

WIE KANN ICH MEIN VERMÖGEN ÜBER DIE KRISE RETTEN?

Dr. Dietmar Peetz

Januar 2020

© Copyright Dr. Dietmar Peetz, IFARA, Januar 2020

Arbeitspapier für den internen Gebrauch

Nicht zur Veröffentlichung freigegeben

IFARA ist eine Institution, die für eine interdisziplinäre Forschung der Wechselwirkungen von Wirtschafts- und Gesellschaftssystemen eintritt. Sie will interessierten Personen ein besseres Verständnis für die Entstehung, Verlauf und gesellschaftliche Folgen von Wirtschaftskrisen ermöglichen. Das Institut arbeitet als ein gemeinnütziger Verein ohne Erwerbsabsicht. Die Mitglieder des Instituts verfügen über umfangreiche Erfahrungen und Spezialistenwissen in den Bereichen dynamische Finanzmarktsysteme, Wirtschaftsgeschichte, Sozialphysik und Biologie. Der Vorteil des Instituts liegt in der interdisziplinären Verbindung dieser Wissensbereiche mit dem klaren Ziel, damit implementierbare Lösungen zu entwickeln.

Angesichts der Negativzinsen in Deutschland und der Schweiz haben immer mehr Menschen das Gefühl, dass etwas mit unserem Finanzsystem nicht mehr stimmt. Die konventionelle Finanztheorie hat zwar keine Erklärung für das Phänomen, aber wir konnten im ersten Teil zeigen, dass die Renditequellen in der Wirtschaft weitestgehend erschöpft sind und das Schuldensystem nur durch genau diese negative Zinsen noch einige Zeit am Leben gehalten werden kann, bevor es zur unausweichlichen Krise kommt. Eine Krise entsteht nämlich immer dann, wenn für die Bedienung der Schulden die Substanz aus der Realwirtschaft herhalten muss. Indikatoren für diesen Abbau sind beispielsweise ein Anstieg in der Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen, Kaufkraftverlust der Massen durch Unterbeschäftigung bei gleichzeitig immer schneller steigenden Vermögenspreisen. Systemkrisen hat es im Verlauf der Geschichte zahlreiche gegeben. Können wir daraus etwas für die heutige Situation ableiten? Diese Frage soll im vorliegenden zweiten Teil unserer Serie am Beispiel Deutschlands beantwortet werden. Der Fall Deutschlands zeigt einige Besonderheiten, aber die Erkenntnisse lassen sich grundsätzlich auch auf andere Länder anwenden. Wir zeigen hier, wie Anleger Kapitalmarktrends als zwangsläufige Folge der Wechselwirkung zwischen Real- und Finanzwirtschaft vorhersagen können. Aufbauend auf dieser Wechselwirkung stellen wir im zweiten Abschnitt die Grundlagen der regimebasierten Vermögensallokation vor, mit deren Hilfe sich resiliente Portfolios konstruieren lassen, die Verluste nach einem Schock wieder selbstständig aufholen können. Die Untersuchung am Beispiel Deutschlands zeigt, dass eine regimebasierte Portfoliokonstruktion grundsätzlich die Kaufkraft von Vermögen in Regimewechseln besser bewahren kann als alle herkömmlichen Ansätze, die mehrheitlich das Ziel haben eine Benchmark zu schlagen.

¹Die regimebasierte Vermögensallokation fußt auf der „Makroökonomischen Feldtheorie“ von Genreith (2011) und vor allem dem „Portfolio Creation Program based on Economic Development Phases“ von Bürkler (2019).

Inhaltsverzeichnis

Einführung	3
Erster Abschnitt: Was können wir aus der Geschichte lernen?	5
Die Wechselwirkung zwischen Real- und Finanzwirtschaft	5
Kreditinflation führt sowohl zu Deflation als auch zu Preissteigerungen	6
Der Weg aus der Krise am Beispiel Deutschlands 1871-2019	7
Kreditinflation am Vorabend des Ersten Weltkrieges	9
Der erste Währungskollaps 1923	11
Die Kreditinflation und die Wilden Zwanziger	13
Das Ende der Wilden Zwanziger läutet den Zweiten Weltkrieg ein	14
Das Ende der Dollar-Gold-Deckung zur Lösung der Kreditfrage	18
Die Stockung der Kreditinflation löst die neoliberale Revolution aus	20
Der Höhepunkt der Globalisierung läutet das Ende der globalen Kreditinflation ein	21
Kapitalmarktrenditen und 18jähriger Systemzyklus	23
Exkurs: Das Kreditinflationsproblem am Beispiel Islands	24
Zweiter Abschnitt: Was können wir tun?	25
Resiliente Portfolios zum Kaufkraftverlust	25
Modell-Indikatoren und Entscheidungsbäume	28
Zusammenfassung und Ausblick:	29

Erster Abschnitt:

Was können wir aus der Geschichte lernen?

Die Wechselwirkung zwischen Real- und Finanzwirtschaft

Es ist den meisten Praktikern bis heute unverständlich, warum die Zentralbanken in ihren Modellen für die Messung der Finanzmarktstabilität den Finanzsektor komplett ignorieren, denn ein Blick in die europäische Wirtschaftsgeschichte der letzten Jahrhunderte zeigt, dass alle Krisen ihren Ursprung genau dort hatten. Um zu verstehen wie, müssen wir an den Anfängen der Geldschöpfung und Inflation ansetzen.

Banken kreieren Geld durch Kreditvergabe. Die Menge der Güter, welche man dafür eintauschen kann, bestimmt die Kaufkraft des Geldes. Die Kaufkraft ist das Gegenstück des Preisniveaus, dessen Veränderung landläufig mit Hilfe der Preisveränderungen eines sogenannten Warenkorbtes gemessen wird (Warenkorbpreisinflation).² Wenn mehr Geld in Form von Krediten in das System durch die Banken hereingebracht als entsprechend Güter oder Dienstleistungen demgegenüber stehen, spricht man von der Kreditinflation. Kreditinflation entsteht deshalb, da Banken möglichst viele Kredite vergeben möchten, weil das höhere Zinseinkommen und Gewinne verspricht. Je mehr günstiges Geld zur Verfügung steht, desto mehr werden die Unternehmen in Erwartung höherer zukünftiger Gewinne investieren und desto mehr fällt für die Banken an Zinsen ab. Im ersten Teil haben wir gezeigt, dass die Kreditexpansion eine notwendige Bedingung für die Stabilität des Systems ist, weil sämtliche Kreditzinsen ja selbst erst durch neue Kredite ins System gebracht werden. Das eigentümliche an jedem Kredit, der nicht zurückgezahlt wird, ist, dass sich seine Wirkungen nicht nur für das System verewigen, sondern von Tag zu Tag, von Monat zu Monat, von Jahr zu Jahr zunehmen. Der Grund dafür ist, dass Zinsen selbstverstärkend wirken, d.h., je mehr Geld innerhalb des Kreditkreislaufes verbleibt, desto höher steigen die Kreditsummen und umso höher steigen die Gewinne der Banken. Wichtig ist in diesem Zusammenhang die Unterscheidung zwischen realwirtschaftlichem und finanzwirtschaftlichem Kreditkreislauf (vgl. Abbildung 1). Banken versorgen die Realwirtschaft mit Krediten, um Investitionen auszulösen. Die Kredite müssen nicht zwangsläufig in die Realwirtschaft fließen, sie können auch im Finanzsystem bleiben, Das passiert insbesondere dann, wenn dort die höheren Renditeaussichten vorhanden sind.

Der finanzwirtschaftliche Kreditkreislauf hat heutzutage ein Vielfaches des realwirtschaftlichen Kreditkreislaufes erreicht. Das ist keine Überraschung, sondern Ergebnis des mathematischen Zinseszinsprinzips, denn da Finanzprodukte, anders als Fabriken oder Maschinen, keinem natürlichen Verschleiß unterliegen, steigt ihr Umfang stetig an. In der Endphase steigen sie sogar deutlich schneller als das Sozialprodukt, weil immer mehr Geldschöpfung zu spekulativen Zwecken mit Finanzprodukten eingesetzt wird.

Das Wachstum der Preise für Aktien und Anleihen ist im Wesentlichen der Geldschöpfung der Banken zuzurechnen. Damit sind steigende Börsenkurse auch per se kein Indiz für gestiegenen Reichtum, denn wie die Kreditexpansion der letzten Jahrzehnte beweist, ist eine schleichende Kredit- und Vermögenpreisinflation gleichbedeutend mit einer Verschlechterung der Kaufkraft des von den Banken geschöpften Geldes.

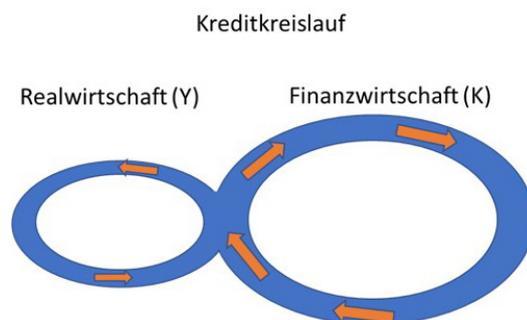


Abbildung 1: Die Wechselwirkung zwischen Real- und Finanzwirtschaft durch den Kreditkreislauf

² Für kaum einen Anleger ist diese Warenkorb-inflation im Alltag relevant. Die meisten Investoren haben eine individuelle Inflationsrate, die ein Vielfaches der Warenkorb-inflation beträgt.

Wenn sich die Kreditinflation im finanzwirtschaftlichen Kreditkreislauf staut, sinken die Zinsen (oder werden sogar negativ) was wiederum weiteres spekulativ getriebenes Kreditwachstum begünstigt. Wenn die Zinsen und damit Renditen fallen, leihen sich die Anleger zum eigenen Geld noch fremdes hinzu, um mehr aus der Zitrone herauszupressen. Die Krise tritt normalerweise dann ein, wenn die Realwirtschaft unter Druck gerät, um die immer schneller ansteigenden Zins- und Renditeforderungen an die Finanzwirtschaft abzuliefern. Der realwirtschaftliche Kreislauf schrumpft dadurch über kurz oder lang zugunsten des finanzwirtschaftlichen Kreislaufes.

Anders ist das bei offenen Volkswirtschaften. Dort führt die niedrige Verzinsung in der Regel dazu, dass das Geld ins Ausland strömt, wo höhere Zinsen winken. Dadurch wird der Druck vom Heimatland genommen. Allerdings kommt der Export der Kreditinflation auch irgendwann an seine Kapazitätsgrenze. Das Ganze kippt dann, wenn die kreditfinanzierte Spekulation unter der Last exponentiell wachsender Schulden gestoppt wird. Es sind dann wiederum die Banken, die aus Angst vor eigenen Verlusten den Geldhahn zudrehen und damit eine Panik auslösen. Um das geliehene Geld zurück zu zahlen müssen die Investoren Finanzanlagen verkaufen. Durch die Schrumpfung im finanziellen Kreditkreislauf kommt es gleichzeitig auch zu einer Kontraktion im Kreditkreislauf der Realwirtschaft. Da die Realwirtschaft weiterhin von der Versorgung mit Krediten abhängt, um ihren täglichen Geschäftsbetrieb zu finanzieren, muss nun der Staat den gesamten Kreislauf stabilisieren, in dem er selbst bei den Banken Kredite aufnimmt. Dadurch, dass Finanzschuldenkrisen kontinuierlich mit staatlichen Rettungspaketen bekämpft werden und eine Bereinigung der Auswüchse nicht zugelassen wird. Das Problem der Kreditinflation staut sich solange, bis es sich in einer noch größeren Krise entlädt. Wenn auch der Staat die Kapazitätsgrenze nach mehreren Runden von Bankrettungen überschritten hat, befreit sich dieser von der eigenen Überschuldung normalerweise in Form eines Staatsbankrottes bzw. Währungsschnitts.

Kreditinflation führt sowohl zu Deflation als auch zu Preissteigerungen

Im Zusammenhang mit dem Kreditkreislauf wird oft die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes herangezogen, um inflationäre oder deflationäre Tendenzen in der Wirtschaft zu untersuchen. Mit der Geldumlaufgeschwindigkeit wird im klassischen Sinne das Austauschverhältnis Geld gegen Güter gemessen. Aber es gibt eben nicht nur eine sondern zwei Umlaufgeschwindigkeiten, die, wie wir gleich noch sehen werden, sich gegenseitig beeinflussen. Normalerweise ist die Umlaufgeschwindigkeit im gesamten Kreislauf relativ stabil. Eine Veränderung der Geldumlaufgeschwindigkeit entsteht erst aufgrund sinkenden Vertrauens in die Stabilität der Währung, meist nach massivem Kaufkraftverlust. Der Vertrauensverlust in die Währung führt zur Störung des Kreditkreislaufs und führt üblicherweise zunächst zu einer Verlangsamung und dann zu einer Explosion in der Geldumlaufgeschwindigkeit.

Kreditinflation führt über kurz oder lang immer zu einer Erhöhung des Preisniveaus in der Wirtschaft. Aber erst wenn die Preissteigerungen einen kritischen Schwellenwert überschritten haben, und dadurch Misstrauen in die Stabilität der Währung auslösen, kommt es zu einer Veränderung in der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Wie kann man nun diesen Schwellenwert ermitteln?

Allen Finanzkrisen geht ein starkes Kreditwachstum voraus, aber nicht jedes kräftige Wachstum der Kredite führt zu einer Finanzkrise, es kommt darauf an, wie weit das System bereits mit Krediten gesättigt ist. Auskunft darüber gibt das Verhältnis zwischen Krediten (K) und Bruttoinlandsprodukt (Y). Ein niedriges K/Y mit einer starken wirtschaftlichen Dynamik schlägt sich einem kräftigen Wachstum der Kredite häufig in zusätzlichem Wirtschaftswachstum nieder (Phase 1 und 2 in Abbildung 2), aber nicht unbedingt in einer schweren Krise. Wenn das K/Y -Verhältnis dagegen aufgrund der Kreditinflation zu hoch geworden ist (Phase 3), steigt die Gefahr der Systemkrise. Ab Überschreiten des K/Y -Schwellenwertes von 3 ist die Krise im Finanzsystem vorprogrammiert (Phase 4) und erzwingt staatliche Rettungsmaßnahmen, um den gekoppelten Kreditkreislauf aufrecht zu erhalten. Der Zeitpunkt rückt aber unaufhaltsam näher, an dem das realwirtschaftliche Wachstum und damit die Kaufkraft des Geldes durch die Kreditinflation so stark gedrückt wurde, dass die aufgestaute Kreditinflation sich vollends entlädt und nur noch in Form eines Staatsbankrottes mit Währungsreform gelöst werden kann (Phase 6). Danach entsteht im System wieder der nötige Raum mit der sich der realwirtschaftliche (und auch finanzwirtschaftliche) Kreditkreislauf erneut ausweiten kann (Phase 1).

³ Die sogenannte Quantitätsgleichung des Geldes, die einen direkten und linearen Zusammenhang zwischen umlaufender Geldmenge und gehandelten Gütern und Dienstleistungen unterstellt, gilt dann nicht mehr.

⁴ Im Weiteren verwenden wir die Begriffe Kredit, Kreditkapital und Kapital synonym.

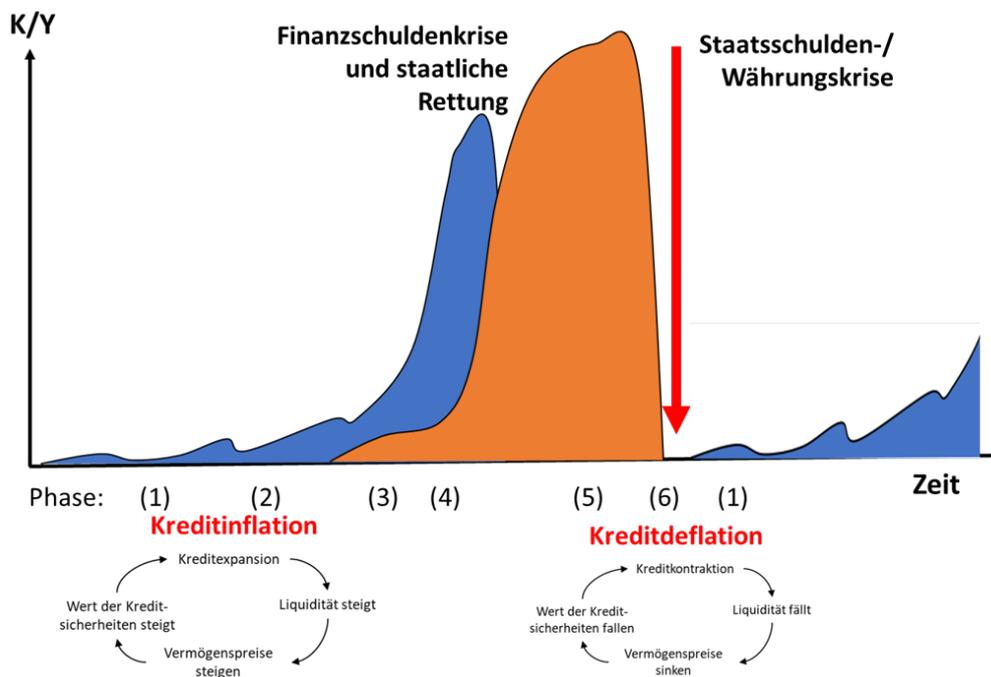


Abbildung 2: Die Kreditinflation führt über den Boom zunächst zu einer Finanzschuldenkrise und dann zu einer Währungskrise

Auch im Jahr 2020 sehen wir, wie das System unter der Last eines wachsenden K/Y-Verhältnisses immer instabiler wird und zwischen Phase 5 und Phase 6 oszilliert. Phase 4 war bereits 2008 erreicht, als das Finanzsystem aus der Bahn geriet und nur durch massive Ausweitung der Staatsverschuldung auf Kosten der Steuerzahler vor dem Kollaps bewahrt werden konnte. Und letztlich wird auch unser System die Schuldenkrise über den Weg eines Staatsbankrottes mit anschließender Währungsreform lösen, der von Bürkler (2019) und Genreith (2011) für ungefähr 2032 bzw. 2035 vorausgesagt wird.

