralbank. Die Einlagen der reichen privaten Haushalte und Unternehmen bei den Geschäftsbanken nehmen durch den Kauf der Staatsanleihen um denselben Betrag ab:

Schritt 1: Ausgabe von Staatsanleihen					
GESCHÄFTSBANKEN		ARME HAUSHALTE		REICHE HAUSHALTE und UNTERNEHMEN	
A	P	A	P	A	P
Kredite	Einlagen von Kunden	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanz- verbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanz- verbindlichkeiten:
	- Einlagen von Kunden - 100	Langlebige Konsumgüter		Langlebige Konsumgüter	Eigenkapital
Anleihen	Bankanleihen				
Reserven	Eigenkapital	Finanzvermögen	Eigenkapital	+ Staatsanleihen + 100	
- Reserven - 100					

Schritt 2: Der Staat überweist zur Bezahlung seiner Ausgaben Euro 100 Mrd. – wie oben dargestellt – über das Geschäftsbankensystem an die Unternehmen und die privaten Haushalte. In unserer Illustration fließen diese Staatsausgaben den reichen Haushalten und Unternehmen einerseits und den armen Haushalten andererseits zu jeweils 50 Prozent als Löhne und Gewinne zu und erhöhen deren Eigenkapital:

Schritt 2: Fiskalische Stimulanz

GESCHÄFTSBANKEN		ARME HAUSHALTE		REICHE HAUSHALTE und UNTERNEHMEN	
A	P	A	P	A	P
Kredite	Einlagen von Kunden	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanz- verbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanz- verbindlichkeiten:
	- Einlagen von Kunden	Langlebige Konsumgüter		Langlebige Konsumgüter	Eigenkapital
Anleihen	Bankanleihen			- Einlagen bei Geschäftsbanken	
Reserven	Eigenkapital	Finanzvermögen	Eigenkapital	+ Staatsanleihen	
		+ Einlagen bei Geschäftsbanken + 50	+ Eigenkapital + 50		+ Einlagen bei Geschäftsbanken + 50
+ Reserven + 100	+ Einlagen von Kunden + 100				

Schritt 3: Durch die Staatsausgaben schafft der Staat bei Unterbeschäftigung zusätzliche Arbeitsplätze und bringt das stockende volkswirtschaftliche Kreislaufsystem wieder zur Zirkulation. Die weniger privilegierten Haushalte können aufgrund des erhöhten Arbeitseinkommens – höhere Löhne und Gehälter - ihre bestehenden Kredite tilgen:

Schritt 3: Abbau der Schulden armer Haushalte					
GESCHÄFTSBANKEN		ARME HAUSHALTE		REICHE HAUSHALTE und UNTERNEHMEN	
A	P	A	P	A	P
Kredite	Einlagen von Kunden	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanz- verbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanz- verbindlichkeiten:
	- Einlagen von Kunden	Langlebige Konsumgüter		Langlebige Konsumgüter	
Anleihen	Bankanleihen	Finanzvermögen	Eigenkapital	- Einlagen bei Geschäftsbanken	Eigenkapital
Reserven	Eigenkapital	- Einlagen bei Geschäftsbanken - 50	- Kredite - 50	+ Staatsanleihen	
- Kredite - 50	- Einlagen von Kunden - 50				

Der Nettoeffekt der Staatsausgaben stellt sich also wie folgt dar:

NETTOEFFEKTE: Ausgabe von Staatsanleihen und Fiskalprogramm					
GESCHÄFTSBANKEN		ARME HAUSHALTE		REICHE HAUSHALTE und UNTERNEHMEN	
A	P	A	P	A	P
Kredite	Einlagen von Kunden	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanz- verbindlichkeiten: Kredite, Anleihen, etc.	Reales Kapital (Ausrüstungen, Gebäude, Lagerbestände, etc.)	Finanz- verbindlichkeiten:
	- Einlagen von Kunden	Langlebige Konsumgüter		Langlebige Konsumgüter	
Anleihen	Bankanleihen	Finanzvermögen	- Kredite - 50	- Einlagen bei Geschäftsbanken	Eigenkapital
Reserven	Eigenkapital		+ Eigenkapital + 50	+ Staatsanleihen + 100	
- Kredite - 50	- Einlagen von Kunden - 50			- Einlagen bei Geschäftsbanken - 50	+ Eigenkapital + 50

Die Geschäftsbankenbilanz verkürzt sich durch die Reduzierung der Einlagen und die Rückzahlung der Kredite um EUR 50 Mrd. Im fünften Teil dieses Beitrags sprachen wir davon, dass die Geschäftsbanken bei einer **Bilanzverlängerung** aus Diversifikationsnotwendigkeiten auch ausländische Kredite vergeben müssen. Bei einer derartig gelagerten **Bilanzverkürzung** hingegen nimmt dieser Druck ab **und hilft so auch die Leistungsbilanzen wieder ins Gleichgewicht zu bringen**. Salopp ausgedrückt: Die Sparschwemme im inländische „Fass“ nimmt ab und kann nicht mehr so leicht ins Ausland abfließen. Die Geschäftsbankenbilanzen dürften sich, wie oben gezeigt, in einem solch positiven Umfeld zwar insgesamt tendenziell verlängern (es werden zusätzliche Kredite vergeben), wir wollen hier aber zunächst nur den Effekt der Rückzahlung von Schulden der weniger vermögenden Haushalte betrachten.

Die armen Haushalte sind nun weniger verschuldet als zuvor und verfügen über mehr Eigenkapital. Ihre Bilanz hat sich verbessert, sie sind dadurch kreditwürdiger geworden. Dies hilft dem einheimischen Geschäftsbankensystem zusätzlich, da es nun auch im Inland auf solventere Schuldner trifft.

Die reichen Haushalte und Unternehmen konnten ihr Eigenkapital ebenfalls um EUR 50 Mrd. erhöhen, verfügen nun aber über weniger Einlagen bei den Geschäftsbanken, weil sie für EUR 100 Mrd. Staatsanleihen erworben haben. Die Höhe ihrer liquiden Mittel hat abgenommen, ihre Ersparnisse sind nun in langfristige Staatsanleihen angelegt. **Dadurch nimmt auch der Anlagedruck auf den Finanzmärkten ab und bringt diese über höhere Zinsen wieder ins Gleichgewicht. Der Staat ist durch die Emission von Staatsanleihen den suchenden Kreditgebern als Kreditnehmer entgegengetreten und schöpft damit die Sparschwemme ab.**

Der Investitionsimpuls dürfte zunächst zu einem höheren Wirtschaftswachstum führen und damit zu höheren Steuereinnahmen. **Bei einer extrem ungleichen Verteilung von Einkommen und Vermögen würden langfristig aber überwiegend wieder die bereits privilegierten Haushalte und Unternehmen profitieren. Die Lohn Einkommen würden, wie in Teil 3 dieses Beitrags gezeigt, letztendlich wieder an die Kapitaleigentümer zurückfließen. Um zu vermeiden, dass der fiskalische Impuls nach kurzer Zeit verpufft und die Staatsschulden zum Problem werden, muss der Staat daher mittel- bis langfristig zusätzliche Maßnahmen ergreifen: Er muss die dann neu entstehende Sparschwemme durch eine Umverteilung über das Steuersystem dort abschöpfen wo sie jeweils entsteht: Heute also besonders bei den extrem vermögenden Haushalten und Unternehmen.**

Zwar wird immer wieder behauptet, dass der Staat die oberen Einkommen über eine progressive Lohn- und Einkommenssteuer bereits übermäßig belastet. Dabei werden aber die anderen, insbesondere indirekten Steuern (Umsatzsteuer, Verbrauchssteuern, etc.), die in Deutschland rund die Hälfte des gesamten Steueraufkommens ausmachen, nicht berücksichtigt. Bezieht man diese Steuern in die Betrachtung mit ein, kommt man zum Schluss, dass die oberen Einkommensklassen eher regressiv als progressiv besteuert werden, tendenziell also im Verhältnis zu ihrem Einkommen weniger Steuern bezahlen als die unteren und mittleren Einkommensklassen. Dies bestätigt auch die vor kurzem veröffentlichte Studie des DIW ([hier](#)).

9.3. Monetäre Wirkung auf die Finanzmärkte

Wie wir oben gezeigt haben, üben Haushaltsdefizite und Staatsanleihen einen positiven Einfluss auf das Geschäftsbankensystem aus. Doch darüber hinaus beeinflussen sie auch die Kreditvergabe der Finanzmärkte. Denn Staatsanleihen dienen den Finanzmärkten auch als Pfand („Kollateral“). Im Rahmen von sogenannten „Repurchase Agreements“ („Repo“) oder „Reverse Repurchase Agreements“ („Reverse Repo“) vergeben Geschäftsbanken besicherte Kredite, indem sie bevorzugt Staatsanleihen als Pfand während der vereinbarten Laufzeit des Kredits in Verwahrung nehmen.

