

# ABGEBRANNT IN EUROLAND

## Was ist eigentlich mit unserem Geldsystem los und was soll ich als Anleger nun machen?

>> von Hanno Beck > An einem Donnerstag bricht der Sturm los: Nach anfänglich festen Aktienkursen ist die Börse um halb elf Vormittags von blinder, hoffnungsloser Angst erfüllt, wie der Ökonom John Kenneth Galbraith in seiner Chronik über den 24. Oktober 1929 schreibt, den Tag, der in Amerika als Schwarzer Donnerstag und in Europa mit einem Tag Verzögerung als Schwarzer Freitag in die Geschichtsbücher eingeht. Es soll der Auftakt zu einem jahrelangen Siechtum der Weltwirtschaft werden, geprägt von Massenarbeitslosigkeit, sinkender Produktion und sinkenden Preisen.

Noch wenige Jahre zuvor, 1923, erleben die Deutschen bereits ihre Urkatastrophe, als eine Mischung von Fatalismus, Unkenntnis und Ignoranz das Währungssystem der Deutschen zu Einsturz bringt – eine Hyperinflation mit einem Preisanstieg von 30.000 Prozent pro Monat vernichtet die Vermögen breiter Bevölkerungsschichten und macht die Deutschen, so der Schriftsteller Stefan Zweig, endgültig „hitlerreif“.

Und heute? Heute scheint die Lage verworrener denn je: Während die Aktienkurse wie im Fieberwahn zu steigen scheinen, rechnen viele mit einem großen Crash wie 1929, und die Furcht vor Deflation, also sinkenden Preisen, ist ebenso hoch wie die Furcht vor Inflation, also steigenden Preisen. Seit Jahren bereits befindet sich Europa im Krisenmodus. Wie soll man in solchen Zeiten überhaupt noch sein Geld anlegen, sparen, investieren oder fürs Alter vorsorgen? Und wie konnte es überhaupt so weit kommen?

### Was hat uns bloß so ruiniert?

Schwer zu sagen, wann es genau begonnen hat – wollte man ein Datum festmachen, an dem die ganze Misere ihren Ausgang nahm, so wäre das der 1. Januar 1999. Mit diesem Datum einigen sich die Staaten Europas auf eine gemeinsame Währung, den Euro, der die Staaten Europas noch enger aneinander binden soll. Und die ersten Jahre scheint es auch gut zu laufen: Die Staaten Südeuropas kommen in den Genuss billigen Geldes, Investoren sind begeistert von der Aussicht, in den aufstrebenden Euro-Staaten zu investieren, zumal nun – anders als früher – kein Wechselkursrisiko mehr droht. Und überhaupt – ist es vorstellbar, dass ein Mitglied der europäischen Währungsunion pleitegeht? Würde da nicht eher die Euro-Gemeinschaft einspringen? Und wenn sich die Staaten an die Regeln der Union halten, die ihnen fiskalisch solides Wirtschaften vorschreiben – welche Gefahr sollte es da geben? Die Kreditvergabe in den Süden Europas schien eine bombensichere Sache mit hoher Rendite zu sein.

Die Folge dieses Kalküls: Die südeuropäischen Staaten wurden mit billigem Kapital überschwemmt, mit Geld geflutet. Doch nicht immer wurde dieses – geliehene – Geld sinnvoll angelegt: Die Iren investierten in Immobilienwertpapiere zweifelhafter Herkunft, die Spanier betonierten ihre Küste mit sinnlosen Bauwerken zu, die Portugiesen gönnten sich einen kräftigen Schluck aus der Lohnpulle und die Griechen verprassten das Geld für einen erfrischend aufgeblähten Beamtenapparat. Das billige Kapital wurde verschleudert, trieb die Preise und die Löhne in die Höhe und unterminierte so die wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit der Südstaaten.