Der Weg aus der Krise am Beispiel Deutschlands 1871-2019

Ein Staatsbankrott ist für Investoren keinesfalls das Ende der Welt – in Gegenteil. Wie die historischen Erfahrungen zeigen, kam es gerade an zwischen Phase 6 und Phase 1 zu einer drastischen Umverteilung. Zahlreiche Vermögen wurden in den Wirren der Krise zwar vernichtet, dagegen konnten aber auch gewaltige neue Vermögen innerhalb kürzester Zeit aufgebaut werden. Interessant ist auch, dass mit Hilfe der richtigen Strategie große Vermögensteile über die Krisen hinweg gerettet werden konnten.⁵ Wir wollen diese Aspekte am historischen Fall Deutschlands seit der Reichsgründung 1871 genauer untersuchen. Die Zeitspanne zwischen 1871 und 2019 – rund 150 Jahre – liefert ausreichend Anschauungsmaterial, um die Wirkung des K/Y-Verhältnisses auf die Anlagerenditen und auf die Stabilität der Währung hin zu untersuchen.

Deutschland als Nationalstaat entstand 1871 – und damit für europäische Verhältnisse erst relativ spät. Die französische Seite unterschätzte den Einigungswillen der zersplitterten deutschen Fürstentümer, als es Preußen 1870 den Krieg erklärt hatte. Der Krieg wirkte letztlich als Katalysator für die politische und wirtschaftliche Integration verschiedener deutscher Kleinstaaten unter dem Dach Preußens. Kriegsanstifter und -verlierer Frankreich wurde gezwungen, die enorme Summe von 4,5 Mrd. Mark (5 Mrd. Francs) an Deutschland zu zahlen, das entsprach rund 20% des damaligen deutschen Bruttoinlandsprodukts. Frankreich hatte das Geld selbst nicht und musste es sich bei den Banken. Reichskanzler Bismarck verwendete das Geld der Franzosen primär, um Kriegsschulden bei den Banken zu tilgen. Die Rückzahlung von Krediten hätte zu einer Schrumpfung der Bankbilanzen und damit des Kreditkreislaufes geführt, was die Banken natürlich verhindern wollten.

Etwa 3 Mrd. Mark flossen deshalb zu Spekulationszwecken in den Finanzmarkt, die restlichen 1,5 Mrd. flossen größtenteils zu Kreditnehmern in die Realwirtschaft. Wir befinden uns in Phase 2 des K/Y-Kurvenverlaufs.

⁵ Vgl. Alfred Manes (1918), „Staatsbankrotte- Wirtschaftliche und rechtliche Betrachtungen“, Berlin sowie Bürkler, N., (2019), „Portfolio Creation Program based on Economic Development Phases“, internal discussion paper, Rigi Scheidegg.

Sehr viel Kapital floss an die Wiener Aktienbörse und in den österreichischen Immobilienmarkt. Dort waren die Gewinnaussichten nämlich noch höher als in Deutschland. Das Geld führte zu einer Expansion des finanzwirtschaftlichen Kreditkreislaufes (Phase 3, schnell steigenden Finanzpreise). Mit den gestiegenen Aktienkursen und Immobilienwerte, die die Banken als Kreditsicherheiten einsetzten, konnten nun noch höhere Kredite gewährt werden. Damit war allerdings ab Mai 1873 Schluss, nachdem die erste Bank in Wien in Zahlungsschwierigkeiten kam. Aus Angst vor Verlusten zogen die Banken plötzlich ihr Geld schlagartig ab, sprich: sie verlängerten die kurzfristigen Kredite nicht mehr. Dadurch trocknete die Liquidität im System aus und zwang die Anleger, ihre Aktien, die sie vorher auf Pump gekauft hatten, zu verkaufen, um die Kredite zurückzahlen zu können. Und je mehr sie verkauften, desto mehr fielen die Kurse (Phase 4), der klassische Fall einer positiven Rückkopplungsschleife, bei der Ursache und Wirkung ineinandergreifen und eine Kettenreaktion auslösen. Aufgrund der engen Vernetzung der Banken untereinander griff die Verkaufspanik rasch auf Deutschland und USA und verstärkte die Kreditkontraktion was noch mehr Banken in die Pleite riss und mit ihnen ehemals als solide geltende Unternehmen, die plötzlich keine Betriebskredite mehr erhielten.

Der Staat musste nun das Bankensystem retten, und die Wirtschaft wieder in Gang zu bringen. Er nahm also Kredite bei den Banken auf, die dafür „Geld druckten“ (K erhöhten), baute damit die Infrastruktur aus und investierte in das Militär (Y stieg).

Die Systemkrise nahm 1889 (18 Jahre nach Reichsgründung) ihren Beginn und erreichte 1890 ihren Höhepunkt mit dem Zusammenbruch der englischen Barings Bank. Verantwortlich hierfür war der Zahlungsausfall des größten Kreditnehmers Argentinien, der aufgrund gefallener Rohstoffpreise auf dem Weltmarkt nicht mehr in der Lage war seine Schulden zu bedienen.

Durch die bereits damals enge Vernetzung der Banken untereinander (der sogenannte Interbankenmarkt) wurden Schocks im System in kürzester Zeit weitergegeben und erreichten in Windeseile auch Deutschland. Erneut musste der Staat stabilisierend eingreifen. Dann - von 1902 bis 1907 - stiegen die Rohstoffpreise an den Märkten stetig, was viele Spekulanten anlockte, die dadurch den Preisauftrieb weiter anheizten.

Im Frühjahr 1907 – 18 Jahre nach der letzten Systemkrise – kommt es zu einer Liquiditätsaustrocknung in europäischen Finanzzentren, nachdem Kursverluste von Eisenbahnanleihen die Banken zwangen, restriktiver in ihrer Kreditvergabepolitik zu werden. Einige Historiker meinen, es hing mit dem großen Erdbeben von San Francisco, dass bei vielen Versicherern durchschlug. Um die Versicherungssummen an die amerikanischen Versicherten auszahlen zu können, mussten sie Wertpapiere (vor allem von Eisenbahngesellschaften) und Immobilien liquidieren. Ein anderer Faktor war der Zusammenbruch der Knickerbocker Trust am 18. Oktober 1907 in den USA, der zu einem nationalen und internationalen Bank-run führte.

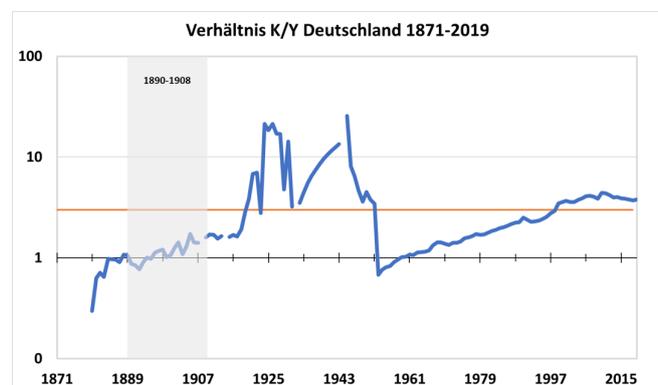


Abbildung 3: K/Y-Verhältnis mit Hervorhebung der Periode 1890-1908

Es hing mit der fehlgeschlagenen Spekulation an den Rohstoffmärkten zusammen, der plötzlich aufgrund einer panikartig eintretenden Verkaufswelle eine Kettenreaktion unter den kreditfinanzierten Spekulanten auslöste. Anleger zogen aus Angst vor Verlusten auch bei anderen Banken liquide Mittel ab, so dass die Liquidität am Finanzplatz New York völlig austrocknete und amerikanische Banken zwang, hohe Zinsen anzubieten, damit sie Gold aus dem Ausland importieren konnten (damals war die Geldschöpfung der Banken noch weitestgehend durch Gold unterlegt). Daraufhin hoben die Notenbanken der anderen Goldstandard-Länder in Europa ihre Zinssätze massiv an, um Goldabflüsse ihrerseits zu stoppen mit dem Ergebnis, dass dadurch die Refinanzierungskosten für Banken und Unternehmen noch mehr stiegen.

Durch die begonnene Kreditdeflation kam der Umlauf von Handelswechseln⁶, die sich durch Diskontierung bei der Notenbank liquidieren ließen, zum Erliegen.⁷ Auch die Exportindustrie erlitt massive Einbrüche im Winter 1907/1908. Es kam einer scharfen Rezession.

⁶ Wechsel, die sich auf Handelsgeschäfte in der Realwirtschaft beziehen und im Betriebskapital der Unternehmen eine wichtige Rolle spielten.

⁷ Lombardwechsel, das heißt Wechsel, die für den Aufbau von kreditfinanzierten Wertpapierportfolio verwendet wurden, gab es dagegen noch viele.

Kreditinflation am Vorabend des Ersten Weltkrieges

Der Staat musste wieder einspringen und durch Erhöhung der Staatsverschuldung die begonnene Systemkrise abwenden. Günstig wirkte, dass sich zu jener Zeit Deutschland bemühte, den Entwicklungsvorsprung der anderen europäischen Großmächte aufzuholen. Was lag da näher als weiter in die Infrastruktur und ins Militär zu investieren? Bis 1913 boomte die Wirtschaft in Deutschland. Ende 1913 war damit vorbei. Ein Wirtschaftsabschwung deutete sich an, der sich Anfang 1914 massiv verstärkte. Die Anleiheschulden des Deutschen Reichs waren mittlerweile auf etwa 7 Mrd. Mark angestiegen, und auch der Umfang ausstehender Verbindlichkeiten aus Wechseln (dem bevorzugten Instrument für die Gewährung kurzfristiger Kredite) stieg beträchtlich. Mit der Verschärfung der politischen Lage am Vorabend des Ersten Weltkrieges bekamen die Banken kalte Füße und verlangten von den Spekulanten die Rückzahlung kurzfristiger Kredite. Diese Spekulanten wurden dadurch gezwungen, Wertpapiere zu liquidieren. Abermals trocknete dadurch die Liquidität im Creditsystem aus.

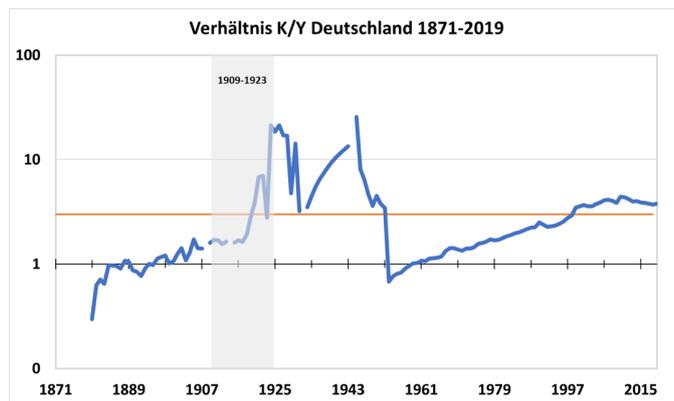


Abbildung 4: K/Y-Verhältnis mit Hervorhebung der Periode 1909-1923

Das Verhältnis von Kapital (K) zu Bruttoinlandsprodukt (Y) lag jetzt bereits bei über acht, was auf einen unmittelbar bevorstehenden Systemkollaps hindeutete.⁸ Um das Bankensystem zu stabilisieren brauchte es dringend neue Renditequellen, wen nicht anders möglich eben auch durch Kriege.⁹ Die Renditequellen in der Realwirtschaft waren nämlich schlicht erschöpft, mit denen die Forderungen des Finanzkapitals hätten bedient werden können. Der Ausweg kam dann in Form des Ersten Weltkrieges, von dem sich alle Kriegsbeteiligten einen Gewinnzuschub für ihre Wirtschaft versprachen, allen voran die Briten, die Deutschland 1914 den Krieg erklärten.

Für Anleger hatte der Krieg erhebliche Konsequenzen. Kurz nach dem Beginn des Ersten Weltkrieges hob die deutsche Reichsregierung die Einlöschungspflicht der Papiergeldscheine in Gold auf und verschaffte sich damit ungehinderten Zugang zur Notenpresse, mit der sie beliebig die Geldmenge ausweiten konnten.¹⁰ Gleichzeitig wurden die Möglichkeiten der staatlichen Schuldenaufnahme erweitert und eine Anleihe über 4,5 Mrd. Mark emittiert. Das entsprach damals rund 10% des deutschen Bruttosozialprodukts. Statt durch Steuern wollte der Staat die Kriegskosten durch Anleihen finanzieren. Der Krieg dauerte aber viel länger und so summierten sich die Kosten nach Historikerschätzungen auf rund 194 Mrd. Goldmark, die im Wesentlichen durch neue Schulden aufgebracht wurden. Die Schulden des Reiches lagen jetzt schon bei 145,5 Mrd. Mark. Das K/Y-Verhältnis stieg auf astronomische 23. Der Kollaps des Systems war nicht mehr abzuwenden. Aber es kam noch schlimmer. Im Versailler Vertrag wurde Deutschland die alleinige Kriegsschuld und damit die Kosten des Krieges aufgebürdet. Zunächst wurden die Reparationen für Deutschland auf die für damalige Verhältnisse unvorstellbare Summe von 225 Mrd. Goldmark festgelegt. Zusätzlich musste Deutschland Gebiete an Belgien, Frankreich, Polen, Tschechien, Italien, Dänemark usw. (insgesamt die Steuerkraft von 7,5 Mio. Einwohnern) abtreten. Mit den Gebietsabtrennungen gingen gleichzeitig 75 % der deutschen Eisenerzgewinnung, 26 % der Bleierzeugung und 7 % der Industrieunternehmen verloren. Und es fehlten die Agrarüberschussgebiete Westpreußens und Posen sowie alle Kolonialgebiete. Deutschland war plötzlich mehr als jemals zuvor auf Exporte angewiesen, um lebensnotwendige Güter zu importieren bzw. um die Reparationszahlungen leisten zu können. Aber Deutschland hatte 90% seiner Handelsflotte an die Alliierten abgeben müssen, wodurch die deutschen Exportgeschäfte einbrachen. K stieg stetig weiter, während Y dramatisch fiel. Je schlechter sich das K/Y-Verhältnis entwickelte, desto mehr sank die Kaufkraft des Geldes.¹¹ Gleichzeitig waren die europäischen Alliierten

⁸ der kritische Schwellenwert liegt bei 3. Vgl. Genreith (2011)

⁹ Creutz zitiert in seinem Buch⁹ einen Artikel aus der Zeitschrift „Die Sparkasse“ aus dem Jahr 1888, der einen Nachdruck der Zeitschrift aus dem Jahr 1891 Artikel, der bereits das Problem sinkender Zinsen Ende des 19. Jahrhunderts problematisiert: „Die Ursache für das Sinken des Zinsfußes wird vorzüglich darin gefunden, daß die besonders rentablen Capitalanlagen großen Maßstabes heute erschöpft sind und nur Unternehmungen von geringer Ergiebigkeit übrig bleiben.“ Als Ausweg aus dem Dilemma müssten „..... die neuen Länder, beispielsweise Afrika, sehr rasch durch europäische Capitalien erschlossen werden, damit einem solchen Sinken [Anm. des Autors: des Zines“] begegnet werde.“ Weil man aber daran zweifelte, dass das ausreiche, endet der Artikel: „So spricht denn alles dafür, daß wir noch einem weiteren Sinken des Zinsfußes entgegensehen. Nur ein allgemeiner europäischer Krieg könnte dieser Entwicklung Halt gebieten durch die ungeheure Capitalzerstörung, welche er bedeutet.“ Vgl. Creutz, H., (1997), „Das Geldsyndrom“, 4. Auflage, München.

¹⁰ Gold wurde zwar nicht verboten, aber in groß angelegten Werbekampagnen wurde den Bürgern ans Herz gelegt, ihr Gold aus patriotischen Gründen an die Reichsbank zu verkaufen, was viele tatsächlich auch taten.

¹¹ In den vier Kriegsjahren stieg der Zahlungsmittelumlauf im Deutschen Reich von 9,9 Mrd. auf 28,4 Mrd. Im November erreichte der Zahlungsmittelbestand das 12fache des 1914 Wertes.

bei den Briten hochverschuldet und nicht in der Lage diese zurück zu zahlen. Die Briten selbst standen bei den Amerikanern tief in der Kreide.

Die Amerikaner, bei denen die meisten europäischen Kriegsparteien verschuldet waren, beharrten darauf, die Schulden der anderen Verbündeten nicht mit einander zu verrechnen. Warum? Weil die Amerikaner befürchteten, dass die gegenseitige Erlassung von Schulden zwischen den Alliierten das amerikanische Bankensystem zum Kollaps bringen würde. Denn Schuldenerlass hat die gleiche deflationäre Wirkung im Kreditkreislauf wie eine Pleite. Das bedeutete, die europäischen Alliierten konnten ihre Schulden gegenüber den USA nur begleichen, wenn sie das Geld zuvor von Deutschland erhielten.