Die als Pfand dienenden Staatsanleihen werden aber von den Geschäftsbanken in dieser Zeit nicht nur verwahrt, sondern dienen ihnen ebenfalls als Pfand, gegen das die Geschäftsbanken neue Kredite aufnehmen können. **Der Kreditschöpfungsprozess durch die Hinterlegung von Staatsanleihen als Sicherheit hat somit einen Multiplikator-Effekt. Im Schnitt werden Staatsanleihen auf diese Weise zwei bis dreimal weiter „gepfändet“. Aus EUR 100 Mrd. Staatsanleihen können so neue Kredite in Höhe von EUR 300 Mrd. entstehen.**

Wie wichtig diese Art der Kreditvergabe ist, zeigt ein Blick auf die Daten: Im Juni 2016 betrug das Volumen der Repo-Kredite in Europa mindestens EUR 5.379 Mrd., wovon rund 85 Prozent durch Staatsanleihen – also rund EUR 4.570 Mrd. – besichert wurden (Quelle: European Repo Market Survey, Juni 2016). Oft wird diese Art von Krediten von Finanzmarktteilnehmern in Anspruch genommen, die über keinen direkten Zugang zu den Zentralbanken – also über kein Konto dort – verfügen. **Mitunter werden diese Teilnehmer auch als „Schattenbanken“ bezeichnet.**

Die Zentralbanken sind sich der Bedeutung der Repo-Kredite und der Schattenbanken bewusst. Die amerikanische Zentralbank (FED) hat speziell für sie im Jahr 2014 ein bestehendes Werkzeug reaktiviert bzw. ausgebaut, die „Reverse Repo Facility“ (RRP), um auch im Schattenbankenreich effektiv Geldpolitik betreiben zu können. **Sollte es notwendig werden, kann die FED den Schattenbanken wieder Liquidität entziehen, indem sie in einem Reverse-Repo-Agreement als Kreditnehmer auftritt.**

Seit dem 14. Oktober 2016 darf ein Teil dieses Schattenbankenreichs, die Prime Money Market Funds, nur noch (amerikanische) Staatsanleihen kaufen. Dadurch kann die FED über das RRP-Programm auf diese Schattenbanken auch wieder eine stärkere geldpolitische Macht ausüben. **Eins ist klar: Die FED möchte die Kontrolle über die Geldpolitik zurückerlangen, die sie in den letzten Jahrzehnten verloren hat.** Eine Verknappung des Angebots an Staatsanleihen hat auch hier negative Konsequenzen. Da weniger Staatsanleihen als Pfand zur Verfügung stehen, können auch weniger Repo-Kredite vergeben werden.

Eine Alternative dazu wäre, dass die Zentralbanken selbst Anleihen emittieren dürfen, um Geldpolitik zu betreiben. Diese Alternative wird in Fachkreisen momentan auch kontrovers diskutiert. Die Zentralbanken wären dann nicht mehr auf die Emission von Staatsanleihen durch das Finanzministerium angewiesen, sondern könnten die Angebotsmenge an Anleihen selbst steuern. Da diese Maßnahme aber noch nicht umgesetzt wurde, wollen wir darauf hier auch nicht weiter eingehen.

9.4. Konsolidierte Bilanz von Staat und Zentralbank

Wie oben bereits beschrieben, ist die Zentralbank Teil eines Staates. Das staatliche Zusammenspiel von Staat und Zentralbank wird beim Blick auf die jeweiligen Bilanzen deutlich. Für den Euroraum gelten die folgenden Aussagen aber nur begrenzt, da das Eurosystem ein Sonderfall ist.

Wie wir wissen, benutzten die meisten Zentralbanken zur Steuerung ihrer Geldpolitik bis zum Jahr 2008 die Anleihen des eigenen Staates. Die amerikanische FED ("Federal Reserve Bank System") beispielsweise steuerte ihren Leitzins („FED Funds Target Rate“) über die Veränderung der Zentralbank-Reserven, indem sie diese durch Käufe und Repo-Geschäfte („Offenmarktgeschäft“) von Staatsanleihen beeinflusste. Auch heute kaufen Zentralbanken im Rahmen ihrer QE-Programme vorwiegend Staatsanleihen. **Staatsanleihen stellen den mit Abstand größten Vermögenswert auf einer Zentralbank-Bilanz dar und spielen die zentrale Rolle in der Umsetzung der Geldpolitik.**

Auf der Bilanz des Finanzministeriums, also des offiziellen Emittenten der Staatsanleihen, stellen diese Schulden den größten Bilanzposten auf der Passivseite dar.

Da die Zentralbank Teil eines Staates ist und meist dem Finanzministerium zugeordnet wird, können wir die Bilanz der Zentralbank und die Bilanz des Finanzministeriums auch zu einer "Staatsbilanz" aggregieren. Die konsolidierte Bilanz des Staates sieht wie folgt aus:

Die aggregierte Bilanz des Staates			
A	ZENTRALBANK	P	
Staatsanleihen	Reserven von Geschäftsbanken		
	Konto des Staates		
Andere Werte	Banknoten und Münzen		
	Eigenkapital		
A	FINANZMINISTERIUM	P	
Heutige und zukünftige Steuern und andere Einnahmen	Staatsanleihen		
	Andere Verbindlichkeiten		
Andere Vermögenswerte	Eigenkapital		
A	GESAMTER STAAT	P	
Staatsanleihen	Staatsanleihen		
Heutige und zukünftige Steuern und andere Einnahmen	Andere Verbindlichkeiten		
Andere Werte	Eigenkapital		

Nun könnte man beim Blick auf diese aggregierte Staatsbilanz ja auf die Idee kommen, dass man die Staatsanleihen auf beiden Seiten der Bilanz einfach „miteinander verrechnet“ und dadurch streicht. Und dies ist möglich, wenn auch technisch etwas anspruchsvoller, als hier dargestellt. **Man spricht hierbei von einer Monetarisierung der Schulden.**

Und genau diesen Plan dürften - so unsere These - viele Staaten und Regierungen gegenwärtig verfolgen, unter ihnen auch die japanische: Die japanische Zentralbank (Bank of Japan oder BOJ) beispielsweise kauft im Rahmen ihres QE-Programms japanische Staatsanleihen in Höhe von Yen 80 Billionen pro Jahr. Würde sie diese Käufe unverändert fortsetzen, wäre sie in wenigen Jahren im Besitz aller ausstehenden japanischen Staatsanleihen. Mit einer Konsolidierung wie oben beschrieben wäre der japanische Staat dann mit einem Schlag schuldenfrei.

Allerdings müssen die Staaten für eine Monetarisierung nicht darauf warten, bis die Zentralbank alle Staatsanleihen gekauft hat. Es reicht aus, diese Absicht den Marktteilnehmern mitzuteilen. Die japanische Zentralbank beispielsweise hat angekündigt, die Rendite japanischer Staatsanleihen bis zu einer Laufzeit von zehn Jahren durch entsprechende Mehrkäufe bei null Prozent zu deckeln. Sie signalisiert ihrer Regierung und den Finanzmärkten dadurch, dass sie, falls notwendig, nicht nur alle bereits ausstehenden Staatsanleihen kaufen wird, sondern auch alle, die künftig emittiert werden. **In diesem Fall würde - selbst bei massiver Neuemission von Staatsanleihen - die konsolidierte Verschuldung des japanischen Staates sinken. Die japanische Zentralbank, und nicht nur diese, übt über ihr QE-Programm und den daraus resultierenden Negativrenditen also bereits enormen Druck auf ihre Regierung aus, neue Schulden zu machen.**

Unsere Prognose: Sollten die Inflationserwartungen im Rest der Welt nicht bald ansteigen, werden auch andere Staaten diesen Weg gehen.

In einem normalen Umfeld würde die heute unter Finanzmarktteilnehmern bereits diskutierte **Monetarisierung der Staatsschulden zu deutlich höheren Zinsen bis hin zur Panik an den Finanzmärkten führen**. Erinnerungen an die Weimarer Republik oder an Staaten wie Zimbabwe mit ihrer Hyperinflation und Geldentwertung würden geweckt. Aber offensichtlich ist das Ungleichgewicht von Sparern zu Kreditnehmern weltweit so groß, dass selbst eine solche Eventualität keine negativen Auswirkungen auf die Variable hat, die einen Ausgleich zwischen Sparern und Kreditnehmern schafft: die Zinsen. Das extreme Ungleichgewicht von Sparern und Kreditnehmern ist offenbar zu mächtig. **Die privilegierten Haushalte und Unternehmen mit ihrer Sparschwemme stürzen sich auf die wenigen kreditfähigen Schuldner**. Die besonders vermögenden Haushalte und Unternehmen und Institutionen, die Ersparnisse verwalten (Versicherungen, Pensionskassen, etc.), sind auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten sehr verzweifelt ("Anlagenotstand").