Mit dem Ausbruch der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten endete dieser kreditfinanzierte Boom im Herzen Europas – als Banken und Investoren fürchteten, dass es zu Staatspleiten kommen könnte, kappten sie die Mittelvergabe an Staaten und forderten ihr Geld zurück. Aber wie soll man Geld zurückzahlen, das man verplempert hat? Wer sich Geld leiht, um in den Urlaub zu fahren, hat nachher wenig Mittel, um den Kredit zurückzuzahlen. Wer das Geld für wertlose Wertpapiere, Bauruinen oder einen nutzlosen Beamtenapparat ausgibt, dem geht es genauso.

Bis hierhin ist das eine recht einfache, uralte Geschichte: Staaten verschulden sich im Ausland und gehen pleite, mit der Folge, dass die internationalen Kreditgeber ihr Geld los sind. Doch dieses Mal war es etwas komplizierter: Die potentiellen Staatspleiten im Süden Europas drohten auch Banken im Rest Europas und damit das komplette Finanzsystem in den Abgrund zu stürzen – womit auch die Kundengelder der Banken im Feuer standen. Unsere Gelder.

Die Politik selbst reagierte mit einer Mischung von Rat- und Ahnungslosigkeit, gemischt mit uneuropäischem Egoismus und Nationalismus, abgeschmeckt mit einer Prise Realitätsverweigerung. Der Umstand, dass alle Staaten Europas mehr oder weniger bereits hoch verschuldet waren, verbesserte die Lage nicht gerade. Aber man kratzte zusammen, was man noch hatte, installierte einen Rettungsfonds mit Milliarden zur Rettung von Pleitestaaten und sanierte Banken auf Kosten des Steuerzahlers. Doch die vielen Mühen reichten nicht, so billig war Europa nicht zu retten, also musste die letzte handlungsfähige Instanz in den Ring steigen. Auftritt Europäische Notenbank.

### Es ist doch nur Papier

Eine Notenbank ist eigentlich eine ganz simple Veranstaltung: Sie versorgt die Wirtschaft mit Geld, einer speziellen Form von Geld, dem sogenannten Zentralbankgeld, auch Geldbasis genannt. Und so funktioniert das: Die Unternehmen des Landes wollen investieren und produzieren – dazu benötigen sie Geld, um Lieferanten und Arbeitnehmer zu bezahlen. Dieses Geld leihen sie sich von den Geschäftsbanken; im Gegenzug dafür versprechen sie den Banken, dieses Geld aus den Erträgen ihrer Investitionen später zurückzuzahlen – inklusive einer Prämie für diesen Kredit, die wir Zins nennen. Die Geschäftsbanken wiederum bekommen das Geld, das sie den Unternehmen in Form von Krediten leihen, von der Notenbank. Sie reichen den Kredit, den sie den Unternehmen geben, als Sicherheit bei der Notenbank ein und erhalten dafür im Gegenzug das Geld, das sie den Unternehmen leihen.