Die Alliierten schickten daher im Juni des gleichen Jahres eine Rechnung über 269 Mrd. Goldmark an Deutschland, zahlbar in 42 Jahresraten. Wie bei allen anderen Kriegsparteien auch, hatte Frankreich die Kriegsausgaben mit Hilfe der Druckerpresse, sprich, durch Kreditinflation finanziert. Nach Ende des gewonnenen Krieges versuchte die Regierung die Auswirkungen der Kreditinflation auf die Realwirtschaft einzudämmen, in dem sie das Geld künstlich verknappte. Das führte zur Deflation in der französischen Realwirtschaft mit zahlreichen Firmenpleiten und Massenarbeitslosigkeit. Jetzt steuerte die französische Regierung um. Um den Staatshaushalt auszugleichen setzte man die Forderungen an Deutschland als separaten Posten an und ließ im Volumen dieser Forderung Papiergeld drucken. Die Kaufkraft des Francs hing also unmittelbar an der Zahlungsverpflichtung der Deutschen. Diese musste mit allen Mitteln eingelöst werden. Im März 1920 erstürmten und besetzten fünfzigtausend Linksradikele das Industrieviertel zwischen Rhein und Ruhr. Dadurch kam im April 1920 Deutschland mit seinen Kohlelieferungen als Teil der Reparationszahlungen an Frankreich in Rückstand.

Am 29. Januar 1921 forderten deshalb die Alliierten erneut 269 Mrd. Goldmark, zusätzlich musste Deutschland 12% des Wertes seiner jährlichen Ausfuhren abtreten. Als Deutschland dies ablehnte, bzw. klar wurde, dass Deutschland die Forderungen nicht erfüllen kann, besetzte Frankreich 1921 mit sechzigtausend Soldaten das Ruhrgebiet, das mit seinem Steinkohleabbau zentral für die deutsche Industrie war und damit eben auch zentral für die Kaufkraft des französischen Francs. Aber die deutsche Reichsregierung durchkreuzte das Vorhaben der Franzosen und rief die Bevölkerung zum passiven Widerstand auf. Die deutsche Regierung zahlte den Unternehmen Subventionen und seinen streikenden Beamten die Gehälter. Wie? Natürlich über zusätzliche Kredite. Da aber der Zugang zu ausländischen Krediten versperrt war, wurden auch in neue Druckerpressen bestellt, mit denen die nötige Geldmenge in das System gepumpt wurde.

Zwischen 1921 und 1923 sank wegen der politischen Turbulenzen der Steinkohleabbau im Deutschen Reich um über 50% und damit die Stahlproduktion um fast 40%. In der Industrie und Bauwirtschaft kam es zu Produktionseinbrüchen und Massenentlassungen. Auch der Wechselkurs des französischen Francs fiel nun rapide durch die begonnene Kapitalflucht. Die deutschen Banken verschärften die Liquiditätsverknappung im System, weil sie aus Angst vor Verlusten kurzlaufende Kredite nicht mehr verlängern wollten. Und somit fehlte wieder das Geld als Tauschmittel im System. Der Staat hielt dagegen und druckte mehr Geld, um die begonnene Kreditdeflation (Phase 4) aufzuhalten. Bis 1922 hatte sich so ein ungedeckter Schuldenberg für das Reich von mehr als 1.495 Mrd. Mark aufgetürmt. Einige spekulierten darauf, dass ihre Schulden in Reichsmark bald nichts mehr wert wären und kauften auf Pump Vermögenswerte wie Aktien oder Gold. Aber der Staat ließ sich nicht an der Nase herumführen. So erließ die Reichsregierung eine Reihe von Gesetzen, die den Handel mit Wertpapieren einschränkten bzw. verbot.¹² Ausländische Vermögenswerte, Devisen und Edelmetalle wie Gold, Silber und Platin wurden von der Regierung eingezogen. Der private Besitz war verboten. Ab 1922 sah die Reichsregierung Zwangsanleihen für Bürger mit Vermögen über 100.000 Mark vor, was faktisch eine Abgabe von 10% bedeutete.

¹² Bereits 1914 wurden Gesetze zur Begrenzung des finanziellen Kreditkreislaufes erlassen. Während der Aktienhandel nach dem Krieg wieder aufgenommen werden konnte, bleibt der Handel mit Anleihen bis 1919 ausgesetzt. Es war sogar verboten, in den Zeitungen über fallende Kurse bei Staatsanleihen zu berichten.

Der erste Währungskollaps 1923

Die Geldmenge stieg bis November 1923 auf über 400 Trillionen Mark. Wegen der ungewissen Zukunftsaussichten hatten die Menschen das Geld unter die sprichwörtliche Matratze gelegt und so dem System Liquidität entzogen. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes kollabierte im realwirtschaftlichen Geldkreislauf. Dies leitet aber auch den Kollaps im finanziellen Kreditkreislauf aus. Die darin aufgestaute Kreditinflation entlud sich schlagartig und lies die Umlaufgeschwindigkeit im realwirtschaftlichen Kreislauf explodieren.¹³ Die in der vorangegangenen Kreditexpansion aufgestaute Inflation entlud sich nun schlagartig. Preissteigerung von über 100% im Monat begann im Jahr 1923, in weniger als vier Tagen verdoppelten sich die Preise (in anderen Worten: die Kaufkraft des Geldes halbierte sich).

Während der Systemkrise 1923 vervielfachten Aktien binnen weniger Monate ihren Wert auf dem Papier– nur um danach genauso schnell wieder zu fallen. Gemessen in Gold, verloren die Aktien aber massiv an Kaufkraft, da das Vertrauen in die Währung vollends verloren ging.

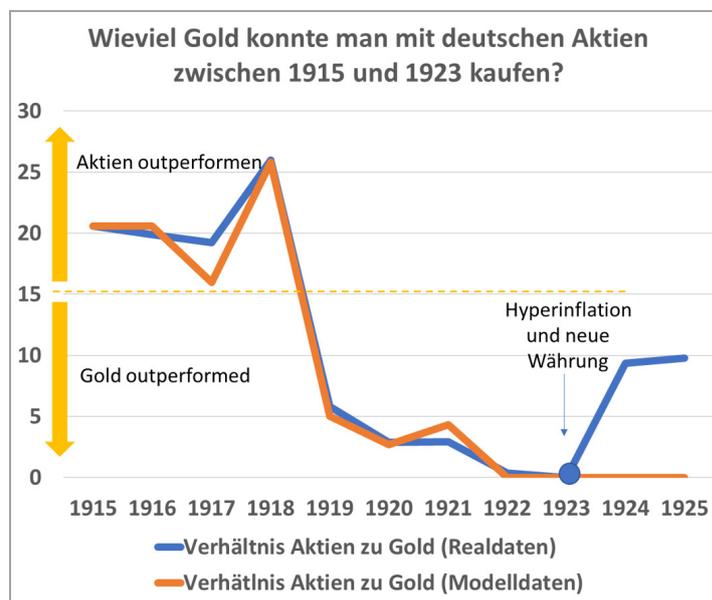


Abbildung 5: Kaufkraft von Aktien relativ zu Gold zwischen 1915 und 1923. Im Modell werden nur die Phasen 4 bis 6 dargestellt. Ab 1923 wird die neue Währung eingeführt, die aufgrund des neuen K/Y-Verhältnisses dadurch Phase 1 einleitet (im Modell hier nicht abgebildet).

Sachwerte wie Aktien waren also nur ein eingeschränkter Inflationsschutz während des Zusammenbruchs des Systems. Die meisten Menschen waren zudem auch gezwungen, Sachwerte weit unter ihrem fairen Wert zu liquidieren, um Güter des täglichen Bedarfs zu erwerben.¹⁴ Immobilienbesitzer hatten das Problem, dass mit Massenarbeitslosigkeit der Leerstand stieg und es zu Mietausfällen kam. Viele Immobilieneigentümer konnten sich zudem die Instandhaltungsinvestitionen nicht mehr leisten, wodurch der Substanzwert ihrer Immobilien

¹³ Bei den meisten neuzeitlichen Hyperinflationen sehen wir meistens das folgende Muster am Werk: Zunächst löst die Kreditdeflation Illiquidität im System aus, der direkt auf die wirtschaftliche Dynamik in der Realwirtschaft wirkt. Die Bürger versuchen dann, das knappe Geld zu horten und verstärken durch ihr Verhalten die Wirkung der Deflation. Die geld- und finanzpolitischen Maßnahmen, mit denen der Staat gegen die deflationäre Abwärts Spirale ankämpft, verpuffen weitestgehend, weil niemand in der Realwirtschaft sich aufgrund der unsicheren Zukunftsaussichten zu verschulden. Es ist genau diese Verweigerung zu handeln, die wie ein Damm das aufgestaute Kreditkapital vor der Realwirtschaft schützt. Wenn die Menschen aber das Vertrauen in die Stabilität der Währung verlieren, z.B. weil einfach zu viel davon gedruckt wird, bricht der Damm bei dem Versuch, die wertloser werdende Währung in Realwerte zu tauschen. Der Übergang von der Deflation zur Hyperinflation passiert schlagartig und die Umlaufgeschwindigkeit explodiert dann.

¹⁴ In der Autobiografie schreibt Leonhard Frank (1882–1961) über seine Erfahrung aus dem Jahr 1923: „Zu dieser Zeit überschlug die Mark sich Tag für Tag schneller in den Abgrund. Ein Bekannter Michaels hatte ein Jahr vorher ein neues Benz-Cabriolet gekauft, gegen einen Wechsel, fällig in einem Jahr, und ihn jetzt mit Inflationsmark eingelöst. Das neue Auto kostete ihn den Goldwert von 10 Pfennigen – eine Zehnpfennigmarke. Die Sparkassenbücher von Millionen kleiner Leute, die jahrzehntelang Groschen zu Groschen gelegt hatten, für ihr Alter, waren zu Papier geworden. Die übergroße Not riss Tausende dieser beraubten hoffnungslosen Alten in den Selbstmord.“ Quelle: Leonhard Frank, (1963), „Links wo das Herz ist“, München. Bei Lion Feuchtwanger lesen wir zu den Ereignissen aus dem Jahr 1923: „Auf dem Lande zwar saß man schuldenfrei, lebte mit der zunehmenden Inflation immer üppiger; immer mehr Bauern hielten sich Automobile und Rennrösser. In den Städten aber stieg der Hunger. Das Brot wurde gesundheitsschädlich wie im Krieg.... In den Schulen saßen die Kinder ohne Frühstück, wurden ohnmächtig während des Unterrichts. Tuberkulos griff um sich... Die Säuglingssterblichkeit stieg. Die jungen Mütter, gezwungen zur Berufsarbeit, mussten darauf verzichten, ihre Kinder zu stillen. Wieder dienten muffige Höhlen als Wohnungen, Zeitungspapier als Wäscheersatz, Pappschachteln als Kinderbetten. Es war ein kalter Winter. An der Ruhr bedeckte sich immer weiter das Land mit hochgeschichteter Kohle, und ein großer Teil Deutschlands fror in ungeheizten Räumen“, Vgl. Lion Feuchtwanger (1984), „Erfolg. Drei Jahre Geschichte einer Provinz (1929)“, Frankfurt am Main.

sank. Insgesamt sanken nach der Währungsreform 1923 die Haus- und Grundstückspreise wieder auf das Niveau von 1920 zurück.¹⁵ Immobilienspekulanten gelten oft als die Gewinner der Hyperinflation, weil die Immobilienkredite sich über den Geldverfall quasi wie von selbst getilgt hätten. Doch dem ist nicht so, denn die Weimarer Republik erhob 1924 die Hauszinssteuer auf das vor Juli 1918 erworbene Wohneigentum, mit der Immobilieneigentümer an den Kosten für den öffentlich geförderten Wohnungsbau beteiligt werden sollten.

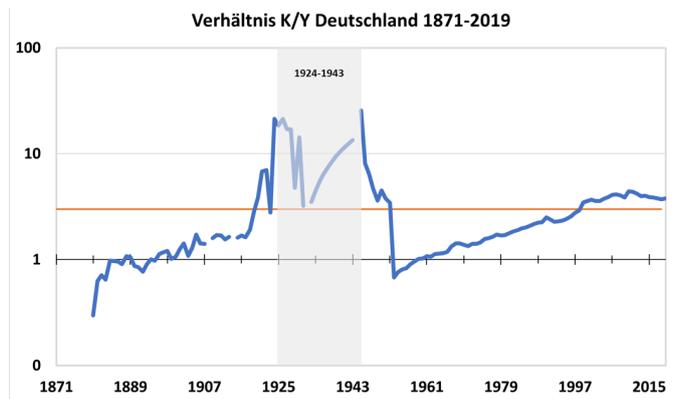


Abbildung 6: K/Y-Verhältnis mit Hervorhebung der Periode 1924-1943

Im November 1923 – etwa 16 Jahre nach der letzten Systemkrise – lag der Kaufkraftverlust des Papiergeldes bei 99%. Wer das Geld rechtzeitig in Sachwerte tauschen konnte (wozu am Schluss selbst Töpfe und Pfannen gehörten) konnte zumindest einen Teil seiner Kaufkraft retten.

1923 wurde die neue Rentenmark als Übergangswährung eingeführt, die durch Sachwerte (Immobilien) gedeckt war. Das Umtauschverhältnis zwischen Rentenmark zu Papiermark wurde auf 1:1 Billion (1.000 Mrd.) festgesetzt und gegen Ende des Jahres 1923 hatten sich die Währungsverhältnisse in Deutschland wieder stabilisiert.

Wer nun denkt, dass mit dem Währungskollaps auch das Finanzsystem zusammengebrochen ist, der täuscht sich. Es gab zwar eine massive Konsolidierung unter den Banken, aber die meisten großen Banken überlebten wie durch ein Wunder diesen Systemcrash. Dennoch, mit der neuen Währung konnte sich das System wieder stabilisieren, denn das Vertrauen in die Kaufkraft der Währung kehrte zurück, und die Realwirtschaft kam wieder in Gang. Das durch die Währungsreform reduzierte K/Y-Verhältnis stellte allerdings nur günstige Bedingungen für einen Aufschwung bereit. Der Haupttreiber für die Erholung kam erneut durch die Kreditinflation zustande, diesmal aus den USA. Durch den Eintritt der USA in den ersten Weltkrieg erlaubte der US-Kongress die Ausweitung der Staatsverschuldung um 5 Mrd. USD. Diese Kreditexpansion löste einen Kriegsboom in den USA aus, der mit dem Kriegsende 1918 abrupt endete. Der Bedarf für Kanonen hörte auf, aber das Kreditgeld war weiterhin da und musste irgendwie verzinst werden. Auf der Suche nach höherverzinslichen Geldanlagen floss das Finanzkapital nun aus USA nach Europa in Form des sogenannten Carry-Trades.

Bei einem Carry Trade nimmt ein Investor einen Kredit in einer Währung mit niedrigem Zinsniveau auf, um eine andere Währung mit einem höheren Zins zu kaufen. Die enormen Summen aus dem Carry Trade löste abermals einen Boom aus und ließ das K/Y-Verhältnis in Deutschland wieder steigen und je erfolgreicher der Carry-Trade, desto mehr Gelder flossen nach Deutschland.¹⁷ Das Rad drehte sich immer schneller, war aber immer mehr auf einer anhaltend positiven Renditeentwicklung des Carry-Trades angewiesen. Das gleiche galt für die Spekulation mit Aktien. Die sich selbst verstärkenden Kursanstiege waren die einzige Garantie dafür, dass sich der in Aktien hinterlegte Gegenwert der auf Pump erworbenen Unternehmensbeteiligung erhielt. In der Sprache der Systemtheorie lag eine positive Feedbackschleife vor, die ein exponentielles und damit unhaltbares Wachstum auslösten. Aber im Einzelnen:

Zwischen 1924 und 1931 zahlte Deutschland etwa rund 36 Mrd. Mark an die Alliierten, unter dem Dawes und Young-Plan. Dieser Betrag wurde mit 33 Mrd. Mark Krediten aus den USA finanziert.¹⁸ Deutschland selbst brachte nur 3 Mrd. Mark auf, um damit seine ehemaligen Kriegsgegner auszuzahlen. Diese wiederum zahlten

¹⁵ Am deutlichsten erscheint das Bild an der Entwicklung der Grundstückspreise baureifer Grundstücke in Köln: diese fielen nach der Währungsreform von 1923 sogar unter das Niveau von 1913 und blieben fast 30 Jahre lang auf niedrigstem Niveau.

¹⁶ Alle Forderungen, die in diesem Geld ausgedrückt war, wie etwa Sparbücher, Lebensversicherungen, Bankguthaben hatten die gleichen Verluste.

¹⁷ Doskov/Swinkels (2015, "Empirical evidence on the currency carry trade, 1900-2012", Journal of Internal Money and Finance, S. 370-389) untersuchen für den Zeitraum 1901 bis 2012 bei 20 Währungen und finden eine Überschussrendite von jährlich 2.4%. Dieser Betrag kann durch Kredithebel noch weiter gesteigert werden.