Wir haben gezeigt, dass eine Sparschwemme immer eine Suche von Kreditgebern nach Kreditnehmern darstellt. **Der oben beschriebene Druck der Zentralbanken auf ihre Regierungen, sich zu verschulden, entspricht der Aufforderung den Kreditgebern - also insbesondere den privilegierten Haushalten und Unternehmen - doch bitte als Kreditnehmer entgegen zu treten und die Sparschwemme dadurch „abzuschöpfen“**. Natürlich kann dies kein Zentralbanker offiziell so sagen, schließlich sollen Notenbanken unabhängig von der Regierung agieren.

Das Ungleichgewicht zwischen Sparern zu Kreditnehmern würde sich durch die Neuverschuldung des Staates wieder in Richtung Kreditnehmer ausgleichen. Die Zinsen und Renditen, nicht nur für Staatsanleihen, würden wieder steigen. Weigert sich der Staat als Kreditnehmer einzuspringen, schöpft die Zentralbank die Sparschwemme ab, indem sie die Ersparnisse letztlich über (real) negative Renditen kleiner werden lässt.

Die Zentralbank verteilt das Finanzvermögen so vom Sparer zum Schuldner um. Sie nimmt also die typische Rolle des Staates ein, der eigentlich über seine Steuerpolitik eine Umverteilung von Sparern zu Schuldnern oder von vermögenden zu weniger vermögenden Haushalten und Unternehmen vornehmen sollte. Die Zentralbanken schlüpfen in die Rolle der Regierungen und erfüllen deren Aufgaben, weil diese sich offensichtlich weigern ihren Aufgaben nachzukommen.

Dazu passt auch die Diskussion um „Helikopter-Geld“. Das vom US-Ökonom Milton Friedman geprägte Konzept besteht darin, das von einer Zentralbank gedruckte Papiergeld in einen Helikopter zu laden und über den Bürgern abzuwerfen. Diese würden damit „shoppen gehen“ und die Güternachfrage steigern. **Geld in die Hände von Verbrauchern zu legen, ist aber keine geldpolitische Aufgabe, sondern eine ursprünglich fiskalische Aufgabe des Staates**.

Die Umverteilung der Finanzvermögen durch die Zentralbank kann auch nicht gelingen, vielmehr trägt sie zur politischen Destabilisierung des Staates bei, wie man zurzeit auch in vielen Ländern beobachten kann. Denn die Geldpolitik hat noch eine andere Folge: Sie nimmt dem „kleinen Sparer“ seine Geldersparnisse weg, während die Ersparnisse des „großen Sparers“ – zu denen auch Aktien und Immobilien gehören - durch die Vermögenspreisinflation noch größer werden. Sie trägt also, wie wir in den vorigen Beiträgen bereits beschrieben haben, zur wachsenden Ungleichheit und damit zu wachsenden sozialen Spannungen bei.

Fazit:

Die Haushaltsdefizite und die Emission von Staatsanleihen entfalten also sowohl eine direkte fiskalische als auch eine indirekte monetäre Wirkung auf das Wirtschaftswachstum.

Zum einen beeinflussen sie die Balance von Sparern und Kreditnehmer und damit die Funktionsfähigkeit des volkswirtschaftlichen Kreislaufsystems.

Zum anderen versorgen sie die Finanzmärkte mit pfändbaren Staatsanleihen und verbessern die Bilanzstruktur und die Profitabilität der Geschäftsbanken und damit deren Fähigkeit, die Wirtschaft mit Krediten zu versorgen. Darüber hinaus spielen Staatsanleihen eine Schlüsselrolle in der Geldpolitik der Zentralbanken.

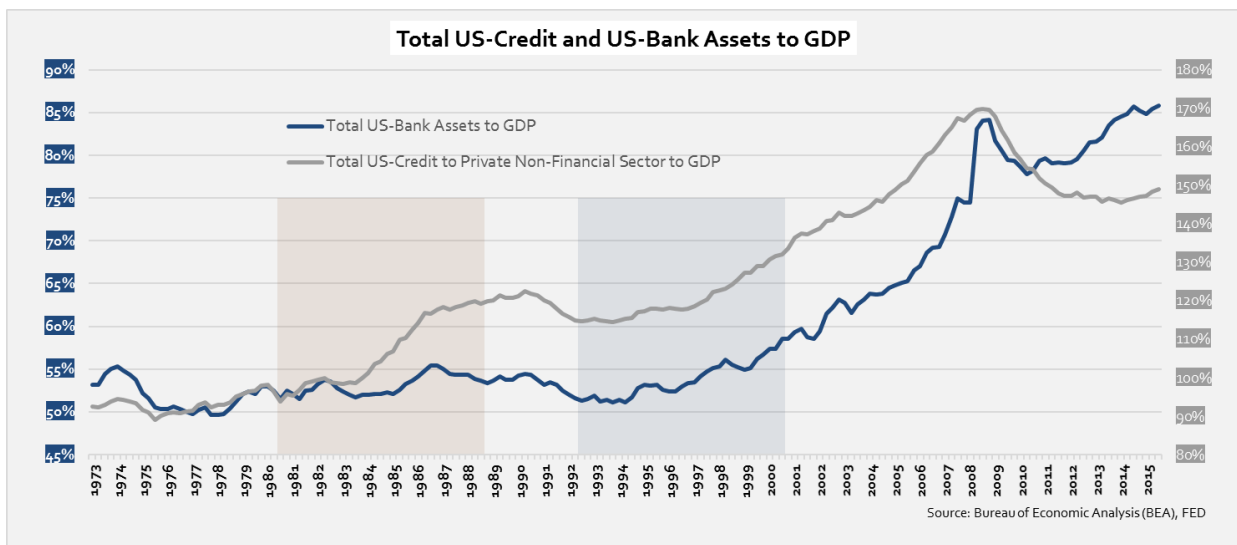
Gibt es zu wenige ausstehende Staatsanleihen sind diese Funktionsfähigkeiten beeinträchtigt. Nicht nur die QE-Programme entziehen den Finanzmärkten die notwendigen Staatsanleihen. Auch viele Staaten, die es sich leisten könnten, neue Staatsschulden aufzunehmen, tragen mit ihrer Austeritätspolitik zur Verknappung von Staatsanleihen und damit zur Beeinträchtigung der Funktionsweise des volkswirtschaftlichen Systems bei.

10. Deregulierung, Kreditvergabe und Inflation

Wie wir im achten Teil dieses Beitrags gezeigt haben, wird die Kreditvergabe und Geldschöpfung weitgehend durch die Höhe des Eigenkapitals und die Zusammensetzung der Bilanz von Geschäftsbanken bestimmt. Diese Größen werden maßgeblich von den Regulierern – den Staaten und deren supranationalen Institutionen (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, BIS etc.) – festgelegt. Die Wechsel der Regulierungsregime, die wir in den letzten Jahrzehnten mehrfach erlebten, hatten bedeutende Auswirkungen auf die Eigenkapitalanforderungen der Geschäftsbanken und die Zusammensetzung ihrer Bilanz.

Ein Beispiel für einen solchen Regimewechsel ist die Aufhebung des Glass-Steagal Acts in den 1990er-Jahren. Im US-Banking Act von 1935 wurde die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken (Glass-Steagal Act) zementiert und war sogar ein Kompromiss. Denn die viel radikalere Reformidee für das gesamte Geldsystem („Chicago Plan“), die das Geldschöpfungspotential der Geschäftsbanken weitgehend abgeschafft hätte, wurde damals von der Bankenlobby verhindert. Mit der Aufhebung der Trennung von Investment- und Geschäftsbanken durch US-Präsident Bill Clinton - und den bereits unter US-Präsident Ronald Reagan umgesetzten Deregulierungsmaßnahmen - wurden die Verhältnisse wiederhergestellt, die bereits in den 1920er-Jahren zu einer exzessiven Kreditvergabe und letztendlich zur großen Depression führten.