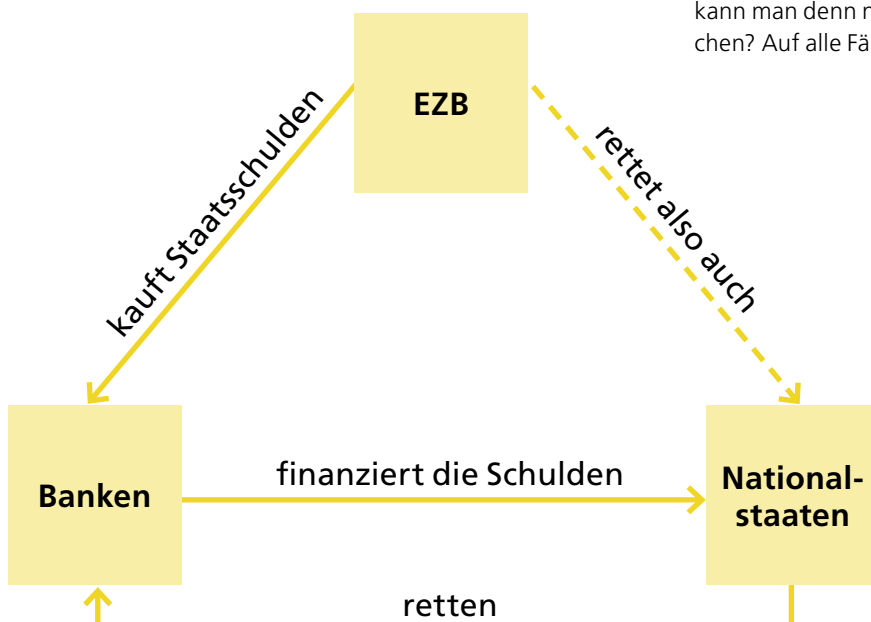
Unser modernes Geld basiert also nicht auf Gold oder Waren, sondern auf Zahlungsverprechen: Jeder Euro Zentralbankgeld, der durch unsere Wirtschaft kreist, ist durch einen Kredit, ein Wertpapier, gedeckt, das bei der Notenbank lagert. Hinter jedem dieser Wertpapiere steht das Versprechen der Unternehmen, zu investieren, also Werte zu schaffen – es ist dieses Versprechen, das den Wertpapieren den Wert verleiht; damit ist es dieses Versprechen, das unserem Geld den Wert verleiht. Und dieses Versprechen hat einen wohlklingenden Namen: Bruttoinlandsprodukt.

Natürlich: Die Ergebnisse der Investitionen, für die sich die Unternehmen das Geld geliehen haben, machen in der Summe unser Sozialprodukt aus. Damit erkennen wir, was den Wert unseres Geldes bestimmt: unser Bruttoinlandsprodukt, auch „Sozialprodukt“ genannt, die Summe der Werte aller in einem Jahr hergestellten Waren und Dienstleistungen unserer Volkswirtschaft. Unser Geld ist nicht durch Gold gedeckt, sondern durch das Versprechen, dass ihm langfristig ein entsprechender Berg von Gütern und Dienstleistungen, das Sozialprodukt, gegenüber steht. Solange also der Geldmenge, die durch unsere Wirtschaft kreist, ein entsprechend hoher Güterberg gegenüber steht, hat unser Geld einen Wert. Wie viel Sozialprodukt man für einen Euro bekommt, hängt dabei davon ab, wie viel Geld im Umlauf ist; je mehr Geld bei unverändertem Sozialprodukt durch unsere Briefstaschen fließt, umso weniger Sozialprodukt bekommt man pro Euro, umso geringer ist die Kaufkraft des Geldes. Und genau hier beginnt das Problem.

Die Europäische Notenbank sieht sich in der Pflicht, den Euro zu retten, also hat sie begonnen, immer mehr Geld herauszugeben, auch gegen Kredite, die nicht ganz so wertvoll sind. Wenn ein Unternehmen einen Kredit aufnimmt und dafür von der Notenbank Geld erhält, und mit Hilfe dieses Kredites Werte schafft, dann steht dem von der Notenbank gedruckten Geld auch ein entsprechender Wert gegenüber. Was aber, wenn der Kredit platzt, wenn das Unternehmen versagt und keine Werte schafft? Dann ist die Geldmenge gestiegen, aber nicht der Güterberg, den man damit kaufen kann – das Geld verliert an Kaufkraft. Das nennt man dann Inflation.

Und die Notenbank kauft viele Kredite, vor allem aber Kredite von Staaten, weswegen es zum dem kommt, was man Staatsschuldenschrott-Recycling nennen könnte: Die Banken leihen Staaten Geld, das sie von der Notenbank bekommen, denn die Notenbank tauscht diese Staatskredite in Geld um. Die Staaten wiederum garantieren durch Rettungsaktionen und -versprechen die Existenz der Banken, wodurch diese den Staaten weiter Geld leihen können. De facto werden die Staaten damit bereits teilweise über die Notenbankpresse finanziert, über den Umweg der Geschäftsbanken.