¹⁸ Vergleichbar mit der Vorgehensweise Frankreichs im Französisch-Deutschen Krieg von 1870/1871. Frankreich borgte sich bereits nach der Niederlage die Reparationsgelder der deutschen Banken.

damit ihre Kriegsschulden an die USA zurück. Aber das an die USA gezahlte Geld floss sofort wieder zurück nach Deutschland, weil dort die höheren Zinsen gezahlt wurden (der Dawes Plan verordnete Deutschland einen Mindestdiskontsatz in Höhe von 5% vor).¹⁹ Für Finanzspekulanten war der Zinsunterschied (Carry) einfach zu verlockend. Die importierte Kreditinflation fand ihren Weg in die Finanzmärkte mit der Folge, dass die Verluste des deutschen Aktienmarkts von 1919 bis 1927 wieder vollständig aufgeholt werden konnten. Der damalige Reichsbankpräsident Schacht warnte allerdings, dass der Aufschwung keine echte Wende sei, weil das Geld nicht „investiert“ würde, sondern in „Wirtshäusern und Bars verjubelt und für den Import von Luxusartikeln verwendet“ würde. Als einziges Mittel gegen diese importierte Kreditinflation sah er eine Verknappung der Geldmenge vor, was er dann auch anordnete. Einen Tag später, es ist Freitag, der 13. Mai. 1927, zogen die ausländischen Investoren ihr Geld ab und deutsche Aktien verloren 11% an Wert.

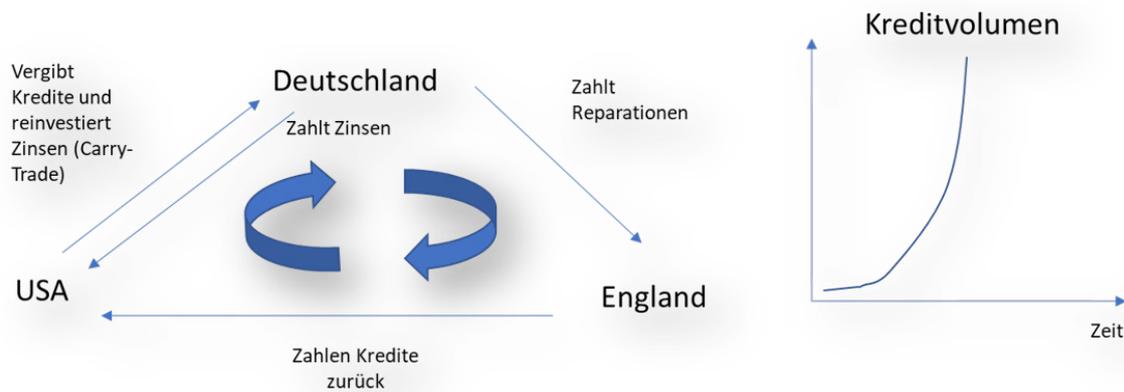


Abbildung 7: Positive Feedbackschleife der importierten Kreditinflation über den Carry-Trade

Die Kreditinflation und die Wilden Zwanziger

Es war diese Kreditinflation in den USA, die die kurze Epoche des Überschwangs in der Welt auslöste und die Bezeichnung „The Roaring Twenties“ – „die wilden Zwanziger“ trug. Es hing mit den enormen Mengen an Gold zusammen, die die USA erhielt, die eine Kreditinflation ungeahnten Ausmaßes in den USA (Phase 3) ermöglichten, die auch über den Carry-Trade zur Blasenbildung in Europa und vor allem Deutschlands führte. Die Blase der Wilden Zwanziger endete aber abrupt mit der Weltwirtschaftskrise im Jahr 1929.

Plötzlich kappten die Banken Kredite und lösten eine Krise aus (Phase 4), weil sich viele illiquiden Anlagen nicht schnell genug zu Geld machen ließen. Was war der Auslöser? Im Juni 1929 kam es zu einem neuen Zahlungsplan für Deutschland (Young-Plan), der die Reparationssumme aufgrund der verschlechterten Wirtschaftssituation auf 112 Mrd. Reichsmark festsetzte, die bis 1988 in jährlichen Raten von 2 Mrd. Reichsmark (RM) zahlbar waren. Mit dem Einbruch der Weltwirtschaft explodiert jedoch das deutsche Staatsdefizit und der deutsche Reichskanzler Brüning versuchte die Einnahmeverluste durch erhöhte Sparanstrengungen und Steuererhöhungen zu kompensieren (Austeritätspolitik). Die Lohnkürzungen und die gestiegene Arbeitslosigkeit drückten die Konsumnachfrage. Mit ihr sank auch die Investitionsnachfrage der Unternehmen. Aber ohne Investitionen gab es aber keine Kreditexpansion, und ohne Kreditexpansion trocknete die Liquidität aus, was wiederum die Banken in Bedrängnis brachte.

Als dann noch Österreich aus wirtschaftlichen Gründen eine Zollunion mit Deutschland eingehen wollte, schränkte Frankreich die Verfügbarkeit französischer Kredite für beide Länder ein. Die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe beendete schlagartig die Spekulation in Deutschland. Die Banken, die den Boom und die Spekulation ausgelöst hatten, gerieten selbst in eine Krise und bedrohten die Stabilität des Systems. Sie hatten nämlich während des Booms – genau wie in früheren Zeiten – ein Vielfaches ihres Eigenkapitals zu spekulativen Zwecken verliehen und wollten nun ihre Sicherheiten retten, was die Kreditdeflation in der Realwirtschaft nach sich zog.

¹⁹ In 1925 lag der Pfandbriefzins bei 9,5% gegenüber 4,7% in den USA. Der durchschnittliche Geldmarktzinssatz lag bei 9,13% ggü. 3,75% in den USA.

Durch die engen wirtschaftlichen Verflechtungen der Wirtschaft und vor allem die enge Verflechtung unter den Banken profitierten alle an dem Aufschwung der Weltwirtschaft. Nun litten sie auch gleichermaßen an dem Abschwung, der mit dem Platzen der Blase im Jahr 1929 eingeläutet wurde. Die amerikanische Regierung ließ sich dann noch zu der fatalen Entscheidung hinreißen, Zölle²⁰ zum Schutz amerikanischer Farmer einzuführen, nachdem die Preise für landwirtschaftliche Güter durch die Deflation stark gefallen waren. Die von den Zöllen betroffenen Länder führten daraufhin selbst Schutzzölle ein, was den amerikanischen Export belasteten und zu Kreditausfällen bei ländlichen Banken führte aber auch größere Banken mit in den Ruin riss.

Die Ursache für die Krise war die vorangegangene Kreditinflation. Aber der Auslöser für Krise war der Zusammenbruch der größten österreichischen Bank und Rothschild-Tochter Credit-Anstalt. Die Bank meldete zunächst überraschend Verluste, kollabierte dann aber im Mai 1931 aufgrund neu entdeckter noch größerer Verluste aufgrund des Betrugs seines größten Kreditnehmer, der Nordwolle²¹ (das Unternehmen hatte nach Fehlspekulation seine Bilanzen gefälscht und über eine holländische Tochter eigene Aktien zurückkaufen lassen, wodurch das Unternehmen nach außen hin gesund erschien).

Die Wirkung auf den Finanzmarkt war vergleichbar mit der beim Kollaps der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008. Amerikanische Banken kündigten daraufhin schlagartig die Kredite. Genau wie schon in früheren Phasen löste das den Fall einer Dominokette aus, der das gesamte Bankensystem zum Wanken brachte und wieder staatlicher Unterstützung erforderte. Auf deutscher Seite setzte die Regierung die Konvertibilität ihrer Währung in Gold nach dem Ansturm auf seine Banken im Juli 1931 aus, Großbritannien gab den Goldstandard wenige Monate danach auf, um sein Finanzsystem zu retten, woraufhin die Federal Reserve ihren Diskontsatz für 1,5% auf 3,5% erhöhen musste und die Kredite dadurch noch teurer machte als sie bereits schon waren.²²

Das Ende der Wilden Zwanziger läutet den Zweiten Weltkrieg ein

Andere Notenbanken erhöhten ihrerseits die Zinsen, um den Abfluss des Goldes ihrerseits zu verhindern. Durch die gestiegenen Zinsen kam nun auch der Wohnungsbau in Deutschland zum Erliegen. In der Notverordnung vom 8.12.1931 senkte die Reichsregierung per Dekret daraufhin alle gebundenen Preise, Zinsen und Mieten.²³ Das hatte aber den genauen gegenteiligen Effekt, da nun alle in Erwartung weiterer Preisrückgänge alle vermeidbaren Einkäufe zurückstellten. Viele Kommunen in Deutschland hatten hohe Steuerausfälle zu vermelden und fanden sich in der neuen Situation wieder, dass das Grundsteueraufkommen höher war als das Gewerbesteuer-aufkommen.²⁴ Im Handel kam es zu zahlreichen Ausverkäufen, da die Menschen nur noch das Allernötigste kaufen.

Die Pfandhäuser hatten Hochkonjunktur. Wertgegenstände wurden zu Schleuderpreisen angeboten. Es kam dadurch zu einer Entwertung des Sachkapitals und damit der Kreditsicherheiten, was dazu führte, dass auch solide Schuldner



Abbildung 8: Konkurse in Deutschland während der Weltwirtschaftskrise

²⁰ Vgl. Smoot-Hawley-Tariff Act (1930)

²¹ Die Nachfrage nach Textilien brach bereits 1928 ein und die deutschen Hersteller saßen auf großen Lagerbeständen, die zu Spotpreisen verramscht werden mussten.

²² Und genau wie 2008 hatte kaum jemand der berühmten Ökonomen der damaligen Zeit die Krise kommen sehen. 1914 verlor der berühmte Ökonom Keynes sein komplettes Familienvermögen und das seiner Freunde und musste durch seinen Vater finanziell gerettet werden. Das gleiche passierte mit einem anderen führenden Ökonomen der USA Irving Fisher, dem Erfinder der Fisher-Gleichung. Beide waren in ihrer makroökonomischen Logik gefangen, die Möglichkeit von Systembrüchen gar nicht vorsieht. So kam es, dass Keynes und Fisher zur Überzeugung gelangten, dass die Aktien im Dezember 1929 ihren Tiefpunkt erreicht hätten und kauften Aktien auf Kredit. Sie konnten sich einfach nicht vorstellen, dass der Markt zwischen 1929 und 1932 um 90% fallen würde. Fisher verlor sein komplettes Vermögen von unglaublichen \$ 10 Mio. und lebte anschließend in armen Verhältnissen, unterstützt durch Kredite seiner Schwägerin. Die führenden Ökonomen der damaligen Zeit konnten weder die Aktieneinbrüche antizipieren noch im Nachhinein erklären. Keynes und Fisher, so berichten Zeitgenossen, waren von den Ereignissen völlig traumatisiert (etwa genauso wie es die führenden Ökonomen unserer Zeit mit der Finanzkrise 2009 ergangen ist).

²³ Das geschah nachdem die englische Währung zuvor abgewertet hatte. Durch die Deflationspolitik, zu der auch die Senkung von Löhnen und Gehältern gehörte, sollte die Wettbewerbsnachteile Deutschlands ausgleichen helfen.

²⁴ Einige umgingen die Reichs-Notverordnung der Regierung geschickt, sie hatten noch vor der Preissenkung die Wasserpreise um fast 1/3 erhöht.

plötzlich als überschuldet galten und den Betrieb einstellen mussten. Nur wenige Monate nachdem das vom Deutschen Reich während des Ersten Weltkrieges erlassene Verbot des privaten Gold- und Devisenbesitzes aufgehoben wurden, musste die Weimarer Republik wegen der Weltwirtschaftskrise und den Reparationszahlungen erneut den Kapitalverkehr einschränken. Nachdem absehbar war, dass viele Reiche Deutschland verlassen wollten, wurde 1931 die Reichsfluchtsteuer erlassen, die verhindern sollte, dass diese als Steuerzahler für den Staat ausfallen würden.²⁵

Wegen der Weltwirtschaftskrise wurden die Reparationszahlungen Deutschlands sowie die Zahlungen der Kriegsschulden unter den Alliierten ausgesetzt (Hoover-Moratorium), weil man befürchtete, der Kollaps Deutschlands würde zu Verlusten amerikanischer Banken führen. Das Hoover-Moratorium sorgte dadurch aber auch für den Abzug von Dollarkrediten in der Welt. Letztlich löste dies zusammen mit den Schutzzöllen den Zusammenbruch des Welthandels aus, von dem das exportorientierte Deutschland so abhing. In wenigen Monaten schrumpfte der Welthandel von 3 Mrd. auf 1 Mrd. Weniger Handel bedeutete aber auch weniger Kreditbedarf wodurch die deflationären Tendenzen sowohl im finanzwirtschaftlichen als auch im realwirtschaftlichen Kreditkreislauf sich wieder gegenseitig hochschaukelten. Erneut stieg in Deutschland die Arbeitslosigkeit. Im Februar 1932 erreichte sie 44%. Über 6 Mio. Menschen sind arbeitslos. Die Verarmung war der Nährboden für die politische Radikalisierung. Reichskanzler Brüning wurde am 30. Mai 1932 entlassen. Die Kommunisten sahen ihre Chancen. Unterstützt durch die Sowjetunion wollten sie den Bolschewismus in Deutschland einführen. Das löste Panik unter den Wirtschaftsführern im In- und Ausland aus. Hitler kam dank Millionenzahlungen vom Ölkonzern Shell oder Einzelpersonen wie Prescott Bush der Bank Brown Brothers Harriman oder Krediten der JP Morgan Bank 1932. in die Position, die Massenorganisation SA und NSDAP aufzubauen, um Wahlen zu gewinnen. Das Chaos an den Weltmärkten kam ihm zu Hilfe. Erst die Wahl Hitlers beruhigte die Wirtschaft und sorgte für einen Aufschwung. Öffentlich geförderter Wohnungsbau, Infrastrukturprojekte, Ausrüstung und Arbeitsbeschaffungsmassnahmen.

Die beiden sozialistischen Forderungen, „Gemeinnutz vor Eigennutz“ und „Brechung der Zinsknechtschaft“ sollten das Herzstück des Nationalsozialismus sein, so stand es im Parteiprogramm von 1935.²⁶ So froren im Jahr 1936 die Nationalsozialisten in Deutschland die Grundstückspreise und Mieten ein. Auch gab es umfangreiche Sonderbelastungen für Immobilieneigentümer, so z.B. Mietzinssteuer sowie weitere, belastende Sozialbindungen. Die Gewinne, die in der Privatwirtschaft erwirtschaftet wurden, waren auf 6% limitiert, alles Darüberhinausgehende wurde abgeschöpft. Am 12. Juni wurde das Gesetz gegen den Verrat der deutschen Volkswirtschaft erlassen, der erneut den Besitz von Devisen und Gold unter Strafe setzte.

Am 1. Dezember 1936 wurde das Gesetz gegen Wirtschaftssabotage erlassen, dass bei Schädigung der deutschen Volkswirtschaft durch Devisenschiebereien die Todesstrafe vorsah. Wer als Deutscher sein Vermögen nicht aus dem Ausland zurückholte, musste mit dem Tod rechnen. Die Geheime Staatspolizei (Gestapo) unterstützte die Zollfahndungsstellen bei der Durchführung der Gesetze. 1937 verkaufte die Reichsbank den deutschen Besitz von Auslandsaktien, um Deviseneinnahmen zu erzielen. Durch den Anschluss Österreich, kamen nochmals erhebliche Gold- und Devisenreserven hinzu, mit denen der unmittelbar bevorstehende Zahlungsausfall des deutschen Reiches hinausgezögert werden konnte.²⁷ Der Kapitalmarkt wurde der Reichsregierung unterstellt, um die Kreditinflation unter Kontrolle zu bringen.

Durch den Ausbruch des Zweiten Weltkrieges kam es zu einem enormen Wirtschaftsaufschwung in Deutschland, weil Waren, die in Deutschland produziert wurden, nun ohne Exportbeihilfen die Lücken füllen konnten, die das Ausbleiben ausländischer Exporte hinterlassen hatten. Außerdem standen Importe plötzlich zu günstigen Konditionen zur Verfügung, die vorher etwa nach Großbritannien geliefert wurden. Y stieg kräftig und das K/Y-Verhältnis nahm günstige Werte an. Mit jedem weiteren Land, das besetzt wurde und sich zwangsweise in die deutsche Wirtschaft integrieren musste, stieg die Wirtschaftsleistung im Reich an.

²⁵ Vergleichbar mit der heutigen Situation reicher Amerikaner, die eine Busse zahlen müssen, um ihre US-Staatsangehörigkeit abgeben zu können, wenn sie dem Welteinkommensprinzip der US-Steuerbehörden entkommen wollen.

²⁶ „Beide Punkte zusammen erreicht, bedeuten den Sieg der heraufziehenden universalistischen Gesellschaftsordnung des „wahren Staates“ über die heutige Zersetzung von Staat, Volk und Wirtschaft unter dem verderblichen Einfluß der heute geltenden individualistischen Vorstellung vom Bau der Gesellschaft. Der heutige Unstaat mit seiner Unterdrückung der arbeitenden Klassen, dem Schutz des Raubeigentums der Bank- und Börsenschieber ist der Tummelplatz rücksichtslosester privater Bereicherung, gemeinsten politischen Schieber- und Strebertums geworden; es gibt keine Rücksicht auf den Nächsten, den Volksgenossen, kein höheres sittliches Band; die brutalste Macht, die Geldmacht, herrscht schrankenlos und wirkt ihren verderblichen, zerstörenden Einfluß auf Staat, Volk, Gesellschaft, Kultur, Sitte, Theater, Schrifttum und alle sittlichen Unwägbarkeiten aus.“ Aus: Das Programm der NSDAP und seine weltanschaulichen Grundgedanken, 1935, München.