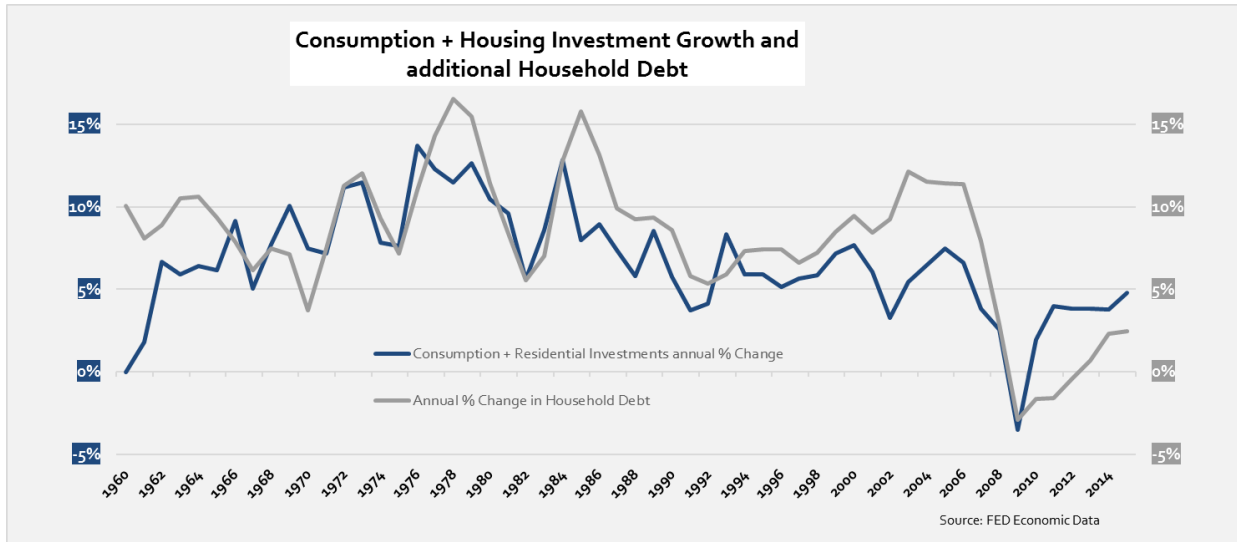
Die Folge war zum einen die Verlagerung der Kreditvergabe weg von traditionellen Geschäftsbanken unter Reagan - seine Amtszeit unten rot dargestellt. Und zum anderen eine Verlängerung der Geschäftsbankbilanzen unter Clinton - seine Amtszeit unten blau dargestellt:



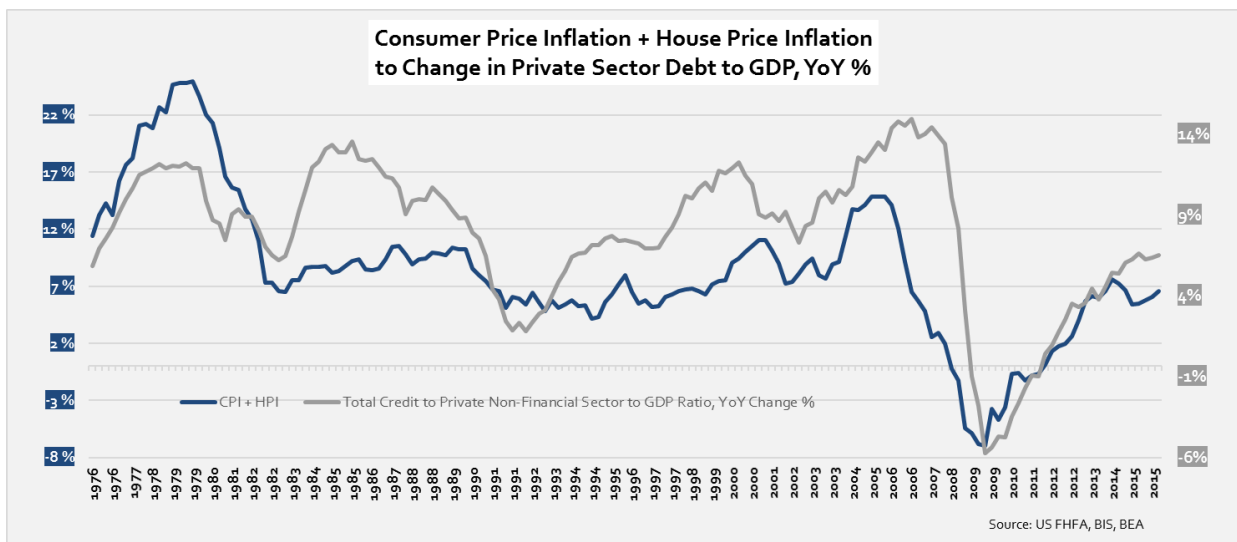
Doch die Deregulierung war nicht nur auf die USA beschränkt. Auch andere, vor allem westliche Länder und Institutionen, folgten hier dem markoliberalen Zeitgeist. Für das elastische Geldsystem, die exzessive Ausweitung und Volatilität der Kreditvergabe, die Profitexplosion des Finanzsektors und die daraus resultierenden Krisen sind also nicht nur die Geschäftsbanken selbst, sondern vor allem auch die Staaten und deren Regierungen verantwortlich. Sie haben schließlich erst das krisenanfällige Umfeld geschaffen.

Kreditvergabe und Inflation

Die Kreditvergabe kann, wie wir im vierten Teil dieses Beitrags gezeigt haben, zusätzliche Kaufkraft erzeugen. Hier noch einmal die entsprechende Grafik:



Entfaltet die Kreditvergabe darüber hinaus noch das Potential, die Preise von Vermögen und Gütern ansteigen zu lassen? Um diese Frage zu beantworten, dürfen wir nicht nur die Güterpreise berücksichtigen, sondern müssen auch auf die Vermögenspreise schauen. Denn Kredite können sowohl zum Kauf von Vermögenswerten als auch zum Kauf von Konsumgütern verwendet werden. In unserer Darstellung haben wir uns für den US-Verbraucherpreisindex, den Consumer Price Index oder CPI, und den All-Transactions House Price Index, HPI, als Repräsentanten von Güter- und Vermögenspreisen entschieden. Beide fassen wir zu einem aggregierten Index zusammen und vergleichen ihn mit der zusätzlichen Kreditaufnahme des privaten Sektors:



Da im Verbraucherpreisindex CPI nur ein Warenkorb ganz bestimmter Güter berücksichtigt wird und auch der Hauspreisindex HPI nur Immobilienvermögen abdeckt, kann der aggregierte Index nicht alle Güter- und Vermögenspreisentwicklungen aufdecken. **Nichtsdestotrotz wird aus der obigen Grafik und einem statistischen Test deutlich, dass es einen signifikanten Zusammenhang von Kreditausweitung und Preisinflation gibt.**

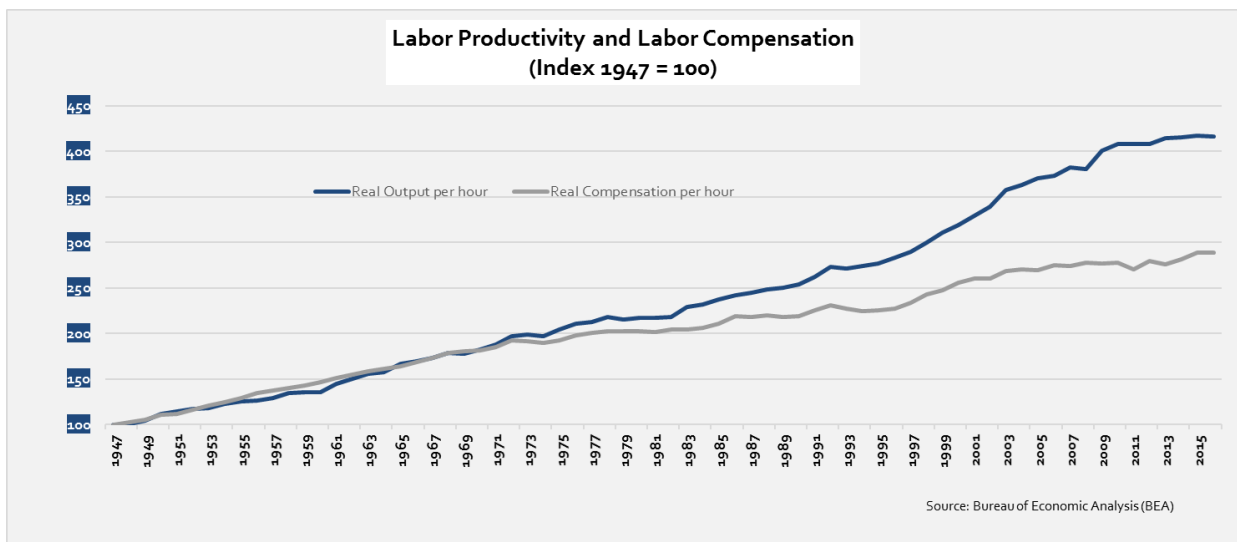
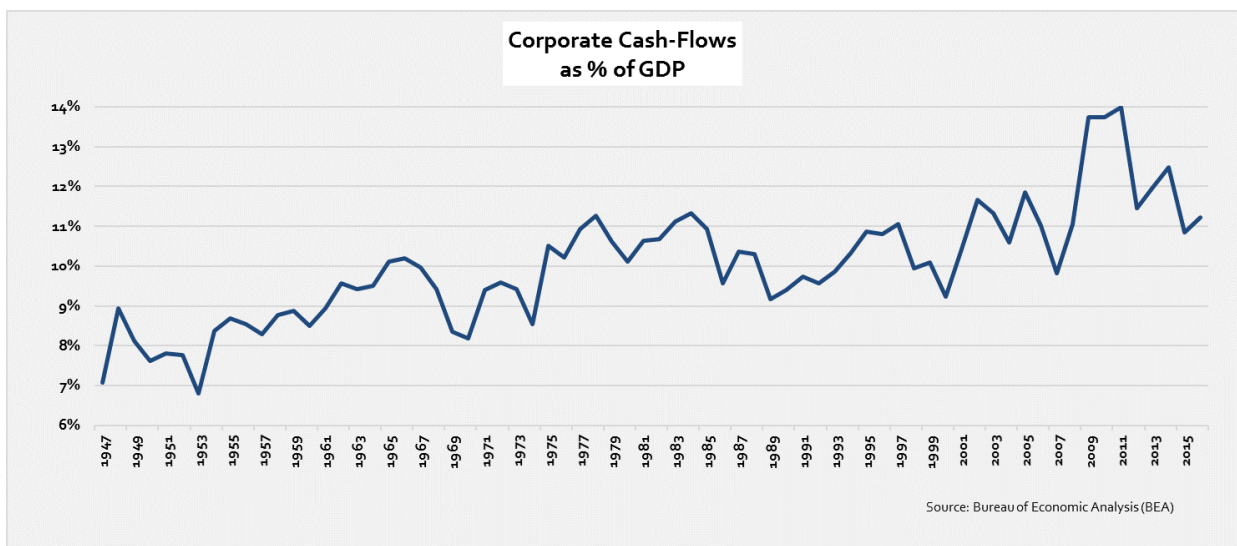
Die zusätzliche Kreditvergabe der Geschäftsbanken kann also nicht nur die Kaufkraft in einer Volkswirtschaft steigern, sondern darüber hinaus auch die Preisinflation stimulieren. Hier hatte US-Ökonom Milton Friedman also recht, als er behauptete, dass eine Ausweitung der Geldmenge – die in unserem Geldsystem ja hauptsächlich durch Kreditvergabe der Geschäftsbanken entsteht – langfristig zu einer Erhöhung der Güterpreise führt.