*So funktioniert Staatsschuldenschrott-Recycling*



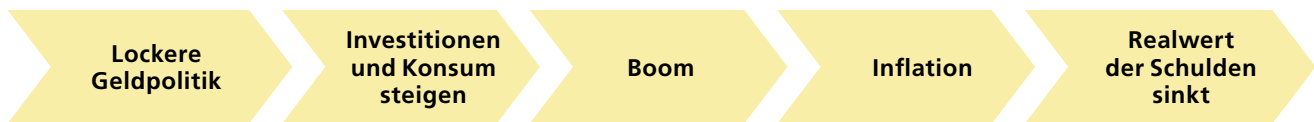
Die Deutschen haben so etwas in schlechter Erinnerung, denn die Hyperinflation 1923 wurde ausgelöst durch die Notenbank, die das Geld druckte, mit dem sich der deutsche Staat verschuldete. Ist es also wieder soweit?

### „Wo bleibt sie denn, die Inflation?“

Bemerkenswerterweise noch nicht – jedenfalls scheinbar nicht. Die Inflationsraten Europas zeigen so gar keine Anzeichen von Gefahr, im Gegenteil, die Europäische Notenbank begründet ihre Politik mit der Gefahr von Deflation, also sinkenden Preisen. „Wo bleibt sie denn, die Inflation?“, spotten denn auch manche Medien. Doch möglicherweise freuen sie sich zu früh. Womit wir bei den steigenden Aktienkursen wären.

Die Idee der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ist eher traditioneller Natur: Eine lockere Geldpolitik, so die Idee, lässt Konsum und Investitionen steigen, weil die Zinsen so niedrig und das Geld so billig ist. Daraufhin kommt es zu einem Boom, die Güterpreise steigen, und ganz nebenbei werden auch die Schulden der Staaten entwertet – wer sich Geld leiht, muss in Zeiten hoher Inflationsraten später in Realwerten gemessen weniger zurückzahlen. In diesem Szenario kommt es also zu Inflation, weil die Nachfrage auf den Gütermärkten aufgrund der Geldpolitik zunimmt.

Das ist die Geldpolitik in der alten Welt, aber vielleicht haben wir mittlerweile eine neue Welt, die durch das gekennzeichnet ist, was man Sachwertpsychose nennen könnte: Auf die lockere Geldpolitik der Notenbank reagieren die Bürger mit der Angst vor Inflation, weswegen sie ihr Geld in Sicherheit bringen wollen – sie kaufen Sachwerte, und deswegen steigen die Preise der Sachwerte. Sichtbarer Ausdruck dieser Sachwertpsychose: Ein Deutscher Aktienindex, der alleine im ersten Quartal des Jahres um 20 Prozent nach oben springt. Stimmt die Idee von der Sachwertpsychose, so bedeutet das, dass die Kurse der Aktien, ebenso wie der Wert anderer Sachinvestments nicht nach oben geht, weil sie höhere Erträge versprechen, sondern weil sie von der lockeren Geldpolitik der Notenbank angetrieben werden. Schwer zu sagen, wie das ausgehen wird, ausschließen kann man nichts – weder einen satten Börsencrash wie 1929, noch einen Anstieg der Inflation, also der Güterpreise, wenn die von der Notenbank aufgeblasene Geldmenge doch den Weg in die Gütermärkte findet. Was uns zu der entscheidenden Frage bringt: Was kann man denn nun als Anleger in einem solchen Umfeld machen? Auf alle Fälle nicht eines: „Feuer“ schreien.