²⁷ Die Bevölkerung in Deutschland wurde „ermütigt“, Bardevisen, Gold, ausländische Bankguthaben sowie Wertpapiere gegen eine Entschädigung abzuliefern. Gleichzeitig wurde angekündigt, dass es später zu einer Ablieferungspflicht kommen würde. Einige Historiker vertreten hierzu die These, dass der immer schärfer werdende Mangel an Liquidität ab 1938 zusammen mit anderen ökonomischen Krisenfaktoren den Zeitpunkt des deutschen Einmarsches 1939 in Polen bestimmt.

1942 kommt es mit dem Stopp der deutschen Expansion zu einer neuen Systemkrise – genau 18 Jahre nach der letzten Systemkrise. Die den besiegten Ländern auferlegten Besatzungskosten waren ein wichtiges Stand-

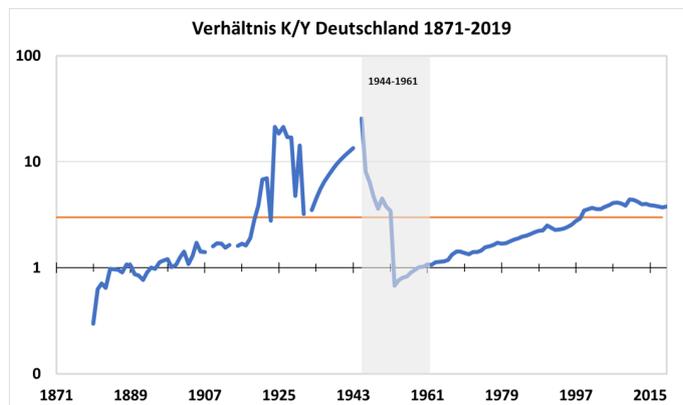


Abbildung 9: K/Y-Verhältnis mit Hervorhebung der Periode 1944-1961

bein der Kriegsfinanzierung und mit dem militärischen Rückzug und Verlust der besetzten Gebiete fehlten diese Einnahmen. Im Rechnungsjahr 1943/1944 explodierte dadurch die Verschuldung, die Reichsschulden überstiegen die Steuereinnahmen um das Siebenfache.²⁸ Viele fällig werdende Kredite im Deutschen Reich wurden nur noch durch kurzfristige Kredite auf einen späteren Termin gerollt. Zum Schluss reichten die Kredite kaum noch aus, um die Zinsen zu zahlen. Außerdem hatten die Regierung zunehmend Mühe, die kurzfristigen Kredite, die sie in den besetzten Ländern aufnahmen, mit Hilfe eines komplizierten Clearingsystem zu verschleiern.

den. Durch die Kriegsschäden waren viele Verkehrswege unpassierbar, wichtige Zuliefererfirmen waren durch Zonen getrennt und konnten nicht mehr produzieren, wodurch die Wirtschaft gelähmt war. Bis 1947 fiel das BIP um 80%. Und genau wie in der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg stand 1945 eine gewaltige Summe an Reichsmark einer nur sehr geringen Produktion von Gütern gegenüber.²⁹ Als sich die aufgestaute Kreditinflation entlud, fiel die Kaufkraft der Währung, was sich in steigenden Preisen der Konsumgüter auf dem Schwarzmarkt zeigte. Und genau wie 1923/1924 beendete der Staat das Problem der aufgestauten Kreditinflation durch einen unangekündigten (aber im Prinzip von allen erwarteten) Währungsschnitt und bringt das K/Y-Verhältnis zurück in Phase 1. Das inländische Kreditkapital war mit den Zerstörungen des Systems nahezu untergegangen und drückte nicht mehr auf das Sozialprodukt. Schulden wurden im Verhältnis 10 Reichsmark zu 1 DM umgestellt, Löhne, Renten, Mieten und Aktien zum Verhältnis 1 Reichsmark zu 1 DM. Bargeld und Kontoguthaben wurden im Verhältnis 100 RM zu 5,5 DM getauscht. 1 Unze Gold blieb eine Unze, die damals zum Preis von 34,71 USD getauscht werden konnte, was in etwa 146 Reichsmark bzw. neu dann 116 DM entsprach. Wer also rechtzeitig und unter Lebensgefahr während des Krieges 10.000 Reichsmark in Gold getauscht hatte, dem wären nach der Währungsreform 7912 DM zugefallen. Zwischen 1945 und 1947 soll man Berichten zufolge für 5 Gramm Gold eine Villa oder für etwa nur 3 Gramm eine Limousine gekauft werden konnte. Dieser Vergleich hinkt stark. In der 3 Jahren zwischen 1945 und 1949 starben weit mehr Zivilisten in Deutschland an den Folgen von Gewalt, Unterernährung und Seuchen als während der sechs Jahre Krieg Soldaten. Eine Villa oder eine Limousine war in dieser Zeit des nackten Überlebenskampfes einer der am wenigsten drängenden Probleme für die Mehrheit der Menschen.

Der Krieg war zwar 1945 offiziell zu Ende, aber die Wirtschaft lag die nächsten Jahre am Boden.

Global diversifizierte Anleger, denen man noch etwas hätte abnehmen können, gab es in Deutschland damals nur noch Wenige. Und wer als Nicht-Jude vor oder während des Krieges sein Vermögen ins Ausland geschafft hatte, wurde von den ausländischen Regierungen ersatzlos enteignet. Während des Krieges wurden beispielsweise deutsche Staatsbürger, die in England lebten und arbeiteten, interniert und 1945 ohne ihr Vermögen nach Deutschland abgeschoben. Das war Teil des 1944 erlassenen Morgenthau-Plans, der deutschen Unternehmern und Privatpersonen Fabriken, Häuser, Grundstücke, Wertpapiere und sogar die Möbel ihrer Wohnung zugunsten der Siegerstaaten enteignete. Das Argument damals lautete, dass das deutsche Auslandsvermögen eine Gefahr für den Weltfrieden darstellen könnte. Auslandsdeutsche, die in einem der insgesamt 19 gegen Deutschland kriegführenden Staaten vor dem Krieg lebten, verloren ihr komplettes Hab und Gut von schätzungsweise 4,5 bis 9 Milliarden DM. Die nicht am Staat beteiligten Staaten, wie etwa die Schweiz verpflichteten sich auf Druck der Amerikaner, privates deutsches Eigentum zu liquidieren und den Erlös zur Hälfte an die Interalliierte Reparationsagentur abzuliefern. Lediglich Staaten wie Uruguay oder Mexiko beschlossen später, Eigentum an deutsche Privatpersonen wieder zurückzugeben. Es war ein herber Schlag für die Menschen, die vor dem herannahenden Unheil geflüchtet waren, dass sie zuletzt mit ihrem eigenen Vermögen für die Schuld ihrer früheren sozialistischen Regierung haften mussten.

²⁸ Vgl. Banken, R., (2018), „Hitlers Steuerstaat: Die Steuerpolitik im Dritten Reich“, De Gruyter Oldenbourg.

²⁹ Wie im Ersten Weltkrieg hatte sich der Banknotenumlauf rapide erhöht. Von Ende 1939 bis Anfang 1945 stieg er von 11,8 Mrd. Reichsmark auf 73 Mrd. Reichsmark an. Am Ende des Zweiten Weltkriegs als die Realwirtschaft am Boden lag war die Kaufkraft des Geldes mit geschätzten 250 Mrd. Reichsmark überbewertet. Gleichzeitig horteten die Geschäfte Waren, so dass das Geld seine Funktion als Tauschmittel vollständig verlor und Zigaretten die Rolle übernahmen.

Wie auch immer, die Hauptlast der Kriegsschäden traf auf die unteren und mittleren Schichten der Bevölkerung, was wiederum den sozialen Zusammenhalt gefährdete. Deswegen erließ die Regierung im Anschluss an die Währungsreform von 1949 ein umfangreiches Lastenausgleichsgesetz. Durch den Lastenausgleich auf Grundstücke / Häuser wurden damals die nicht von den Alliierten zerbombten Immobilien mit 50% ihres damaligen Wertes belastet. Gewinne auf Pump, die durch die Währungsreform entstanden waren, wurden Lastenausgleiche sogar in voller Höhe erhoben, denn man hatte aus den Erfahrungen der Vergangenheit gelernt. Die von den Nationalsozialisten im Jahr 1936 eingeführte Miet- und Hauspreisbremse blieb zudem noch bis zum Jahr 1955 in Kraft. Die Idee vieler Sachanlageninvestoren, von Mieteinnahmen leben zu können, erwies sich somit im Nachhinein als Trugschluss. Während der Zeit des Nationalsozialismus war bereits der freie Kapitalverkehr bei Privatpersonen verboten worden, und es galten strenge Devisenbewirtschaftungsgesetze. Das setzte sich auch bis weit in die 50er Jahre fort.³⁰

Ganz anders stellt sich das Bild aus Sicht der internationalen Finanzwirtschaft dar. Die Zerstörungen hatten für die Banken nämlich etwas ungeheuer Attraktives. Im Schnitt waren durch die Bombardierungen der Alliierten 90% der west-deutschen Städte zerstört³¹, was ein enormes Potential ermöglichte, Kredite für den Wiederaufbau zum „Arbeiten“ zu bringen.



Abbildung 10: Die niederrheinische Kleinstadt Wesel wurde von den Alliierten 1945 zu 97% zerstört. Quelle: Wikipedia

Die Immobilienmärkte sind allgemein für die Anlegung von Kreditgeldern von besonderer Bedeutung, da sie viel Kredit absorbieren können. Nach dem Krieg flossen also erneut großen Summen an Kredit aus den USA in das durch den Krieg zerstörte Europa. Dadurch, dass die Wirtschaft nicht mehr durch die früheren Schulden gelähmt³² war, sorgte jede Einheit neuer Schulden für überproportionales Wachstum in der Realwirtschaft. Wer allerdings glaubt, dass das K/Y Verhältnis nach den Zerstörungen in Deutschland unter 1 lag, sieht sich getäuscht. Die Staatsverschuldung startete nach dem Londoner Schulden Abkommen im Jahre 1953 offiziell bei rund fünf Prozent des BIP.

Es ist auch ein weit verbreiteter Mythos, dass alle Bürger mit einem Kopfgeld von 40 DM beim Neustart angefangen haben. Wer vor dem Krieg reich war, war es auch nachher. Beispielsweise Flick. Er verlor durch den Krieg zwar 80% seines Vermögens, der Rest von geschätzten 500 bis 700 Millionen Mark reichte anschließend

³⁰ Die Alliierten erließen noch im September 1945 das Gesetz, das alle ausländischen Vermögenswerte von Deutschen beschlagnahmte. Hinzu kam die Ablieferungspflicht für Gold, Silber, ausländische Banknoten und Münzen.

³¹ vgl. <https://en.wikipedia.org/wiki/Dehousing>

³² Die Alliierten stellten hohe Besatzungskosten in Rechnung. Zwischen 1950 und 1962 hat Deutschland an das Ausland rund 50 Mrd. d DM an Reparationszahlungen geleistet. Gleichzeitig musste sich die Bundesregierung verpflichten neues amerikanisches Kriegsgerät zu erwerben. Ostdeutschland war nun Teil von Polen bzw. der Sowjetunion geworden. Mitteldeutschland von den Russen besetzte und seine Industrien demontiert. Für die kommenden Jahre musste die DDR-Wirtschaft den Großteil ihrer Produktion als Reparationsleistungen an Russland schicken, wodurch trotz hoher Produktivität der Wirtschaft immer Mangel im eigenen Land herrschte.

aus, um den Grundstock für sein Milliardenimperium in Deutschland zu legen.³³

Die ersten Aktienkurse nach dem Krieg lagen um mehr als 90% unter ihren letzten Reichsmarknotierungen. Die Verluste waren auch deswegen so hoch, weil das Umtauschverhältnis für Waren, Löhne und Mieten bei 1 fixiert wurde (1 Deutsche Mark = 1 Reichsmark). Dennoch: Zwischen 1949 und 1959 stieg der deutsche Aktienindex um mehrere tausend Prozent, insbesondere bei Titeln aus der Bauwirtschaft. Ohne die Kriegszerstörungen und den damit zusammenhängenden Wiederaufbau wäre das nie möglich gewesen. Das war ein enormer Rendite-schub für das westdeutsche Finanzsystem. Bei Immobilien sah das Renditebild anders aus. Hier bestand eine Mietpreisbindung und die Preise bewegten sich in den meisten Städten den nächsten Jahren kaum.

Das Ende der Dollar-Gold-Deckung zur Lösung der Kreditfrage

18 Jahre nach der letzten Systemkrise kommt es 1961 zu einer neuen Systemkrise, die als DM-Krise in die Geschichtsbücher eingegangen ist. Das Problem hatte seinen Ursprung abermals in den USA. Unter dem Bretton-Woods Agreement wurde das Austauschverhältnis von 35 USD pro Unze Gold festgelegt. Damit sollte verhindert werden, dass die USA mehr als 35 USD je Unze Gold in ihrem Bestand drucken konnte – ein Deckel für die Kreditinflation hätte man meinen sollen. Ab 1950 verschlechterte sich die Zahlungsbilanz der Amerikaner und schwächte den USD. Seit 1958 hatte sich in den USA ein Zahlungsbilanzdefizit von insgesamt 95 Milliarden Mark aufgetürmt. Teilweise wurde die Summe durch Goldverkäufe abgedeckt, was die US-Goldvorräte um 34 Milliarden Mark schrumpfen ließ. Das hätte normalerweise deflationäre Konsequenzen ausgelöst. Weil die USA immer mehr Dollars druckten, sank die Kaufkraft und der Preis für Gold stieg auf über 35 USD pro Unze an. Dadurch, dass die USA sich zur Einlösung des USD in Gold verpflichtet hatte, war ein massiver Abfluss gefährlich für die Finanzherrschaft der Amerikaner in der westlichen Welt. 1960 zwangen die USA daher ihre europäischen Partner, den Umtausch von US-Dollars, statt in Gold in Schuldscheine des amerikanischen Schatzamts zu akzeptieren.

Die in den USA ausgelöste Kreditinflation schwappte erneut in Form eines Carry-Trades nach Deutschland, der bis 1973 anhielt. Die Investoren hatten Zweifel an der Stabilität des Dollars bekommen und erwarteten eine Abwertung. Sie versuchten ihre Kaufkraft durch Währungswechsel rechtzeitig in DM retten.³⁴ Im Oktober 1960 kam es zu einer ersten scharfen Dollarkrise, die sich in einem starken Anstieg des Goldpreises in London ablesen ließ, weil Zweifel stiegen, ob die Goldparität des Dollars langfristig gehalten werden konnte.³⁵ Die USA, Deutschland, Frankreich, Italien, Großbritannien, Belgien, Niederlande und der Schweiz steuerten insgesamt 240 Tonnen Gold zum neugegründeten Londoner Gold Pool bei, mit denen man den Preis von Gold bei 35.20 USD stabilisieren wollte und bei Abweichungen nach oben durch Goldverkäufe den Preis zu drücken. Damit war bis April 1968 die Marktpreisfindung für Gold ausgesetzt. Die aufgestaute Kreditinflation in den USA wirkte aber weiter und der Pool brach schließlich zusammen, als mehr als 1.000 Tonnen Gold erforderlich wurden, um den Ausbruch des Gold-Dollar Verhältnisses nötig wurden. Mit Beendigung der Goldmarktinterventionen, entlud sich die aufgestaute Kreditinflation in Form eines massiven Kaufkraftverlustes des USD, ausgedrückt in steigendem Goldpreis. Für Deutschland bedeutete dies, dass der finanzielle Kreditkreislauf weiter aufgebläht wurde.

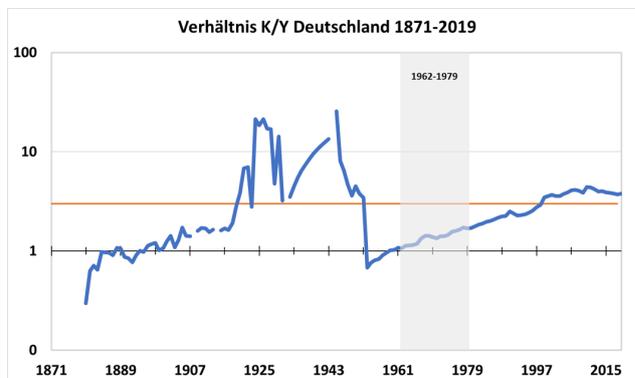


Abbildung 11: K/Y-Verhältnis mit Hervorhebung der Periode 1962-1979

³³ Diese wurden in den folgenden Jahrzehnten dank der Leistungsbilanzüberschüsse abbezahlt. Hinzu kamen allerdings Schulden, die im Rahmen der Währungsreform an die Banken zu zahlen waren. Da das untergegangene Reich nicht mehr zahlen konnte, waren Aktiva und Passiva bei den Banken nicht mehr ausgeglichen. Um das zu heilen, erhielten die Banken sogenannte Ausgleichsforderungen, deren Tilgung zwar nicht vorgesehen war, aber im Prinzip eigenkapitalähnliche Wirkung für die Banken hatten. Die Ausgleichsforderungen entsprachen im Jahr 1948 etwa 1/3 der Bankenaktiva und waren mit 3% zu verzinsen. Mit den Ausgleichsforderungen sollten die Banken in die Lage gesetzt werden, wieder Geldschöpfung betreiben zu können.