Produktivität, Geldsystem und Unternehmensgewinne

Kommen wir nun zu einem zentralen Punkt unserer Analyse. Im zweiten Teil dieses Beitrags haben wir gezeigt:

- Die Löhne und Gehälter von Arbeitern und Angestellten lagen über einen langen Zeitraum deutlich unter dem, was ihnen aufgrund ihrer Arbeitsproduktivität als Anteil an der Wirtschaftsleistung eigentlich „zugestanden hätte“
- Der Zugewinn an Produktivität floss also überproportional an die Kapitaleigentümer
- Dies war ein wichtiger Grund dafür, dass die Unternehmensgewinne auch relativ zur Wirtschaftsleistung so stark angestiegen sind

Zur Verdeutlichung noch einmal die dazugehörigen Grafiken:



Wir wollen uns den zweiten Chart etwas genauer anschauen und stellen folgende Frage:

Warum stieg die Arbeitsproduktivität (Real Output per hour) stärker als die realen Löhne (Real Compensation per hour)? Oder anders gefragt: Durch welche Variablen erklärt sich der Unterschied von realer Wirtschaftsleistung (Real Output) zu den realen Löhnen (Real Compensation) pro Arbeitsstunde? **Wenn wir wissen, wie sich der Unterschied zwischen diesen beiden Variablen erklärt, wissen wir auch, warum der Lohnanteil an der Wirtschaftsleistung stetig gefallen und die Unternehmensgewinne relativ zur Wirtschaftsleistung stetig angestiegen sind.**

Zwischen beiden Variablen gibt es eine Verbindung: Die Lohnstückkosten (Unit Labor Costs). Nach dem US-Bureau of Labor Statistics werden die von dieser Behörde berechneten US-Lohnstückkosten – die wir gleich zeigen werden - wie folgt definiert:

$$\text{Unit Labor Costs} = \text{Nominal Compensation per hour} / \text{Real Output per hour}$$

Der Terminus „per hour“ bezieht sich auf die geleisteten Arbeitsstunden. Der Terminus „Real Output“ bezieht sich auf das nominale Bruttoinlandsprodukt (Nominal GDP) bereinigt um die Preisinflation, in diesem Fall einem GDP-Deflator. Die realen Löhne (Real Compensation per hour) berechnen sich als nominale Löhne bereinigt um die Preisinflation, in diesem Falle dem Consumer Price Index (CPI).

Berechnet man nun die Differenz zwischen der Produktivität (Real Output per hour) und den realen Löhnen (Real Compensation per hour), indem man die Definition der Lohnstückkosten nach der Produktivität auflöst und davon die realen Löhne abzieht, erhält man folgende Formel für diese Differenz von Produktivität und realen Lohnkosten:

$$\text{Differenz} = \text{Real Output per hour} - \text{Real Compensation per hour}$$

oder

$$\text{Differenz} = (\text{Nominal Compensation per hour} / \text{Unit Labor Costs}) - (\text{Nominal Compensation per hour} / (1 + \text{CPI}))$$

oder

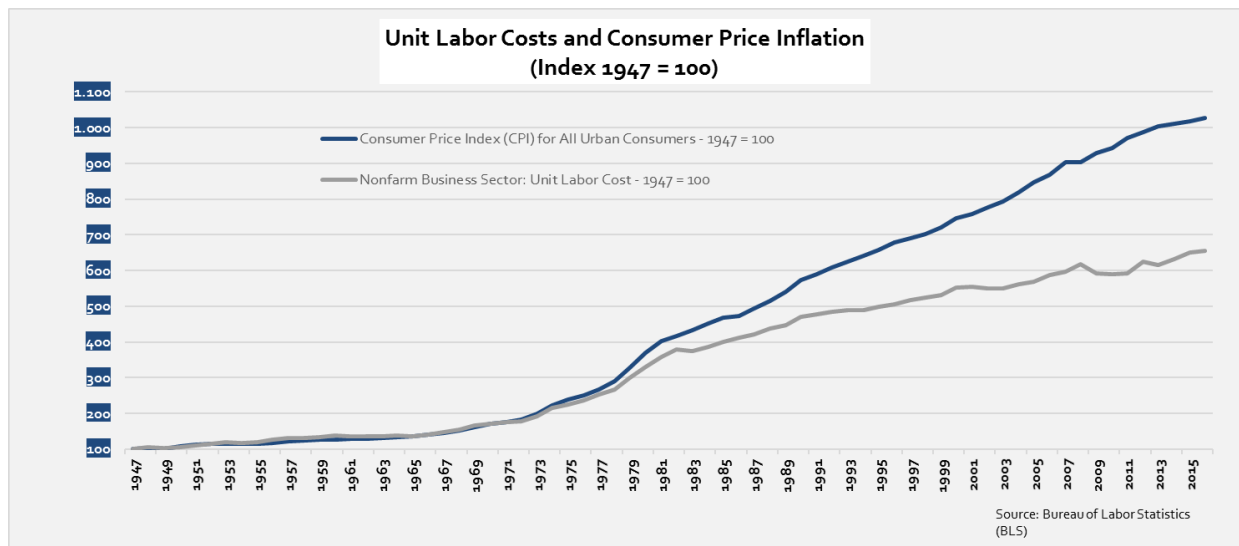
$$\text{Differenz} = \text{Nominal Compensation per hour} * (1 / \text{Unit Labor Costs} - 1 / (1 + \text{CPI}))$$

Daraus folgt, dass die Differenz von realer Wirtschaftsleistung und realen Löhnen eine Funktion von drei Variablen ist:

- Nominale Vergütung pro Arbeitsstunde - Nominal Compensation per hour
- Lohnstückkosten - Unit Labor Costs
- Verbraucherpreise - Consumer Price Index oder CPI

Je höher die Verbraucherpreisinflation (CPI) ist, umso höher ist die Differenz. Je höher die Lohnstückkosten (Unit Labor Costs) sind, umso niedriger ist die Differenz. Die nominale Vergütung pro Arbeitsstunde (Nominal Compensation per hour) hat eine deutlich geringere Bedeutung, da sie auf beiden Seiten der Subtraktionsformel vorkommt.

Schauen wir nun also auf die Entwicklung der **zwei wesentlichen Variablen**, die die Differenz zwischen Arbeitsproduktivität und realen Löhnen erklären - die **Verbraucherpreisinflation und die Lohnstückkosten**:



Auf den ersten Blick fällt auf, dass diese Grafik unserer zu erklärenden Grafik von oben, in der die Arbeitsproduktivität und die realen Löhne dargestellt werden, sehr stark ähnelt. Wie aus der Grafik zu sehen ist, hat sich die Verbraucherpreisinflation (CPI) bis Anfang der 1970er-Jahre in Tandem mit den Lohnstückkosten entwickelt. In den 1970er-Jahren stieg die Verbraucherpreisinflation leicht stärker, ab den 1980er-Jahren aber dramatisch stärker als die Lohnstückkosten. **Die Entwicklung der Lohnstückkosten wird im Allgemeinen auch als Lohnpreisinflation bezeichnet. Der Unterschied zwischen Arbeitsproduktivität (Real Output per hour) und realen Löhnen (Real Compensation per hour) erklärt sich also hauptsächlich durch die unterschiedliche Entwicklung der Verbraucherpreise und der Lohnpreise.**

Nach der neoklassischen Theorie ließe sich der relativ geringere Anstieg der Lohnpreise - also den Lohnstückkosten - zwar auf eine abnehmende Grenzproduktivität des Faktors Arbeit und eine ansteigende Grenzproduktivität des Faktors Kapital zurückführen. Oder salopp ausgedrückt: Pro Arbeitsstunde wäre aufgrund des technologischen Fortschritts mehr Menge produziert worden; oder bei gleichbleibender Menge wären weniger Arbeitskräfte notwendig geworden. Bei ansteigendem Produktionsvolumen - also einer Ausweitung des Güterangebots - hätten die Verbraucherpreise dann aber niemals so stark ansteigen dürfen wie sie in Wirklichkeit angestiegen sind.