Geldpolitik in der alten Welt (oben) und in Zeiten der Sachwertpsychose (unten)



### Panik im Theater

Im Film „Der zerrissene Vorhang“ kommt der Wissenschaftler Michael Armstrong, gespielt von Paul Newman, in eine unangenehme Lage: Er und seine Verlobte sind im Ost-Berlin des kalten Krieges in eine Ballettvorstellung geflohen, wo sie von der Stasi gejagt werden. Als Armstrong erkennt, dass alle Ausgänge des Theaters von Stasi-Leuten versperrt werden, kommt ihm eine Idee: Mitten in der Vorstellung springt er auf und ruft lauthals „Feuer“. Die Wirkung ist überwältigend: Alle Gäste des Balletts rennen panikartig zu den Ausgängen; im Chaos gelingt Armstrong und seiner Verlobten die Flucht. Und was hat das mit Investorenverhalten in Zeiten der Euro-Krise zu tun? Sehr viel. Ersetzen wir „Theater“ durch „Kapitalmärkte“, „Feuer“ durch „Inflation und Kurssturz“ – und die Theaterbesucher sind die Anleger. Genau dieses Szenario findet derzeit an den Kapitalmärkten statt: Mehr oder weniger jeder Spieler an den Kapitalmärkten versucht, sein Geld vor der drohenden Inflation oder schlimmstenfalls dem drohenden Kollaps des Geldsystems in Sicherheit zu bringen („Feuer!“) und rennt in Panik zu den Ausgängen. Die Ausgänge kennt jeder: Aktien, Immobilien, Gold, Rohstoffe, ja selbst Sammlerstücke wie Oldtimer, Münzen, Kunst oder alte Musikinstrumente werden als Anlageobjekte erkannt und gejagt. Da aber jeder Anleger die gleiche Idee hat – Flucht aus dem Theater – sind alle Ausgänge mehr oder weniger gleichmäßig verstopft.

Natürlich: Wenn die panischen Theaterbesucher herausfinden würden, dass sie an einem Ausgang schneller aus dem Theater kommen, würden alle zu diesem Ausgang stürmen, was diesen Fluchtweg wiederum langsamer macht, und zwar solange, bis die erwartete Wartezeit an jedem Ausgang die gleiche ist. Übersetzt man das in die Sprache der Kapitalmärkte, so bedeutet das, dass jedes Investment, das einen Renditevorsprung verspricht, sofort so viele neue Anleger anzieht und damit die Preise nach oben treibt, dass die Renditeaussichten sofort wieder schrumpfen. Und solange ein Investment einen Renditevorsprung hat, strömen weitere Anleger in diese Anlageform, womit deren Rendite weiter sinkt, und am Ende dieses Prozesses sind die erwarteten Renditen in allen Anlageformen identisch (wenn man sie im Risiken, Liquidität und steuerliche Aspekte bereinigt).

Dieser Mechanik kann man nur ein Schnippchen schlagen, wenn man vor allen anderen Theaterbesuchern als erster einen neuen Ausgang entdeckt, sprich ein Investment findet, in das noch nicht so viele Anleger geflohen sind –

selbst für Profis ein schwieriges Unterfangen; für Gelegenheitsanleger eher ein Glücksspiel. Was also soll man als Nicht-Profi tun?

### Ein paar einfache Regeln

Auch hier kann man vom Theaterbild lernen: Die meisten Menschen würden bei einem solchen Theaterbrand nicht durch das Feuer umkommen, sondern zu Tode getrampelt werden – die Angst vor dem Feuer richtet oft schlimmere Schäden an als das Feuer selbst. Das gilt auch für die Kapitalmärkte: Panik ist ein schlechter Ratgeber. Stattdessen helfen ein paar einfache Regeln weiter:

**Erstens:** Verfallen Sie nicht in Panik, laufen Sie nicht der Herde hinterher. Es mag auch rationale Gründe geben, der Herde zu folgen, doch an den Finanzmärkten ist diese Strategie riskant, da niemand rechtzeitig zum Ausstieg klingelt. Und schon geht man zusammen mit der Herde unter. Ein kühler Kopf und eine sachliche Lageanalyse bringen oft bessere Ergebnisse. Auch sollten Sie ernsthaft daran denken, einen professionellen Berater aufzusuchen, der Sie auf Honorarbasis berät – das kann ein sehr lohnendes Investment sein.