³⁴ Aus Sicht des Carry-Trades lohnt es sich, einen Kredit in einer Währung aufzunehmen, die abwertet und den Gegenwert in eine Währung anlegt, die aufwertet. Man erhält dadurch am Ende der Laufzeit des Trades mehr Geld zurück, als ursprünglich für den Kredit aufgewendet werden musste.

³⁵ Bereits Mitte der 60er Jahre überstiegen die US-Schulden den Wert ihrer Goldbestände, ein Staatsbankrott schien unausweichlich unter dem herrschenden Währungsregime.

In Erwartung weiterer Aufwertung ergoss sich eine regelrechte Flut an spekulativem Finanzkapital auf die DM.



Abbildung 12: Goldpreisanstieg in USD zwischen 1967 und 1979, Quelle: Bloomberg

Die Schwäche des USD und die nun nicht mehr aufgestaute Kreditinflation waren für den gekoppelten Kreditkreislauf Deutschlands verherrend. Rückblickend beschreibt der damalige Präsident der deutschen Bundesbank, Blessing, dass der Bundesbank die Herrschaft über das Kreditkapital (K) entglitten war. Es gab heftige Diskussionen, wie Deutschland die Geldschwemme durch Kapitalausfuhren kompensieren könnte. Das war die Geburtsstunde des Ministeriums für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, die Kapital aus Deutschland zinsgünstig in die Entwicklungsländer kanalisieren wollte.

Aber die USD Abwertung machte deutsche Exporte ins Ausland schlagartig teurer und schmälerte die Gewinne der Unternehmen. Durch die DM-Aufwertung begann der deutsche Exportmotor zu stottern, was die damalige Regierung zwang, staatliche Konjunkturprogramme zu lancieren, um weiteres Wirtschaftswachstum zu initiieren (Y zu steigern). Dann, im Jahr 1961 kam es zu einer ersten 5%-igen Aufwertung der DM gegenüber dem USD, der zwei weitere Aufwertungswellen im Jahr 1969 folgten.

Die Aufwertung der DM führte dazu, dass erstmals nach dem Krieg der Handelsüberschuss mit dem Ausland sank, der bis 1965 sogar zu einem Leistungsbilanzdefizit führte. Die Regierung musste also erneut etwas unternehmen. War die Industrieproduktion 1960 noch um 11.6% gestiegen, brach das Wachstum 1961 ein. Aufgrund des anhaltenden Aufwertungsdruckes war die Bundesbank gezwungen, ihre Devisenmarktinterventionen aufzugeben. 1968 kam es abermals genau wie Anfang der 60er Jahre zu einem hohen Kapitalzufluss aus den USA. Das System fester Wechselkurse von Bretton Woods war nicht mehr zu halten und wurde 1969 zunächst gelockert und dann 1971 einseitig durch die USA ganz aufgegeben. Der Sterbeprozess des Bretton-Wood Systems vollzog sich über mehrere Jahre, von der Aufkündigung der Goldeinlöspflicht in den USA, bis hin zu der Schließung des Devisenmarktes in Deutschland im Jahr 1973. Es dauerte noch einige Zeit, bis sich der neue Währungsstandard etabliert hatte.

Nichtsdestotrotz, es war die enge Bindung zwischen Dollar und Gold, die durch das Vertrauen in die Währung den Welthandel ermöglichte. Es war aber auch genau diese Bindung, die weiteres Wachstum im Welthandel bremste, denn es gab einfach nicht genug Gold, um die Dollarliquidität in der Welt zu gewährleisten, denn der Welthandel wuchs jährlich um 10% und brauchte ständig wachsende Mengen von Geld, die über Kredite ins System eingespeist wurden. Und über den Dollar waren auch die europäischen Francs, Lire, Gulden und die Deutsche Mark an den USD gebunden. Mit der Loslösung vom Goldstandard konnten die USA endlich beliebig viel neue USD drucken.³⁶ Ohne die Abkopplung des USD vom Gold, wäre die Krise im Welthandel und damit die Wirtschaftskrise unabwendbar geworden. Nach der Abkopplung stieg die Wirtschaft weltweit rasant an.

³⁶ Hinzu kam die Dollarproduktion im Eurodollarmarkt, die keinerlei Regulation unterlag und ebenfalls Wirtschaftswachstum beflügelte und steigende Renditen im Finanzmarkt bescherte.

Die Stockung der Kreditinflation löst die neoliberale Revolution aus

Das Europäische Währungssystem der Wechselkursparitäten wurde am 19. März 1979 – 18 Jahre nach der letzten Krise – eingeführt mit der DM als Ankerwährung eingeführt, um der Kreditinflation wieder Herr zu werden. Die DM als Gegenspieler zum USD war unangefochten zur Nummer Eins aufgestiegen. Die DM vollzog erneut eine massive Aufwertung gegenüber dem USD, da sie Zentrum eines gigantischen spekulativen Carry-Trades geworden war³⁷. Erneut steigt das Leistungsbilanzdefizit und erzwingt ein Eingreifen des Staates. Innerhalb kürzester Zeit steigt die Nettokreditaufnahme des Staates auf dem Rekordwert von 30 Mrd. Mark. Aber es war zu wenig, denn die deflationären Tendenzen waren nicht aufzuhalten. Die Wirtschaft in Deutschland brach immer stärker ein und setzte den Staat weiter unter Druck.

Die Krise bildete somit den Nährboden für die neoliberale Wende, die ab 1982 die Wirtschaft mit neuen Wachstumsimpulsen durch Privatisierung, Liberalisierung und vor allem durch stabile Wechselkurse innerhalb Europas zum Wachstum zurückbringen will.

Der Druck auf den USD nahm dadurch weiter zu, und die amerikanische Regierung erzwang daraufhin mit dem Plaza Abkommen Anfang 1985 eine massive Aufwertung des japanischen Yen. Und nach dem berühmten 1987er Crash zwei Jahre später entsprach die Bank of Japan dann dem Wunsch der USA nach einer lockeren Geldpolitik, die dann letztlich in einer gigantischen Blase bei japanischen Aktien und Immobilien mündeten.³⁸ Auch Kapital aus Deutschland floss dorthin und sorgte für eine Entspannung des hiesigen K/Y-Verhältnisses.

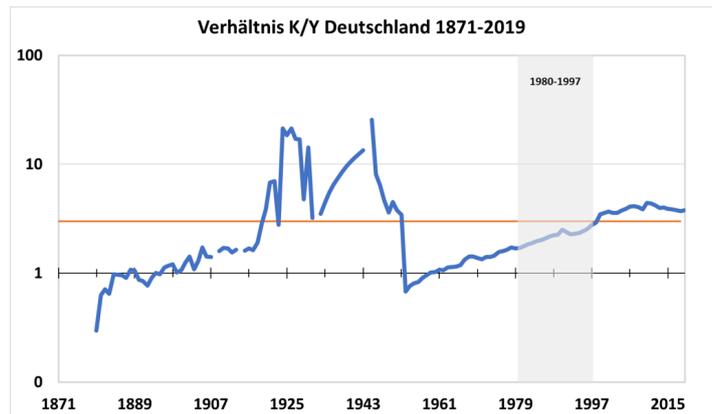


Abbildung 13: K/Y-Verhältnis mit Hervorhebung der Periode 1980-1997

Dann, für die meisten Bürger völlig unerwartet, kommt 1989 eine zusätzlicher Wachstumsimpuls der deutschen Wirtschaft durch die Integration von 16 Mio. Menschen aus der DDR hinzu bei gleichzeitiger Stilllegung der meisten Konkurrenzbetriebe dort. Ein enormer Zufluss an Kapital, das vormals im Ausland angelegt war, traf die nun vergrößerte Bundesrepublik. Von 1979 an gerechnet dauert es nochmals 18 Jahre bis im Jahr 1997 die nächste Krise ausbricht, diesmal ausgelöst in Asien. Vagabundierendes Finanzkapital trieb dort zunächst die Wirtschaften zur Blüte („Asiatische Tigerstaaten“) nur um anschließend schlagartig zu flüchten und diese Länder in eine tiefe Depression zu schicken. Die Kapitalströme hatten sich von Asien nach Europa verlagert, um vom Carry-Trade durch die Konvergenz der Zinsen durch die Einführung des kommenden Euro einzusteigen. Die Auflösung des asiatischen Carry-Trades vollzog sich unkontrolliert und löst wiederum zu einer Kreditkontraktion im globalen Kreditkreislauf, die auch die deutsche Wirtschaft spürte. Aber die Folgen konnten diesmal besser abgefedert werden, weil Europa dank der Einführung des Euros und der stärkeren europäischen Integration einen Bonus hatte. Große Summen an Kredit wurden benötigt, um die europäische Kohäsion voranzutreiben. Bei der Einführung des Euros profitierte Deutschland nach Ansicht des Auslandes zudem von einer zu tief bewerteten Währung, was den europäischen Mitgliedsländern einen strategischen Exportnachteil für die kommenden Jahre eingebrockt hätte. Tatsächlich hat Deutschland bereits vor der Euro-Einführung 1999 das Problem der bedrohlich gewordenen Kreditinflation ins europäische Ausland exportieren können, was den Druck vom deutschen realwirtschaftlichen Kreditkreislauf nahm (gleichzeitig aber auch zur Häuserpekulation in den europäischen Staaten wie Portugal, Irland, Spanien oder Griechenland geführt hat). Der innereuropäische Carry-Trade war für das deutsche Kapital einfach zu verlockend, weil es kein Währungsrisiko mehr gab.

³⁷ Der Goldpreis gemessen in USD steigt von 200 USD im Jahr 1970 auf 800 USD bis 1980 an. Zwischen 1951 und 1973 musste die Bundesbank Devisen, hauptsächlich USD von 112 Mrd. DM aufnehmen und in dieser Höhe neu geschaffene DM in den Kreislauf der Realwirtschaft geben. Die Devisenzuflüsse waren eine eigene Form der Geldschöpfung. Vgl. Emminger (1975), „Deutsche Geld- und Währungspolitik im Spannungsfeld zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht (1948-1975)“, <https://snbchf.com/wp-content/uploads/2012/12/Emminger-Deutsche-Geldpolitik-1948-1975.pdf>

³⁸ 1989 platzt schließlich die kreditgetriebene Blase im japanischen Aktienmarkt- seitdem versucht der japanische Staat durch endlose staatliche Konjunkturspritzen die Wirtschaft wieder in Gang zu bringen.

Wo sollten die deutschen Exportgewinne auch investiert werden? Die Löhne in Deutschland waren viel zu tief, dass es zu einer Massenkauftkraft gekommen wäre, die Investitionen in Deutschland lohnenswert gemacht hätten.

Das Jahr 1999 ist aus vielerlei Hinsicht bemerkenswert, denn es markiert den Jahrtausendwechsel, der mit der Angst eines möglichen Zusammenbruchs der Infrastruktur aufgrund des Datumswechsels in Computersystemen verbunden war. Der Staat und die Unternehmen investierten geschätzt 600 Mrd. USD in die Umrüstung zur Bewältigung des „Y2K“ Problems³⁹ was natürlich einen Boom in der IT-Industrie auslöste. Als die IT-Blase dann 2000 platzte, ermutigte die amerikanischen und europäischen Notenbanken die Banken zu noch mehr Kreditvergabe, damit diese Investitionen möglich wurden. Leider fand das meiste Geld seinen Weg in die Immobilienmärkte der USA und in einige Länder der südlichen Euro-Zone. Zwischen 2001 und 2007 explodierten so die Immobilienpreise dort. Das K/Y-Verhältnis in Deutschland fiel spürbar, weil das überschüssige Kapital in portugiesischen, griechischen oder US-Schrott-Immobilien gebunden wurde.

Die Kreditblase platzte, nachdem Ende 2007 die ersten Kreditausfälle in den USA vermeldet wurden und die vormals hochgejubelten Aktien von Immobiliengesellschaften abverkauft wurden. Die Banken traten plötzlich aufs Bremspedal. Es war dann der Herzinfarkt in Interbankenmarkt, genauer gesagt, der Eurodollarmarkt, der die Kreditdeflation auslöste. Plötzlich wurden weltweit die Kredite gekündigt und zurück in die Heimatländer transferiert (Phase 4). K/Y in Deutschland stieg schlagartig an, weil der finanzwirtschaftliche Kreditkreislauf aufgebläht wird. Die Konsequenz: fallende Staatsanleihenrenditen. Aber der Einbruch der Weltwirtschaft war längst im Gange und Deutschland litt aufgrund seiner Exportabhängigkeit überproportional darunter. Die Realwirtschaft in Deutschland brach ein, gleichzeitig stehen die deutschen Banken wegen ihrer wertlos gewordenen Beteiligungen auf der Kippe. Erneut musste die Regierung eingreifen und versprach den besorgten Anlegern, dass ihre Spareinlagen sicher seien, um einen Bank-run wie in früheren Krisen zu vermeiden. Und nur mit gewaltigen politischen Anstrengungen wurde der Zerfall der Eurozone aufgehalten, der durch den Rückzug des deutschen K eigentlich unvermeidlich geworden war. Für das deutsche K war die Rettung enorm wichtig, denn während der Eurokrise lagen die Auslandsaktiva von deutschen Banken, Unternehmen und Privatpersonen bei schätzungsweise 1,8 Bio. Euro.⁴⁰

Der Höhepunkt der Globalisierung läutet das Ende der globalen Kreditinflation ein

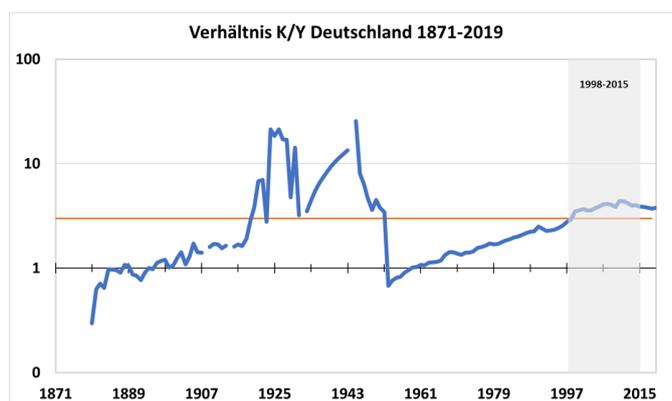


Abbildung 14: K/Y-Verhältnis mit Hervorhebung der Periode 1998-2015

Ungeachtet der europäischen Probleme braute sich im Hintergrund erneut eine Systemkrise von globaler Größe auf. Genau 18 Jahre seit der letzten Systemkrise, wir schreiben das Jahr 2015, kippt die Kreditinflation in den Schwellenländern (allen voran China) in eine Kreditdeflation um. Kaum beachtet vom Rest der Welt hatte Chinas kommunistische Partei fast im Alleingang die Welt aus der Wirtschaftsmisere des Jahres 2008 herausgerissen. Dank gigantischer Infrastrukturprojekte löste das Land der Mitte einen gewaltigen Nachfrageboom aus, ohne dass die Welt ab 2009 sicher in eine tiefe Depression gefallen wäre. Warum endete der Boom? Als es 2015 zu dem dramatischen Preisverfall bei Rohstoffen kam, gingen die

³⁹ Vor dem Jahrtausendwechsel 1999-2000 gab es Sorgen, dass die Datumsänderung zu weiträumigen Computerausfällen führen könnten. Deswegen hatten die Zentralbanken den Banken Möglichkeiten eingeräumt, günstige Kredite zu vergeben, um nötige Investitionen in die Computer-Sicherheit durchführen zu können. Das löste einen Kursfeuerwerk bei IT-Unternehmen aus, auch in Deutschland. Die Euphorie um den Neuen Markt Ende 1999 und 2000 sorgte nochmals für ein Feuerwerk, das mit dem Börseneinbruch 2000 bis 2003 jäh zu Ende ging.

⁴⁰ Vgl. Bibow, J., (2013), "Germany and the Euroland Crisis", Levy Economics Institute of Board College, Working Paper No. 767.