Unter den Keynesianern würde sich wahrscheinlich Hyman Minski zu diesem Phänomen äußern und Michal Kalecki zitieren. Demnach wären die Konsumentenpreise infolge eines Investitionsbooms gestiegen. Arbeiter der Investitionsgüterindustrie wollen „gefüttert“ werden. Da sie aber eben keine Konsum-, sondern Investitionsgüter herstellen, würde ihre angestiegene Nachfrage nach Konsumgütern Druck auf die Konsumentenpreise, also auf die Verbraucherpreise, ausüben. Da sich die Schere zwischen Verbraucherpreisen und Lohnpreisen stetig weiter öffnete, hätte demnach seit Anfang der 1970er-Jahre bis heute ein nahezu ununterbrochener Investitionsboom einsetzen müssen. Nur: Dies war nicht der Fall.

Fazit: Der Unterschied zwischen Arbeitsproduktivität (Real Output per hour) und den realen Löhnen (Real Compensation per hour) erklärt sich also weniger durch einen Mengeneffekt als vielmehr durch einen Preiseffekt.

Nicht die Mehrproduktion von Gütern durch Technologiefortschritte, sondern die unterschiedliche Entwicklung von **Verbraucher- und Lohnpreisen** ist für deren Differenz verantwortlich.

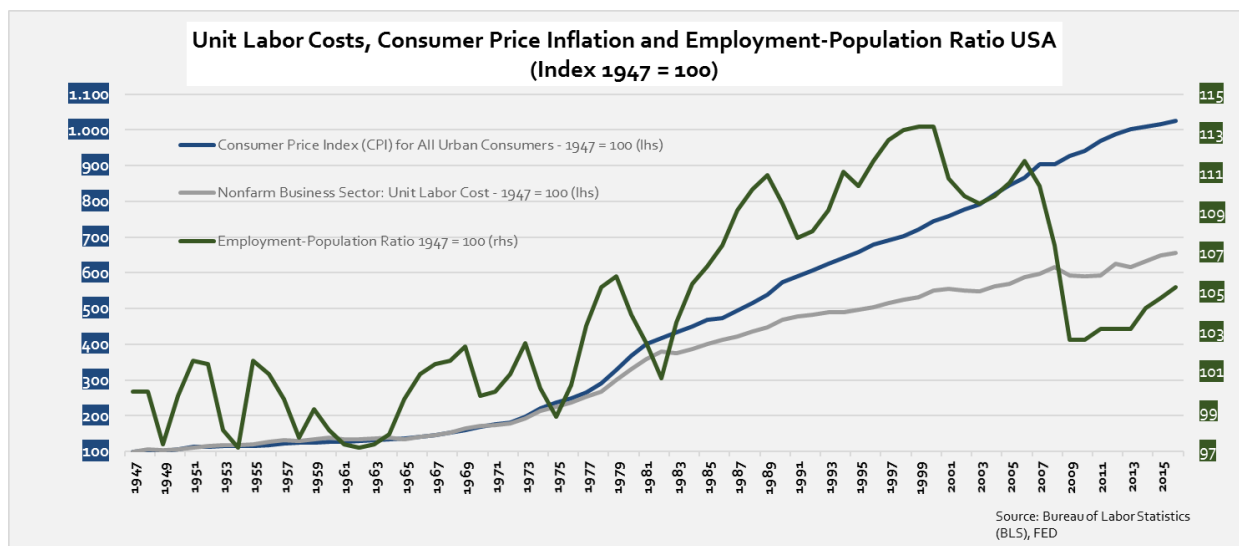
Um Missverständnisse zu vermeiden: In absoluten Zahlen ausgedrückt ging die Verbraucherpreisinflation (CPI) seit den 1980er-Jahren kontinuierlich zurück. Sie lag aber stetig über der Lohnpreisinflation und nur auf diesen relativen Unterschied kommt es hier an.

Für den dauerhaft stärkeren Anstieg der Verbraucherpreise - oder CPI - kommen aus unserer Sicht im Wesentlichen nur drei Variablen als treibende Kraft in Frage:

- Die Monopolisierung der Angebotsseite
- Der Anstieg des Verhältnisses von arbeitender Bevölkerung zur Gesamtbevölkerung
- Die übermäßige Ausweitung der Geldmenge und der Kreditvergabe

Die Globalisierung und der Zusammenschluss von Firmen zu großen internationalen Konzernen dürfte deren Marktmacht in verschiedenen Teilsegmenten gestärkt und den Preiswettbewerb geschwächt haben. Besonders deutlich wird diese Marktmacht heute bei Technologieunternehmen wie Google, Facebook und Amazon. Diese Quasi-Monopole oder Oligopole können die Preise stärker diktieren als es in einem nichtmonopolistischen Segment der Fall ist. Die Monopolisierung des Güterangebots dürfte auch tatsächlich einen gewissen Einfluss auf den überproportionalen Anstieg der Verbraucherpreise gehabt haben, so wie es auch Karl Marx in seinem "Kapital" vorausgesagt hatte.

Der Anstieg des Verhältnisses von arbeitender Bevölkerung zur Gesamtbevölkerung dürfte zu einer größeren Konkurrenz unter den Lohnempfängern geführt haben und in der Konsequenz einem schwächeren Anstieg der Lohnpreise:

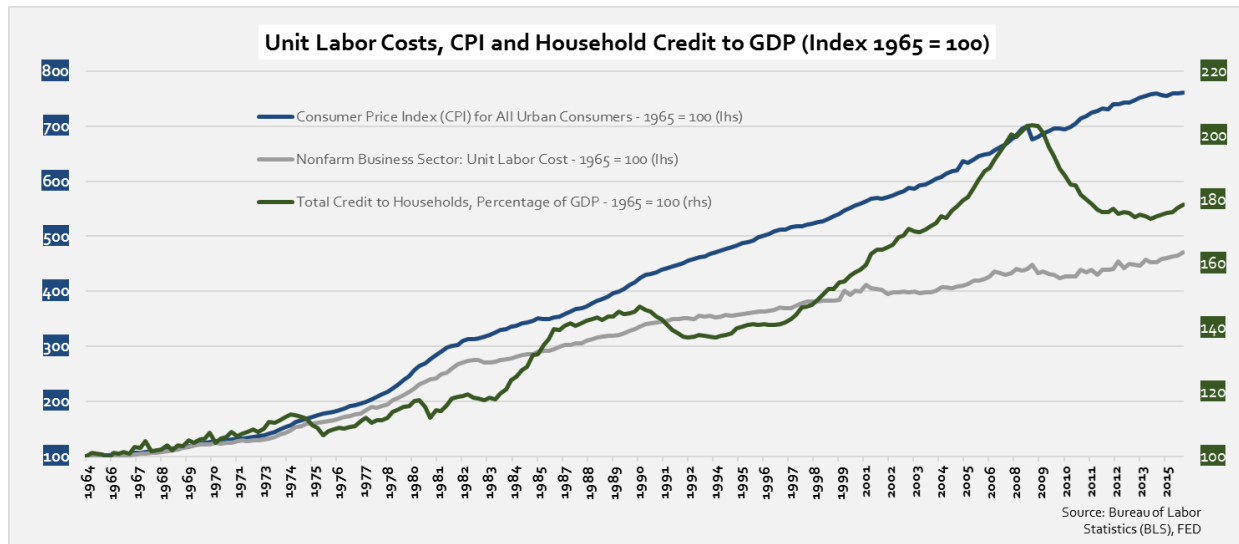


Und in der Tat lässt sich mit diesem demografischen Faktor - u.a. den Baby-Boomern - und Alvin Hansens "Secular Stagnation" Theorie die schwache Lohnpreisinflation teilweise erklären. Der Rückgang dieser Kennzahl ab dem Jahr 2000 dürfte auch durch den Eintritt Chinas in die Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001 ein Stückweit aufgefangen worden sein.

Nichtsdestotrotz: Den weitaus größten Beitrag in der Erklärung des Unterschieds von Verbraucher- und Lohnpreisen schreiben wir unserem überelastischen Geldsystem zu. Wie in den vorigen Beiträgen bereits beschrieben, hob US-Präsident Richard Nixon im Jahr 1971 die internationale Gold-Konvertierbarkeit des US-Dollars auf.

