



## **Euro auf dem Weg zur Ost-Mark: exponentielle Kreditausweitung für öffentliche Haushalte**

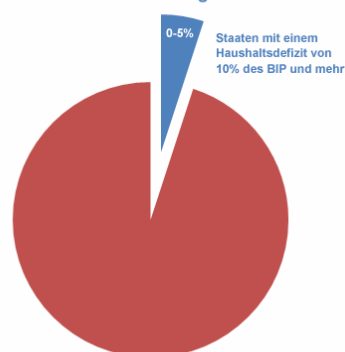
**Bernd Meyer  
11.10.2011**

*„Immer wieder sieht sich die Welt einer bedeutenden ökonomischen Entwicklung gegenüber, die zunächst missverstanden und als unbedeutend abgetan wird, dann aber Regierungen, Unternehmen und private Haushalte unvorbereitet trifft.“<sup>1</sup>*

### **Außer Kontrolle geratene Staatsverschuldung als globaler Megatrend**

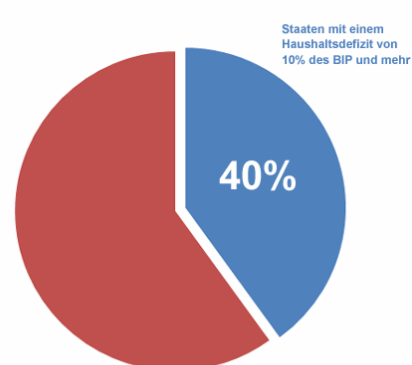
Mohammed El-Erian, führender Manager des legendären Vermögensverwalters PIMCO, schrieb im März letzten Jahres einen interessanten Artikel in der britischen Financial Times, aus dem das obige Zitat stammt. Er identifizierte in diesem Artikel die außer Kontrolle geratenen Staatsschulden als neue bedeutende ökonomische Entwicklung und empfahl *„diese Entwicklung zu antizipieren und nicht von ihr überrascht zu werden.“*

Anteil der hochdefizitären Staaten  
am globalen Bruttoinlandsprodukt  
1980-2010 Average



Quelle: Citibank

Anteil der hochdefizitären Staaten  
am globalen Bruttoinlandsprodukt  
2010



<sup>1</sup> Financial Times, Zitat bei PIMCO <http://de.pimco.com/LeftNav/Viewpoints/2010/Mohamed+El-Erian+FT+Die+Antwort+auf+die+Explosion+der+Staatsschulden+Marz+2010.htm>

Als Leser dieser Website dürften Sie bereits mehrere Monate oder Jahre diese Entwicklung „antizipiert“ haben und dürften keineswegs zu den Personen gehören, die von der Staatsschuldenkrise und der Euro-Krise „überrascht“ wurden.

Der Artikel des PIMCO-Fondmanagers markiert jedoch *den* Zeitpunkt, an dem die Verschuldungsdiskussion die systemtheoretischen Gedankengebäude der Zinseszinskritiker verließ und ihren Platz auf den Powerpoint-Charts der institutionellen Geldverwalter fand.

Das Gehör, das El-Erians Worte finden, beruht auf der Tatsache, dass PIMCO der größte und erfolgreichste Bondanleger der Welt ist. PIMCOs Research gilt als legendär. Die Firma verkaufte rechtzeitig vor dem argentinischen Staatsbankrott alle argentinischen Anleihen und erkannte frühzeitig die Malaise am U.S.-Subprime-Markt.

## **Vertrauen, Ungewissheit und selektive Wahrnehmung**

Grenzenloses Vertrauen sichert niedrige Zinsen auf Schuldtitel. Misstrauen treibt die „Angst-Aufgelder“ nach oben.

*Misstrauen hat die Zinsen von Griechenland, Irland, Portugal und Spanien in die Höhe getrieben. Der doppelte Vertrauensverlust gegenüber dem Euro und den Schuldpapieren der Peripherie schmerzt, denn er bedeutet Veränderung. Die Bemühungen der EU-Regierungen um die Aufrechterhaltung des Status Quo in Sachen Staatsverschuldung mit Hilfe eines „Schutzschirmes“ sind dabei gleichermaßen verständlich, wie vergeblich.*

Ein Hedge-Fond-Manager verglich den Glauben an die Sicherheit von Schuldversprechen mit dem Glauben an den Weihnachtsmann.<sup>2</sup> Wenn der Glaube an den Weihnachtsmann weg ist, kommt er nicht mehr zurück. Und ich weis da wirklich, wovon ich spreche.