Spekulanten mit dem größten Krediteinsatz pleite.⁴¹ Als dann im Sommer 2015 die USA höhere Zinsen für den Herbst des Jahres ankündigten, kam es zu einem massiven Kapitalabzug aus den Schwellenländern, was den Preisverfall noch weiter anheizte, und die Währungen der Länder unter Druck setzte. Verschlimmernd wirkte, dass viele Schwellenländer sich über kurzfristige Kredite in USD verschuldet hatten und gleichzeitig die Einnahmen in heimischer Währung wegbrachen. Durch den Währungsverfall erhöhten sich schlagartig die Schulden in USD-Währung. Nun fehlte plötzlich an allen Ecken und Enden das Geld. Die chinesische Nationalbank sah sich gezwungen, das chinesische Bankensystem zu stabilisieren und Kreditinflation bei den Staatseigenen Banken anzuordnen. Dank der Kreditinflation stiegen die Aktienkurse an der Shanghaier Börse innerhalb eines Jahres um mehr als 150%, nur um anschließend wieder einzubrechen, als europäische und amerikanische Investoren und Banken ihr Geld aus dem Land abzogen. Die drohende Zahlungsunfähigkeit vieler Schwellenländer konnte bislang nur durch massive Zentralbankinterventionen verhindert werden. Mit der neuen Kreditinflation in Verbindung mit den niedrigen Zinsen im Westen floss wieder viel Geld zurück in die Schwellenländer und heizte dort das Wirtschaftswachstum und die Spekulationsblasen an. Seit 2018 sehen wir allerdings eine Verlangsamung des Welthandels, einerseits durch den Zoll- und Tarifstreit zwischen den USA und China aber auch wegen der Übersättigung der chinesischen Wirtschaft mit Krediten (das K/Y-Verhältnis lag im Jahr 2019 bei schätzungsweise 11)⁴². 2018 versuchte die chinesische Zentralbank die größten Exzesse einzudämmen und löste ungewollt eine Kreditdeflation aus, die sie seitdem mit immer neuen Geldspritzen versucht unter Kontrolle zu bringen. Deutschlands Exportmotor erweist sich nunmehr als seine Achillesferse, denn plötzlich brechen die Aufträge aus Fernost und Europa weg.⁴³ Bei der nächsten Eurokrise würde die von Deutschland exportierte Kreditinflation schlagartig zurückkehren und das heimische K/Y-Verhältnis in die Höhe treiben.“ Anzeichen für eine Verschlechterung sehen wir bereits in den enorm gestiegenen Immobilienpreisen in deutschen Großstädten bzw. den Negativzinsen bei deutschen Staatsanleihen. Gleichzeitig sehen wir seit Ende 2018 eine starke Kontraktion in der realwirtschaftlichen Aktivität, so dass dort weiteres Kreditkapital frei wird, was die Finanzpreise in Deutschland weiter anheizt.

Wir können zudem festhalten, dass nach jeder Krise der letzten 150 Jahre eine Konsolidierung im Finanzsystem stattfand die die großen Banken noch grösser werden ließ. Mittlerweile haben aber die verbliebenen Banken wie die Deutsche Bank oder die Commerzbank (und viele weitere) systembedrohliche Ausmaße angenommen in dem Sinne, dass ein Konkurs die Realwirtschaft mit in den Abgrund reißen würde („too big to fail“).

Wirklich interessant hierbei ist auch, dass viele Banken und damit der real- und finanzwirtschaftliche Kreditkreislauf als Ganzes nie wirklich ganz verschwunden war. Trotz zweier Weltkriege, einem Bürgerkrieg, zwei Währungsreformen haben sie immer in Resten überlebt, unter anderem auch, weil das Finanzkapital mobil war und in Krisenzeiten ins Ausland flüchten konnte, um nach der Beruhigung der Lage wieder ins Land zurückzukehren. Das Kreditgeld hat überlebt, weil Politiker im Westen sich bislang gescheut haben, einen radikalen Vermögensschnitt durchzuführen mit dem Ergebnis, dass in Deutschland rund 80% des Finanzkapitals aus der Wiederanlage der Zinseszinsen resultiert. Der Zinseszineffekt ist in bestimmten Teilen des Marktes ins Stocken geraten und hat zu der kuriosen Situation der negativen Zinsen geführt. Gut für den Staat, dass er dadurch momentan sogar Geld mit seinen Schulden verdient. Noch vor einigen Jahren musste er noch mehr als 30 Milliarden Euro für Zinsausgaben zahlen.

⁴¹ Ihren Ursprung hat die Krise in dem Wachstumseinbruch der Weltwirtschaft, der bereits erste Risse ein Jahr vorher bekam, nachdem das Ende der hauptsächlich kreditfinanzierten Rohstoffspekulation in vielen Schwellenländern zu einer Rezession führte. Die Krise wurde nach dem Abzug von Krediten in Höhe von 300 Mrd. USD aus den Schwellenländern ausgelöst. Ursprünglich stammte das Geld für die Schwellenländer aus dem westlichen Kreditkreislauf. Um die Finanzkrise von 2008/2009 zu bewältigen, wurden große Summen neuen Kreditgeldes von den Staaten in das Finanzsystem gebracht, dass auf der Suche nach höherverzinslichen Anlagen (im Westen sanken die Zinsen aus den bekannten Gründen auf ultratiefe Niveaus) seinen Weg in die Schwellenländer fand. Der Carry-Trade war lange Zeit profitabel, aber die Kredite führten, wie so oft, zu spekulativen Exzessen, vor allem in China.

⁴² Vgl. Peetz (2019), „China’s rise as a global superpower“, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3467668

⁴³ Die Tatsache, dass die deutschen Europartner zur Finanzierung ihrer Importe aus Deutschland ihre Verschuldung immer weiter nach oben treiben (und damit dem deutschen Kapital Anlagemöglichkeiten verschafft), macht den Exportweltmeister abhängig von der Solvenz seiner wichtigsten Kunden. Das Finanzkapital aus Deutschland treibt die Peripherieländer immer mehr in den Bankrott und hofft darauf, dass der Staat dann die Schulden schon irgendwie übernimmt. Deutsche Banken haben das Problem auf die Bilanz der Bundesbank verschoben, wie man an den Target 2 Salden unzweifelhaft erkennen kann. Der private Sektor hält ausländischen Vermögensanlagen, die etwa 40% des BIP entsprechen, vornehmlich konzentriert in Europa. Im schlimmsten Fall müsste der Staat für die Target 2 Salden aufkommen, wodurch die Staatsverschuldung auf einen Schlag massiv steigen würde.

Kapitalmarktrenditen und 18jähriger Systemzyklus

Wir haben gesehen, dass es alle 18 Jahre zu einer Krise in der Kreditexpansion kommt, bei der die Systemfrage gestellt wird? Aber warum eigentlich genau 18 Jahre? Für die der letzten 700 Jahre Wirtschaftsgeschichte der westlichen Welt haben Peetz/Bürkler (2019)⁴⁴ die sogenannte reale Rendite (d.h. das nominale Zinsniveau, bereinigt um die Goldpreisveränderung als Approximation der Kreditinflation) für das westlichen Schuldensystem analysiert und ein Frequenzmaximum bei 18, 90 sowie einen weiteren Ausschlag bei 130 Jahren festgestellt.^{45,46} Alle 18 Jahren (hier nicht als statistischen Durchschnitt zu verstehen sondern als Systemschwingung) weist die reale Rendite ein Maximum oder ein Minimum auf, vergleichbar mit einem Pulsschlag beim Menschen. Der Grundpulsschlag liegt bei 3,6 Jahren, der eine Systemschwingung durch internationalen Kapitalflüssen charakterisiert und auch mit einer Spitze bei der realen Rendite korrespondiert. Der 18jährige Zyklus ergibt sich als ein Vielfaches des Grundimpulses von 3,6 und kann mit einem Indikator für das grundsätzliche Vertrauen in die Stabilität des Systems gleichgesetzt werden. Mit anderen Worten: mit einer Frequenz von 18 Jahren kommt es zu einem Vertrauensverlust in die Stabilität des Systems.⁴⁷

Die Vorhersage des Übergangs von Phase 3 auf Phase 4 im K/Y Entwicklungsprozess ist essenziell, um überlegende Investmentrenditen zu erwirtschaften⁴⁸, wie nachfolgende Abbildungen zeigen.

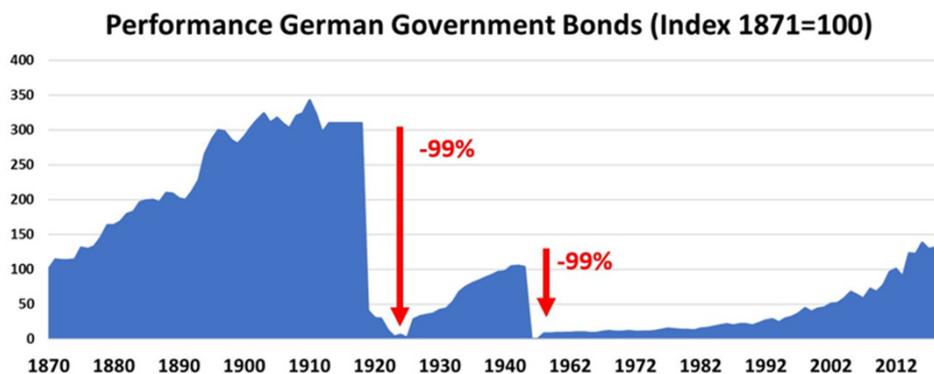


Abbildung 15: Nominale Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen (Total Return) zwischen 1871 und 2019

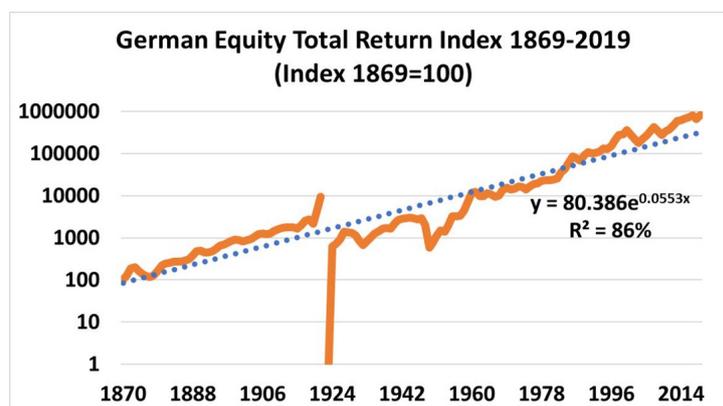


Abbildung 16: Nominale Wertentwicklung deutscher Aktien (Total Return) zwischen 1869 und 2019 in logarithmierter Darstellungsform

⁴⁴ Peetz/Bürkler (2019), „Die Entwicklung realer Renditen im westlichen Wirtschaftsraum der letzten 700 Jahre“, SIM Research AG, internes Diskussionspapier.

⁴⁵ Die Frequenzanalyse eignet sich also sehr gut, um bestimmte Schwingungseigenschaften zu erkennen und hat gegenüber statistischen Analysen den Vorteil, dass keine Verwässerung der Resultate stattfinden und nur wirklich auftretende Schwingungen betrachtet werden. Mathematisch werden in diesem Anwendungsfall Zeitreihen durch eine Fouriertransformation in individuelle Schwingungen überführt, um dann das Frequenzspektrum messen zu können.

⁴⁶ Der Internationale Währungsfonds kommt in der Untersuchung von Hyperinflationen auf eine durchschnittliche Länge von rund 16-17 Jahren mit einem durchschnittlichen Inflationsanstieg von 893%. <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2018/wp18266.aspx>

⁴⁷ Wir sehen ebenfalls bei einer Frequenz von 90 Jahren ($3.6 * 5 * 5 = 90$), dass der Kreditzyklus aufgrund des exponentiellen wirkenden Druckes des Zinseszinses auf die Realwirtschaft das System seine maximale Instabilität erreicht hat und eine Neuordnung über mehrere Jahre, wenn nicht Jahrzehnte erzwingt. In der Analyse der europäischen Hegemonialmächte und deren Weltleitwährungen zeigt sich eine 130-jährigen Frequenz.

⁴⁸ Vgl. «Connections Between Financial Signal Processing, Entropy, and Superior Investment Returns, James Simon, Jim Simon, Renaissance Technologies». Fisig.com. heruntergeladen am 2013-06-16.

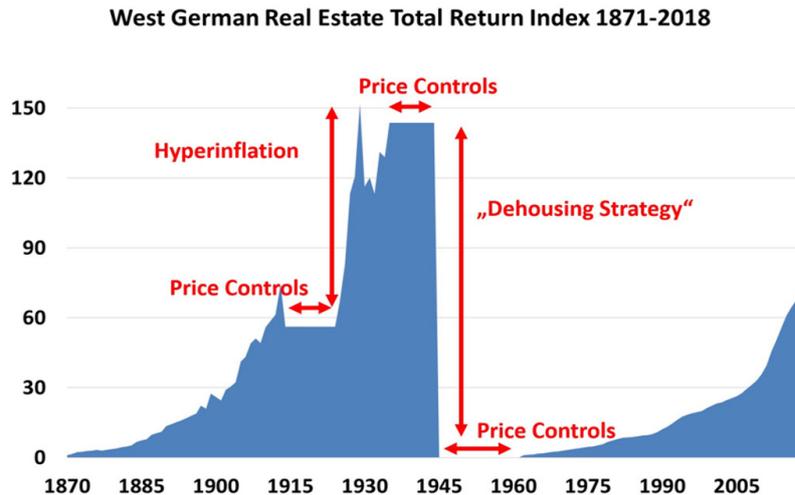


Abbildung 17: Nominale Wertentwicklung westdeutscher Immobilienindex (Total Return) zwischen 1869 und 2019

Exkurs: Das Kreditinflationsproblem am Beispiel Islands

An dieser Stelle möchten wir nochmals darauf hinweisen, dass das Phänomen der Kreditinflation nicht deutschlandspezifisch ist. Die bisher gewonnenen Erkenntnisse lassen sich direkt auf die Vermögenspreisentwicklungen anderer Länder übertragen. Nehmen wir das Beispiel Islands⁴⁹. Vor der Finanzkrise 2008 erlebte das Land mit der Einwohnerzahl in der Größenordnung der Stadt Zürich einer der schnellsten Kreditinflationen der Neuzeit. Die isländische Hauptstadt entwickelte sich zu einem Finanzzentrum nachdem die Finanzindustrie dereguliert wurde. Die Banken boten höhere Zinsen als in anderen Ländern an, so dass Investoren USD-Kredite aufnahmen, das Geld in Isländische Krone wechselten und isländische Unternehmensanleihen kauften (Carry-Trade). Die importierte Kreditinflation führte dazu, dass die Bankenaktiva bei den drei größten isländischen Banken auf das Zehnfache des isländischen BIPs überstiegen. Die isländische Notenbank wollte die Spekulation unterbinden und erhöhte die Zinsen auf über 15%. Genau diese hohen Zinsen zogen aber noch mehr ausländisches Kapital an und blähten den Geldkreislauf in Island auf. Plötzlich weigerten sich internationale Banken, die kurzfristigen Kredite an isländische Banken im Interbankenmarkt zu verlängern und das ganze System kollabierte innerhalb weniger Tage. Der isländische Aktienmarkt brach um 95% ein, die Kreditzinsen stiegen auf über 300%. Die Kreditdeflation lässt die Bankenaktiva um 60% schrumpfen. Die Banken wurden zwar nicht von der Regierung gerettet, der Staat war aber auf Milliarden-Kredite vom IWF und anderen europäischen Ländern angewiesen, um den Währungsverfall zu stoppen. Island war gezwungen, Kapitalkontrollen einzuführen, die erst 2017 aufgehoben werden konnten. Seitdem dürfen ausländische Investoren auch wieder an der isländischen Aktienbörse investieren und Gewinne aus dem Land abziehen. Da durch den Crash keine Infrastruktur zerstört wurde, sondern nur Kreditgeld, benötigte es anschließend auch keinen Wiederaufbau, der für überproportionale Aktienkursgewinne gesorgt hätten, wie z.B. in Deutschland nach dem Krieg.



Abbildung 18: Nominale Wertentwicklung isländischer Aktienmarktindex zwischen 2000 und 2019

⁴⁹ Vgl. Peetz/Genreith (2011), The financial sector and the real economy“, <http://www.paecon.net/PAERReview/issue57/PeetzGenreith57.pdf>

Zweiter Abschnitt: Was können wir tun?

Die Analyse der vergangenen Systemkrisen in Deutschland zeigt, dass die Anwendung von Investmentkonzepten, die aus Daten der letzten 50 Jahre statistisch abgeleitet worden sind („Aktien steigen langfristig immer“, „deutsche Bundesanleihen gehören zu den sichersten Anleihen der Welt“ „die strategische Asset Allokation erklärt 90% der Performance“, etc.) fatale Konsequenzen für Investoren haben kann.

Verluste von Anlageklassen, wie sie hier für Deutschland dokumentiert wurden, sind in den Modellen der Bank- und Vermögensberater ausgeschlossen. Viele können sie auch nicht vorstellen, was ein solcher Verlust konkret zu bedeuten hätte. Aber genau diese scheinbar unmöglichen Verluste geschehen immer am Ende einer außer Kontrolle geratenen Kreditinflation, denn es gibt kein System, das ewiges Kreditwachstum verkraften kann. Unter Berücksichtigung eines vollen Kapitalzyklus erklärt die Währung dann 100% der Portfolioperformance und die strategische Asset Allokation 0%.

Historisch betrachtet, waren die Anlagerenditen am Ende eines Schuldenzyklus von einem Rückgang der Volatilität begleitet. Investoren wurden dadurch ermutigt, immer voll investiert zu sein („buying the dip“), um möglichst keine Chancen zu verpassen. Aber die Verwundbarkeit auf plötzliche Schocks stieg dadurch unaufhörlich, denn je weiter der Kreditzyklus schritt, desto höher stieg die Wahrscheinlichkeit des Anstiegs der Korrelation bei allen Anlageklassen. Ein weiteres Problem heutzutage ist der Herdentrieb im Finanzmarkt, der durch die Verwendung von Benchmarks ausgelöst wird. In einem Bull-Markt schlägt derjenige seine Benchmark, der mehr Risiken eingeht. Derjenige, der – vielleicht aus guten Langfristüberlegungen heraus – zu defensiv positioniert ist, wird seine Benchmark nicht erreichen und mittelfristig aus dem Gen-Pool des Marktes verschwinden, weil Kunden ihm die Gelder abziehen. Das führte letztlich dazu, dass bis dato von den verbliebenen Investoren alle in den gleichen Gewinner-Strategien engagiert sind (sog. „crowded trades“). Die letzten 10 Jahre waren dies Momentum- und Carry-Strategien und vor allem die einseitige Ausrichtung an den US-Dollar und den Euro.