Das internationale Bretton-Woods Geldfinanzsystem war damit am Ende. **Zusammen mit den Deregulierungsmaßnahmen der Reagan- und Clinton-Ära wurde so die Basis für eine nahezu unbremste Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken geschaffen.**

Es ist aus unserer Sicht kein Zufall, dass sich die Schere zwischen Verbraucher- und Lohnpreisen genau zu Anfang der 1970er-Jahre öffnete und sich besonders in den 1980er- und 1990er-Jahren weiter spreizte:



Wie wir im letzten Kapitel gezeigt haben, wird die Güterpreisinfation zu einem nicht unbedeutenden Teil auch durch die zusätzliche Kreditvergabe erklärt.

Die zusätzliche Kreditvergabe war ein wichtiger Treiber für den Verbraucherpreisanstieg (CPI), für den die Arbeiter und Angestellten keinen entsprechenden Ausgleich in Form höherer Löhne und Gehälter erhielten. Die relativ niedrigeren Lohnpreise waren wiederum ein Grund für den Anstieg der Kreditvergabe. Konsumenten wollten ihren inflationsbedingten Kaufkraftverlust durch Kreditaufnahme kompensieren. Die Kreditvergabe und der relativ stärkere Anstieg der Verbraucherpreise wirkten daher reziprok selbstverstärkend. Der parallel dazu erfolgte Anstieg der Vermögenspreise dürfte die Kreditaufnahme erleichtert haben, da die Vermögen – in vielen Fällen Immobilien - auch als Kreditsicherheiten dienten.

Der Unterschied zwischen den Verbraucherpreisen und den Lohnpreisen erklärt, warum der relative Lohnanteil abfiel und der Anteil der Unternehmensgewinne an der Wirtschaftsleistung so stark angestiegen ist. **Die steigenden Verbraucherpreise (CPI) flossen überproportional den Unternehmen zu und förderten deren Gewinne.** Zum Anstieg der Unternehmensgewinne haben auch andere Faktoren beigetragen. **Ohne die exzessive Kreditvergabe der Geschäftsbanken hätte der fehlende Inflationsausgleich bei den Löhnen aber zeitnah wieder zu einer deflationären Entwicklung der Verbraucherpreise geführt. Die Unternehmensgewinne wären in der Folge wieder gefallen.**

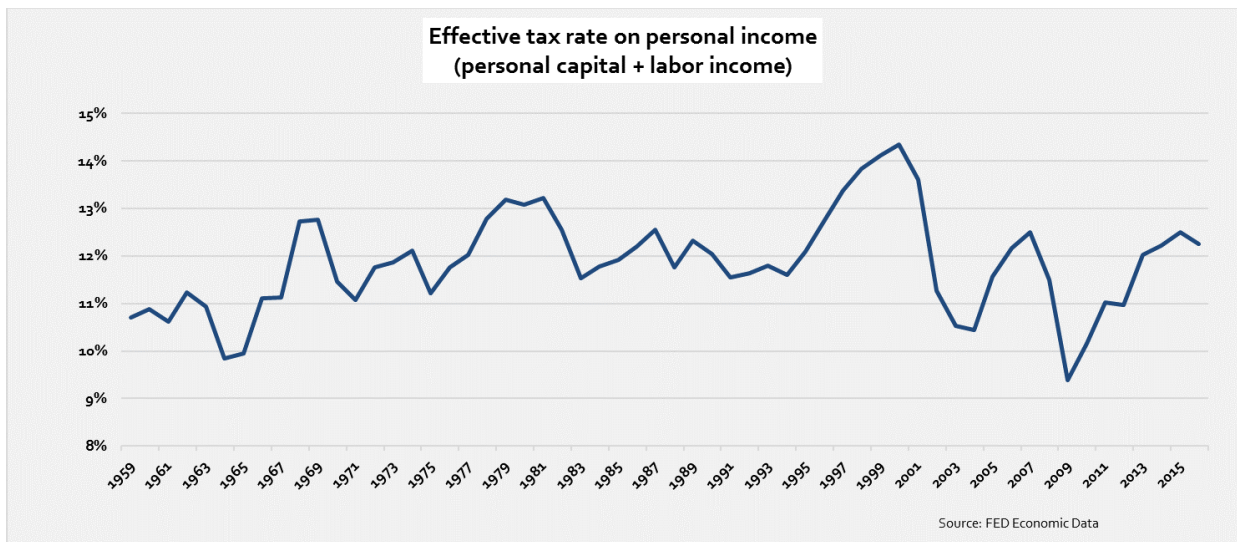
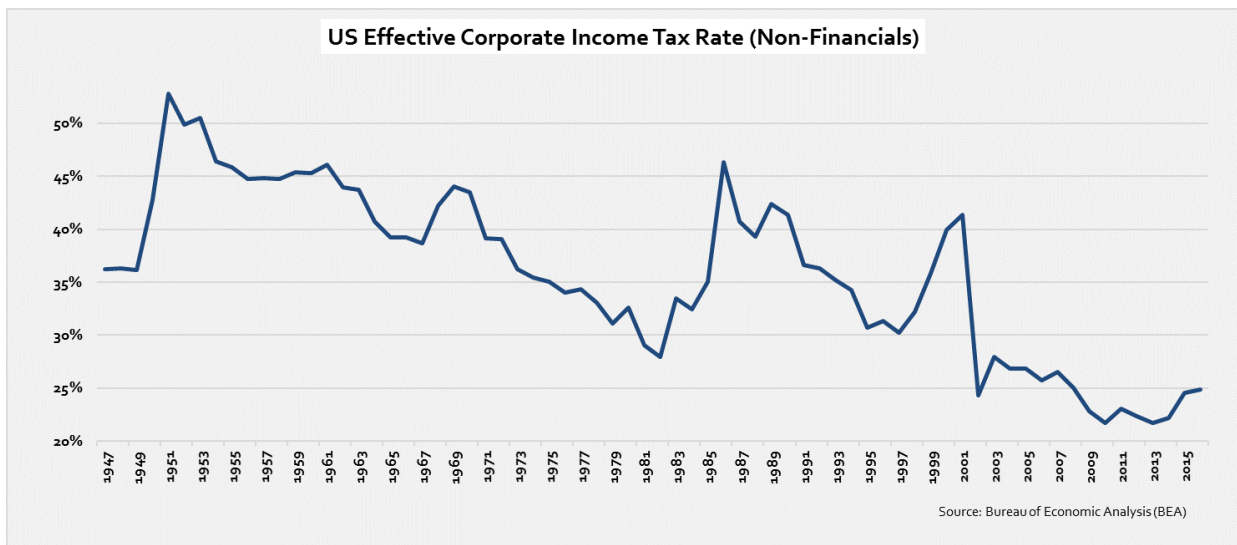
Nur durch die Kreditaufnahme war es den Konsumenten möglich den durch niedrigere Löhne bedingten Kaufkraftverlust auszugleichen. Die Verbraucherpreise und damit auch die Unternehmensgewinne wurden durch die Schuldenaufnahme über lange Zeit „künstlich hochgehalten“.

Angebotsorientierte Wirtschaftspolitik und Konjunktur

Begünstigt wurden die Unternehmensgewinne und geringen Lohnpreise auch durch die in vielen Ländern seit den 1980er-Jahren verfolgte angebotsorientierte Wirtschaftspolitik. Sie war eine Antwort auf die mächtige Stellung der Gewerkschaften und den hohen Anteil der Löhne an der Wirtschaftsleistung.

Sie war aber vor allem auch eine Reaktion auf die hohe Verbraucherpreisinflation Mitte der 1970er-Jahre. Wie wir weiter oben gezeigt haben, verhalf US-Präsident Nixon den Geschäftsbanken durch die Aufhebung der Gold-Konvertierbarkeit des US-Dollars zu einer Ausweitung der Kreditvergabe. Die Verbraucherpreisinflation seit Mitte der 1970er-Jahre wäre ohne diese Maßnahme höchstwahrscheinlich geringer ausgefallen. **Etwas zynisch könnte man behaupten, dass der Republikaner Nixon half, die Verbraucherpreisinflation anzuheizen, die dem Republikaner Reagan später die Rechtfertigung lieferte, seine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik umzusetzen.**