**Zweitens:** Die Chancen, den finanziellen Folgen der Euro-Krise zu entkommen, sind äußerst gering. Die Euro-Krise und die damit verbundenen möglichen Folgen – überhitzte Vermögenspreise mit Absturz, Inflation, hohe Belastungen der Staatsbudgets – sind das, was man ein systemisches Risiko nennt, und einem systemischen Risiko kann man sich als Einzelner nur schwer bis gar nicht entziehen. Sehen wir der Tatsache ins Auge: Es gibt kein Entkommen.

**Drittens:** Die Kosten der Euro-Krise werden hoch sein, und wir werden sie tragen müssen. Das passiert bereits jetzt: Die Europäische Zentralbank hält die Nominalzinsen niedrig, um die überschuldeten Südstaaten und deren Banken am Leben zu halten, und das geht zu Lasten der Sparer in den nordischen Ländern, also vor allem der deutschen Sparer. Man bezeichnet diesen Tatbestand auch als finanzielle Repression: Der Staat gestaltet die Politik so, dass der Bürger zugunsten des Staates Geld verliert; das ist quasi eine versteckte Steuererhebung. Die Sparer werden einen Teil der Zeche zahlen.

**Viertens:** Investments werfen langfristig nur Rendite ab, wenn eine Wirtschaft wächst, alles andere ist ein Nullsummenspiel. Nur harte Arbeit und sinnvolle Investitionen in Kapitalgüter schaffen neue Güter, ein höheres Sozialprodukt und damit mehr Wohlstand. Die Grundlage allen Wohlstands sind nach wie vor Fleiß und Produktivität.

Wenn man diese vier Ideen akzeptiert, ist auch klar, dass es kein Patentrezept dafür gibt, wie man dem Euro- und Banken-Schlamassel entgehen kann. Wer in diesem Jahrzehnt Vermögen sein eigen nennt, muss sich damit abfinden, dass er diesen Krisen Tribut zollen wird. Jenseits dieser Erkenntnis allerdings lassen sich ein paar Ideen diskutieren, was in diesen turbulenten Zeiten zu tun ist. Oder was man besser lässt.

Zunächst einmal gilt es zu beachten, in welcher Phase seines Lebens man sich als Anleger befindet, hier kann man drei Phasen unterscheiden: In der ersten Phase geht es darum, Studium oder Ausbildung, Auto, Haus oder andere Großanschaffungen zu finanzieren – auch über Kredit. Phase eins wird etwa zur Lebensmitte abgelöst durch Phase zwei: Jetzt geht es darum, Rücklagen und ein Vermögen aufzubauen, um für das Alter vorzusorgen. Dabei sollte man eine einfache Faustregel beachten: Je weiter man noch von Phase drei – dem Ruhestand – entfernt ist, umso riskanter dürfen die Investments sein und umso länger ihre Laufzeiten. Das höhere Risiko geht einher mit höheren Erträgen, die längeren Laufzeiten geben den Investments genügend Gelegenheit, sich von Rückschlägen zu erholen.

In der dritten Phase, dem Ruhestand, sollen die Ersparnisse aus Phase zwei den Lebensabend finanzieren. Jetzt gehen Sicherheit und Verfügbarkeit vor Rentabilität – statt riskant und langfristig sollten die Ersparnisse sicher und rasch verfügbar sein; Investments mit langer Laufzeit und hohem Risiko eignen sich nicht mehr.

Diese Einteilung einer Sparerkarriere in drei Phasen ist grundsätzlich nichts Neues, die Frage ist, was sich für diese drei Phasen geändert hat, seitdem die Notenbanken mit Geld um sich werfen. Die verblüffende Antwort: überraschend wenig. Aber ein paar Ideen kann man generieren. Eine erste Idee für die Phasen eins und zwei liegt auf der Hand: Kreditverträge überprüfen. Überprüfen Sie, ob Sie laufende Kredite auf niedrigere Zinsen und bessere Konditionen umstellen können. Das kann sich lohnen.