Resiliente Portfolios zum Kaufkraftverlust

Das Beispiel Deutschlands zeigt, dass Diversifikation keinen Sinn macht, wenn eine Heimwährung kollabiert. Aber was durchaus sinnvoll ist, das ist eine internationale Diversifikation der Vermögensstände, um die unterschiedliche Entwicklungsstände verschiedener Länder in ihrem jeweiligen K/Y Zustand zu nutzen. Portfolios, die eine Diversifikation nach K/Y durchführen, werden auch in Krisenzeiten Rückschläge erfahren, sie sind aber resilienter, sprich: sie erholen sich schneller von diesen Rückschlägen als Anlagen, die nur einen K/Y-Zustand in ihrer Asset Allokation umfassen und von der Hoffnung leben, dass es schon irgendwie gut gehen wird. Finanzmarktrends und vor allem Kapitalmarktrenditen sind das Ergebnis einer Rückkopplung mit dem zwischen Real- und Finanzkapital innerhalb des Kreditkreislaufes.

Eine Regime-basierte Asset Allokation kann auf Wechsel im K/Y-Verlauf auf Portfolioebene adäquater reagieren als herkömmliche Ansätze, nicht nur, um Vermögen aufzubauen, sondern vor allem, um Kaufkraft in Krisenzeiten zu schützen.

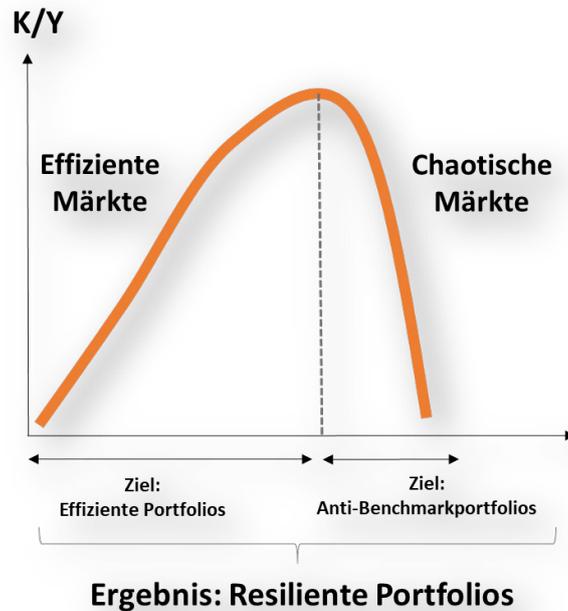


Abbildung 19: Schematische Darstellung der regimebasierten Portfoliokonstruktion in effizienten und chaotischen Regimen – abhängig vom K/Y-Verhältnis. Effiziente Portfolios können aus Momentum- und Carry-Strategien bestehen. Anti-Benchmarkportfolios sind schwach oder sogar negativ mit dem Markt korreliert (sogenannte Contrarian-Strategien). Beide zusammen formen das resiliente Portfolio, das zum Ziel hat, den Kaufkraftherhalt über einen vollen Kreditzyklus zu gewährleisten.

Ein resilientes Portfolio wird auch Momentum- und Carry Strategien nutzen, solange Kredite noch zu Wachstum in der Realwirtschaft führen. Aber es wird auch in der Lage sein, zu Contrarian Strategien (z.B. Gold) zu wechseln, wenn es die Situation erfordert. Oben wurde während der Phase der Hyperinflation in Deutschland das Austauschverhältnis von Gold zu Aktien gezeigt, der aus Resilienzüberlegungen einen Wechsel von Aktien in Gold ab 1918 vorgeschlagen hätte. Die Differenzialgleichung zur Modellierung des Verhältnisses von Aktienkursen zu Goldpreisen basiert dabei auf den drei fundamentalen Treibern aus dem Economic Development Model:

- a) das Wachstum in der Realwirtschaft. Die zugrundeliegende Annahme lautet, dass Aktien als Teil des finanziellen Kreditzyklus in normalen Zeiten (Expansion der Wirtschaft) überproportional gegenüber Gold profitieren können.
- b) der Liquiditätsimpulse (Beschleunigung des Kreditwachstums oder die zweite Ableitung des Kredits). Hier liegt die Annahmen zugrunde, dass sich das Verhältnis von Gold zu Aktien reziprok zum Systemvertrauen ergibt. Das Systemvertrauen wird dabei als der Kreditimpuls approximiert.
- c) dem Indikator für die Währungsstabilität. Ab einer bestimmten Höhe des K/Y Verhältnis verliert die Quantitätsgleichung ihre Gültigkeit und die Währung wird instabil. Dieser Term ist dann auch der Haupttreiber in einer Hyperinflationsphase in der gewöhnlicherweise Gold gegenüber Aktien einen besseren Kaufkraftschutz bietet.

Ein resilientes Portfolio ist also keinesfalls bloß defensiv oder statisch. Es ist vielmehr ein pro-aktiver Ansatz, der auch kurzfristige Anlageideen zulässt, wenn sich Opportunitäten ergeben. Damit erhöht sich die Anzahl unkorrelierter Renditetreiber im Portfolio. Ein resilientes Portfolio hat das Ziel, konsistente Renditen über einen kompletten K/Y-Zyklus zu generieren, in dem es auf schwach oder gar antikorrelierte Renditetreiber setzt sowie Sachwerte gegenüber Finanzwerten je nach Zyklus entsprechend gewichtet. Das resiliente Portfolio hilft, kurzfristiges Eingreifen seitens des Anlegers zu vermeiden. Anstatt, dass der Anleger in Krisenphasen beispielsweise alles verkauft und in Cash geht, wird der Ansatz die Anlagekombination auswählen, die das für den Anleger übernimmt. Dafür sind nur wenige Schritte notwendig:

Schritt 1: Modellierung der Wechselwirkung zwischen Realwirtschaft und Finanzanlagen. Ableitung der Sensitivitäten (in der Sprache der Systemwissenschaft: Beobachter)⁵⁰ der jeweiligen Anlagerenditen auf Veränderung der zentralen Treiber. Die Treiber sind nur Bruttoinlandsprodukt (Y) sowie Real- sowie Kapital (K). Alle anderen Größen resultieren aus den grundlegenden Dynamiken, die mit Hilfe der Beobachter erkannt werden können. Mit anderen Worten: BIP und Kapital sind die Ursachen und die anderen Größen (Aktien, Anleihen, Immobilien, Gold) deren Wirkung.

Schritt 2: Analyse des Einflusses der verschiedenen Regime auf das Portfolio. Optimierung des Portfolios hinsichtlich größter Resilienz unter Berücksichtigung des derzeitigen K/Y-Verhältnisses. In der nachfolgenden Tabelle haben wir die Portfolio-Performance aus Vereinfachungsgründen für drei Regime aufgeführt⁵¹.

Regime	Anlageklasse	Mittelwert	Niedrigste Rendite	Höchste Rendite
KY < 1	Aktien	12%	-20%	73%
	Anleihen	4%	-7%	26%
	Immobilien	6%	-6%	31%
K/Y > 1 und < 3	Anlageklasse			
	Aktien	10%	-26%	103%
	Anleihen	10%	-87%	57% ⁵²
	Immobilien	7%	-24%	37%
KY > 3	Anlageklasse			
	Aktien	3%	-99.9%	119%
	Anleihen	-10%	-99.9%	25%
	Immobilien	-3%	-99.9%	15%

Abbildung 20: Performance unterschiedlicher Anlageklassen in Abhängigkeit des K/Y-Verhältnisses am Beispiel Deutschlands für die Periode 1871-2019.

Schritt 3: Das Portfolio wird dergestalt optimiert, dass es für unterschiedliche Schocks das größtmögliche Rückfederungspotential hinsichtlich Rendite aufweist. Bei der Optimierung können Nebenbedingungen hinsichtlich Minimums erwartete Rendite berücksichtigt werden. Das optimale Portfolio ist nicht statisch, sondern erlaubt das Ausnutzen kurzfristiger Opportunitäten, die häufig durch das Überschießen von Übertreibungen nach unten in Regimewechseln entstehen können. Mit unserem Ansatz können Verlustrisiken in extremen Schockszenarien, die durch einen Regimewechsel ausgelöst sind, besser bewältigt werden. Es geht nicht primär darum, Verluste ganz auszuschließen, sondern Portfolios so zu konstruieren, dass sie solche Schocks weitestgehend abfedern.

Das EDM und die makroökonomische Feldtheorie können die ökonomische Entwicklung in einem geschlossenen System perfekt vorhersagen. In der Realität gibt es praktisch aber keine geschlossenen Ökonomien mehr. Wir leben in einer globalisierten Welt, die Realwirtschaften sind untereinander gekoppelt. Auslandsinvestitionen und kurzfristige spekulative Kapitalströme eines Landes haben – wie der Fall Deutschlands über die letzten 150 Jahre eindrücklich illustriert – Einfluss auf die Anlagemärkte eines anderen Landes. Dadurch muss das EDM um weitere Faktoren erweitert werden, um a) den Gesundheitszustand des jeweilig untersuchten Landes festzustellen⁵² und b) kurzfristige Liquiditätsaspekte⁵³ zu erfassen, die relevant für Regimewechsel sind.

Im historischen Fall Deutschlands sahen wir die Regimewechsel immer dann, wenn das ausländische Kapital die Flucht ergriff. Heutzutage ist das vornehmlich in Entwicklungsländern der Fall, die insbesondere von der Verfügbarkeit von USD-Krediten abhängig sind, um nötige Importe zahlen zu können. Aber das Bild wird durch das Auftreten des neuen Hegemon China verzerrt. Beispiel Türkei: die Kapitalabflüsse in den Jahren 2018-2019 waren enorm, aber gleichzeitig wurde der Staat durch China finanziell unterstützt. Die genauen Unterstützungszahlen sind in keiner offiziellen Statistik ausgewiesen.

⁵⁰ Beobachter sind mathematische Modelle, die verschiedene Indikatoren verbinden, um Aussagen zum Systemzustand zu machen. Der Begriff kommt aus der Regelungstechnik um entsprechende Anpassungen des Kontrollsystems, in diesem Fall die Portfolioausrichtung, vorzunehmen.

⁵¹ In der Praxis unterteilen wir das Regime eins in zwei Unterregime, wobei das Verhältnis des Realkapitals zur Realwirtschaft anzeigt, wie weit das BIP bereits mit Kredit gesättigt ist. Eine Sättigung führt dazu, dass zunehmend Kredite in den finanzwirtschaftlichen Kreislauf abfließen und dort die Anlagepreise treiben (Finanzialisierung der Wirtschaft)

⁵² Während der großen Depression im Jahr 1929 kam es weltweit zu einem Abschwung, bis auf Schweden, das in seinem Grad der Verstärkung noch zurückgeblieben war und Wachstum kreieren konnte. Während der großen Finanzkrise kam es weltweit zu einem Wirtschaftseinbruch, bis auf Polen, das im Jahr 2009 1,5% Wirtschaftswachstum vermelden konnte. Für eine konzeptionelle Diskussion vgl. Bürkler/Soares (2019), „The health of nation index – technical document“, SIM Research Institute AG.

⁵³ Vgl. Peetz/Syfrig (2019), „The Financial liquidity observatory“, unveröffentlichtes Working Paper sowie Töpl (2019), „Systemic Risk in the financial markets“, Master Thesis, Lucerne University of Applied Sciences and Arts.

Insbesondere Ansätze, die auf der Modellierung von Anlagerenditen ab den 1980er Jahren basieren, sind unbrauchbar, da gerade die Periode zwischen 1982 und 2019 (mit gerade zwei Systemkrisen, die als zwei unabhängig aufgefasste Datenpunkte für die meisten Statistiker keinerlei statische Aussagen zu lassen) nicht als repräsentativ für die Systemdynamik gelten kann. Die Berücksichtigung von Phasenübergängen zwischen den jeweiligen Regimen hilft dabei, diese Schwellenwerte explizit in die Modellierung mit aufzunehmen.

Zusammenfassung und Ausblick:

Der vorliegenden Artikel behandelt ein Problem, der sowohl in der Literatur als auch in der Praxis bislang nicht behandelt wird: die Wechselwirkung von Real- und Finanzkapital und deren Konsequenzen für den Kaufkraft-erhalt von Vermögen. Zentral war die Beobachtung, dass, um den Geldumlauf in der Realwirtschaft aufrecht zu erhalten, es notwendig wird, Kredite zuzüglich Zinsen aufzunehmen, was über die Zeit zur Vervielfältigung der Schulden im Verhältnis zur Realwirtschaft führt. Wenn aber ein Wirtschaftssystem Gegenstand der Verzinsung ist, entsteht daraus ein immer wieder kehrender Zyklus von Kreditinflation und Kreditdeflation, weil immer nur die Kreditsumme bezahlt werden kann, für die immer wieder anfallenden Zinsen hingegen neue Schulden aufgenommen werden müssen. Im ständigen Kampf um Rendite verliert schließlich die Realwirtschaft was sich in einem stetigen Rückgang des Wirtschaftswachstums niederschlägt, bis irgendwann der Punkt erreicht ist, an dem die Leistungsfähigkeit der Realwirtschaft aufgrund des natürlichen Verschleißes nicht mehr ausreicht, um sich selbst aufrechtzuerhalten. In diesem System, in dem die Banken durch die Geldschöpfung essenziell für die Aufrechterhaltung des Wirtschaftskreislaufes sind, können sie eine Deflation hervorrufen, indem sie sich weigern, fällig gewordene Kredite zu verlängern. Sie lösen damit eine Rückkopplungsschleife aus, weil plötzlich alle im System versuchen, ihre Schulden und Zinsverpflichtungen zu bezahlen und somit die Deflation, sprich, die Schrumpfung von Bilanzen vorantreiben. Das Kreditsystem zwingt das System zur Expansion: Nur durch zusätzliche Schulden, weil nur so die zukünftigen Zinszahlungen für die bestehenden Kredite ins System in Form neuer, zusätzlicher Kredite verliehen werden können. Die Schulden können aber nur bezahlt werden, wenn gleichzeitig neue Schulden dafür gemacht werden. Ohne Kreditexpansion, kann das System nicht funktionieren.

Mit der zunehmenden Sättigung der Welt mit Krediten aus den Entwickelten Ländern (Globalisierung) kommt es auch zu einer nachlassenden Kaufkraft, mit dem das Wachstum nicht mehr aufrechterhalten werden müsste, wie es das Finanzsystem braucht, um weiter expandieren zu können. Aber auch in den entwickelten Ländern selbst ist die Schuldenfalle längst zugeschnappt. Eine künstliche Nachfragegenerierung durch staatliche Konjunkturprogramme verpufft seit 2018 zunehmend, da das Geld nicht wieder in den realwirtschaftlichen Geldkreislauf fließt, sondern von den Unternehmen und vor allem Bürgern gehortet wird. Dann bleibt dem kapitulierenden Staat nur noch die Hoffnung auf eine externe Krise, die den politischen Druck aus dem Inland nimmt. Kriege spielen dabei eine entscheidende Rolle bei der Verhinderung deflationärer Tendenzen, wie es die USA seit Jahrzehnten praktiziert (wir zeigen im dritten Teil die Frequenzanalyse für die deflationsbedingten Kriegszyklen von Hegemonialmächten). Der Krieg, als Verlängerung der Phase 3 (Hinauszögern der Phase 4) stellt eine Umverteilung von Werten innerhalb kürzester Zeit von vielen auf wenigen um. Vor solchen Phasenwechseln nimmt das System chaotisches Verhalten an, insbesondere am Ende eines großen Schuldenzyklus werden die Schwankungen vor dem Systembruch immer stärker. Dies erfordert unter anderem ein entsprechend ausgerichtetes Research, das in der Lage ist, über unterschiedliche Märkte hinweg in verschiedenen Regionen und Sektoren solche Anlageklassen und Strategien zu identifizieren⁵⁵, deren Korrelationseigenschaften für das vorherrschende Regime den größten Portfolionutzen beitragen. Ein Grundbaustein stellt Gold dar. Gold als solches, besitzt aber keinen Eigenwert, insbesondere dann nicht, wenn mit dem vorausgegangenen Einbruch in der Realwirtschaft der Großteil an Sozialkapital einbüßt worden ist. Die Existenz von Real- und Finanzkapital bleibt weiterhin untrennbar an die Existenz von Sozialkapital gebunden ist.

Wie beim Nationalen Sozialismus der dreißiger Jahre sehen wir auch in der modernen Form des Internationalen Sozialismus eine Verstaatlichung der Produktionsmittel durch die Hintertür (Notenbanken kaufen Aktien, Beschränkung des Gold- und Bargeldbezuges). Und wir dürfen auch mittelfristig die gleichen sozialen Verwerfungen erwarten dürfen. Wie diese zu bewältigen sind, zeigen wir im dritten Teil.

⁵⁵ Vgl. hierzu beispielsweise Kurzmeyer (2019), „A Conceptual Approach to modelling and describing the business cycle and its determining factors“, Master Thesis, Lucerne University of Sciences and Arts