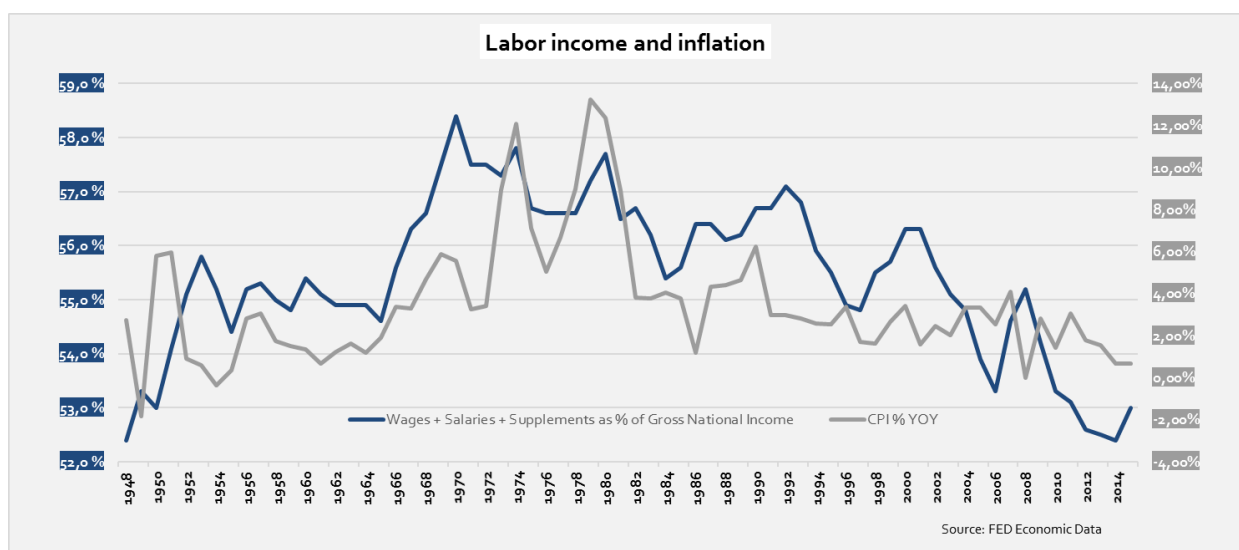
Viele bürokratische Hürden und steuerungspolitische Restriktionen wurden gelockert oder abgeschafft. Gewerkschaften wurden entmachtet und der Arbeitsmarkt flexibilisiert. Zudem wurden die Unternehmenssteuern gesenkt, während die Steuern auf Haushaltseinkommen nahezu unverändert blieben:



Stichwort Steuern: Zwar wird immer wieder behauptet, dass der Staat die oberen Einkommen über eine progressive Lohn- und Einkommenssteuer bereits übermäßig belastet. Dabei werden aber die anderen, insbesondere indirekten Steuern (Umsatzsteuer, Verbrauchssteuern, etc.), die in Deutschland rund die Hälfte des gesamten Steueraufkommens ausmachen, nicht berücksichtigt. Bezieht man alle Steuern in die Betrachtung mit ein, kommt man zum Schluss, dass die oberen Einkommensklassen eher regressiv als progressiv besteuert werden, tendenziell also im Verhältnis zu ihrem Einkommen weniger Steuern bezahlen als die unteren und mittleren Einkommensklassen. Dies bestätigt am Beispiel Deutschlands auch die vor kurzem veröffentlichte Studie des DIW ([hier](#)).

Zurück zur angebotsorientierten Wirtschaftspolitik: Durch die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes wurde die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften geschwächt, die Kündigungsrechte der Arbeitnehmer beschnitten und staatliche Zusatzleistungen gekürzt. Es entstanden prekäre Arbeitsverhältnisse und die Löhne sanken, speziell bei unteren Einkommensschichten. Verstärkt wurde dieser Effekt noch durch die Globalisierung, den technologischen Wandel und die Minderbesteuerung von Kapital. Maschinen, die kaum einer Steuerpflicht unterliegen, übernahmen zunehmend die Arbeit von Menschen. IT-Technologien, wie beispielsweise die Smartphone Apps von Uber und AirBnB, krepeln das Taxigewerbe und die Hotellerie um, lösen Einkommensstabilisierende Strukturen auf und drücken die Löhne und Gehälter der dort Beschäftigten.

Diese Maßnahmen schwächten die Nachfrageseite und waren dafür mitverantwortlich, dass die Lohnpreisnflation hinter den Verbraucherpreisen zurückblieb.



Dieses angebotsorientierte Denken stellt auch heute noch das weltweit herrschende Dogma in der wirtschaftlichen Lehre und Praxis dar. Wir sind eben doch "Sklaven" eines längst verstorbenen Ökonomen, wie Keynes zutreffend feststellte: "Practical men who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influence, are usually the slaves of some defunct economist. Madmen in authority, who hear voices in the air, are distilling their frenzy from some academic scribbler of a few years back". In diesem Sinne hören wir und unsere politischen Entscheidungsträger heute wohl immer noch die Geisterstimmen von Milton Friedman und seiner marktliberalen und angebotsorientierten Philosophie.

Um uns zu wiederholen: Die hier gezeigten Grafiken und getroffenen Aussagen beziehen sich zwar auf die USA, sind aber exemplarisch und gelten auch für viele andere Länder der Welt.

Mag die angebotsorientierte Wirtschaftspolitik in den 1970er- und 1980er-Jahren noch gerechtfertigt gewesen sein, so trägt sie heute in einem Umfeld einer systemischen Nachfrageschwäche nur zu einer weiteren Schwächung des Wirtschaftswachstums bei. Sie trägt auch zu einem weiteren Anschwellen der Sparschwemme und einem Anstieg der Ungleichheit bei. Denn diese Politik fördert die Kapitaleinkommen der bereits Vermögenden, während sie die Lohneinkommen der mittleren und unteren sozialen Schichten schwächt.

Die Rolle des Staates: Fazit

Nicht nur haben die Regierungen mit der Liberalisierung der Finanzmärkte ein Geldsystem geschaffen, das es den Geschäftsbanken ermöglicht, nahezu unbegrenzt Geld und Kredit zu erzeugen und damit die Inflation von Vermögens- und Verbraucherpreisen anzukurbeln. Die angebotsorientierte Wirtschaftspolitik der Regierungen hat auch die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmerseite geschwächt und so zu einer niedrigeren Lohnpreisentwicklung beigetragen. Die Kapitaleinkommen und die Sparschwemme stiegen in der Folge an und die relativen Arbeitseinkommen sanken.

Doch anstatt das Ungleichgewicht durch eine entsprechende Fiskal- und Steuerpolitik auszugleichen und die Sparschwemme abzuschöpfen, überlassen die Regierungen die Verantwortung den Zentralbanken oder kritisieren diese gar noch für die "Enteignung des Sparer". Fiskalpolitik ist aber nicht die Aufgabe der Zentralbanken. Es ist die Aufgabe der Regierungen, eine ökonomisch sinnvolle und an die Situation angepasste Steuer-, Verteilungs- und Investitionspolitik umzusetzen, anstatt dogmatisch an einer früher vielleicht nützlichen, heute aber schädlichen Wirtschaftspolitik festzuhalten. Eine gute Fiskalpolitik hat nicht nur direkte Auswirkungen auf die Güternachfrage und die langfristigen Renditen einer Volkswirtschaft, sondern stärkt darüber hinaus auch das Finanzsystem und die nachhaltige Versorgung der Volkswirtschaft mit Krediten.

Und eine gute Wirtschaftspolitik berücksichtigt an allererster Stelle die elementarsten aller volkswirtschaftlichen Erkenntnisse:

Die Volkswirtschaft und die mit ihr verbundene Finanzwirtschaft ist ein Kreislaufsystem. Die Zirkulation dieses Kreislaufsystems ist momentan durch die von uns in diesem Beitrag aufgezeigten Ungleichgewichte gestört.

Diese Ungleichgewichte kann nur der Staat abbauen, indem er ein stabiles Geldsystem gewährleistet und zwischen den Wirtschaftssektoren - Haushalten und Unternehmen und innerhalb dieser zwischen „arm“ und „reich“ - einen Ausgleich schafft. Einzelne Wirtschaftssektoren und Einkommensklassen dauerhaft gegenüber anderen zu bevorzugen, ist nicht nur sozialpolitischer Sprengstoff, sondern auch wirtschaftspolitisch unvernünftig.

Autor: Rainer Gogel, CFA - Geschäftsführer der Firma Portfolio-Resolution.

Webseite: <https://portfolio-resolution.de>

Hier finden Sie unsere Beiträge: <https://portfolio-resolution.de/beitraege>

Disclaimer für diese Publikation:

Die Informationen und Inhalte dieser Publikation stellen weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt auch keine Werbung, Empfehlung, Finanz- oder sonstige Beratung dar. Diese Publikation wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Die verwendeten Daten stammen aus verschiedenen Quellen und wurden von uns als korrekt und verlässlich bewertet, jedoch nicht unabhängig überprüft. Diese Publikation enthält zudem Links zu externen Webseiten und Publikationen Dritter, auf deren Inhalte wir keinen Einfluss haben und für die stets der jeweilige Anbieter oder Herausgeber verantwortlich ist. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sowohl der eigenen als auch fremden Inhalte und Daten können wir daher keine Gewähr übernehmen. Der Inhalt und das Werk dieser Publikation unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Die Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes bedürfen der schriftlichen Zustimmung der Firma Portfolio-Resolution.