Was die drohende Inflation angeht, sollten Sie vorsichtig sein: Sie sollten keinesfalls Immobilien und andere Sachwerte kaufen, nur weil Sie Inflation oder das Scheitern des Euro befürchten – oder weil andere es tun. Angst ist ein schlechter Investmentratgeber. Wenn sie aber eine Immobilie kaufen, dann sollten Sie möglichst langfristige Kredite aufnehmen, in denen Sie sich die Niedrigzinsen langfristig sichern. Bitte aber tun Sie das nur mit einem ausreichenden Eigenkapitalpolster. Ob es sich um Staaten, Banken, Unternehmen oder private Haushalte handelt, es gilt immer dasselbe: Je höher der Anteil

an Eigenkapital bei einer Investition oder sonstigen Anlage, desto vorsichtiger investiert man und desto unwahrscheinlicher wird der wirtschaftliche Ruin. Wer ohne Eigenkapital ein Haus kauft, ist rasch ruiniert.

Der Ruin könnte nämlich drohen, wenn die Vermögenspreise aufgrund der Geldpolitik der Europäischen Notenbank tatsächlich überhitzen und eines Tages einen Crash provozieren – dann droht rasch die Überschuldung. Im schlimmsten Fall geschieht Ihnen das, was vielen Eigenheimbesitzern in den Vereinigten Staaten passiert ist: Sie finanzieren eine Immobilie oder einen anderen Sachwert über Kredit, die Immobilie oder der Sachwert verlieren an Wert, und Sie sind schneller überschuldet, als Sie „Auf diese Steine können Sie bauen“ sagen können. Dieser Absturz könnte auch Spätfolgen zeigen, wenn Sie in die dritte Lebensphase kommen und Ihr Investment verkaufen wollen. Der Preis, den Sie dann erzielen können, liegt möglicherweise deutlich unter Ihren Erwartungen. Also noch einmal: Panik ist kein guter Ratgeber.

In der dritten Phase kann man sich vor Vermögensverlusten auch nicht dadurch retten, ein höheres Risiko einzugehen, um die von der Politik verursachten niedrigen Zinsen zu kompensieren. Wenn Sie dennoch versuchen, höhere Zinsen und Renditen zu erzielen, erkaufen Sie sich diese besseren Ertragsaussichten mit höheren Risiken und damit drohenden Vermögensverlusten. Sollte eine Vermögenspreislage platzen, dann sind auch riskantere Anlagen gefährdet; hier könnten die Verluste sogar höher ausfallen. In einer Lebensphase, in der Sie auf stabile Erträge angewiesen sind und keine Zeit haben zu warten, bis sich die Preise wieder erholt haben, ist ein höheres Risiko einfach keine gute Idee.

### Abgebrannt in Euroland – was bleibt?

Unter dem Strich sind das ein paar unangenehme Wahrheiten: Wir werden den Kosten der Euro-Misere nicht entgehen, und da es sich um ein systemisches Risiko handelt, werden wir alle davon betroffen sein. Auch gilt die Erkenntnis, dass mehr Rendite und mehr Wohlstand dauerhaft nur durch mehr Produktivität und Arbeit zu haben sein werden – alles andere sind fromme Wünsche. Aber immerhin sehen wir, dass sich die Grundregeln des Investierens nicht geändert haben, die sich auf ein paar einfache Regeln herunterbrechen lassen: Investieren Sie nur in Dinge, die Sie verstehen, passen Sie Ihr Risiko Ihrer persönlichen Situation an, legen Sie nicht alle Eier in einen Korb, achten Sie auf die Kosten Ihres Investments, und vor allem – immer Angst haben, nie erschrecken. ■

#### Dr. Hanno Beck

ist Professor für Volkswirtschaftslehre. Gemeinsam mit Professor Dr. Aloys Prinz hat er das Buch „Die große Geldschmelze: Wie Politik und Notenbanken unser Geld ruinieren“ veröffentlicht, das mit dem Deutschen Finanzbuchpreis 2015 ausgezeichnet wurde.