Natürlich ist die Staatsverschuldung in Japan höher als in Europa. Und die USA haben sich einer ernsthaften Diskussion zum Thema Defizit bisher verschlossen. Bremer Landesbank-Chefanalyst Hellmeyer hat recht, wenn er immer wieder staunt, mit welcher Intensität die Community der Bondanleger die europäische Staatsschuldenkrise fokussiert und dabei Japan und die USA ausblendet.

***Das Schlüsselwort heißt „selektive Wahrnehmung“: Wie eine wunde Stelle im Zahnfleisch, die ständig mehr und mehr Aufmerksamkeit findet, verengt sich die menschliche Wahrnehmung auf ein Problem, bis irgendwann der ganze Mensch nur noch aus dieser wunden Zahnfleischstelle zu bestehen scheint. Vernünftige Argumente helfen nicht. Nur ein externer Schock, der die Aufmerksamkeit auf ein neues Ziel lenkt, kann hier helfen.***

Anleger hassen Ungewissheit. Das Gelddrucken der FED erscheint kontrollierbar. Die meisten Vermögensverwalter halten sich für smart genug, um eine galoppierende Inflation frühzeitig zu erkennen und diesem Problem begegnen zu können.

In Euro-Europa ist die Lage anders: Die von den europäischen Politikern in Szene gesetzten Lösungsvorschläge überzeugen die Fondmanager nicht. Ohne einen nachvollziehbaren

---

<sup>2</sup> <http://www.welt.de/finanzen/article11710136/Finanz-Guru-empfiehl-den-deutschen-Euro-Ausstieg.html>

Lösungsweg bleibt die Verschuldung der „PIIGS-Staaten“ eine wunde Stelle, die täglich aufs Neue Diskussionen aufkommen lässt.

Es mag zwar bizarr erscheinen, wenn professionelle Vermögensverwalter das Geld drucken der Notenbanken in Anglo-Amerika einem Default in der Eurozone vorziehen, aber dahinter steckt der nachvollziehbare Gedanke, dass sich exzellent informierte Anleger einer sukzessiven Abwertung der Währung entziehen können, während unkontrollierte Korrekturen im Rahmen von Staatsbankrotten meist auch professionelle Bondanleger in Mitleidenschaft ziehen.

### **Im Zinseszinsstrudel**

Zinseszinstheoretikern wie Prof. Bernd Senf oder Praktikern wie Walter Eichelburg ist seit langem klar, dass die Verschuldung von Privatpersonen, Firmen und Staaten bereits seit mehreren Jahren den Point of No Return überschritten hat.

<http://www.youtube.com/watch?v=xIBWeWn-fsw>

Nach einer Untersuchung von Price Waterhouse Coopers wird die Gesamtverschuldung von Privathaushalten, Firmen und öffentlichen Haushalten in Großbritannien 2011 etwa 550% des Bruttoinlandsproduktes (BIP) betragen. Falls das allgemeine Zinsniveau auf ein Niveau knapp über der offiziellen Inflationsrate steigen würde, sagen wir 4,4%, dann müssten britische Schuldner pro Jahr 24% des BIP als Zinszahlungen berappen.

Nur ein verschwindend geringer Teil der Zinsen findet seinen Weg in die Taschen der Kleinsparer, die Zinsen für Konsum einsetzen und dieses Zinsgeld wieder dem Wirtschaftskreislauf zuführen. Der Löwenteil der Zinsen landet auf den Caymen Islands, bei Lichtensteiner Stiftungen, bei ausländischen Lebensversicherungen und dem britischem Geldadel. Die Zinsen fließen nicht in die Realwirtschaft, sondern in neue Geldanlagen. Keine Volkswirtschaft ist einem solchen Aderlass gewachsen.

### **Das rohstoffreiche Russland erklärte 1998 den Staatsbankrott bei einer Gesamtverschuldung von 27% des BIP.**

Noch einmal zum Mitschreiben: bei einem Zinsniveau auf dem Niveau der Inflationsrate wären *jährliche* britische Zinszahlungen so hoch, wie die *gesamte* russische Staatsverschuldung zum Zeitpunkt des Staatsbankrotts 1998.

*Ohne das Beispiel weiter zu vertiefen: die Zinseszinsdynamik hat einen Punkt erreicht, an dem die Gesellschaft nachhaltig destabilisiert wird. Die Stützungsmaßnahmen für Schuldner durch Zinsen unterhalb der Inflationsrate haben ihr Verfallsdatum erreicht. 10% aller britischen Sparer entziehen dem System bereits ihre Ersparnisse und horten Bargeld. Seriöse britische Tageszeitungen fordern Verbraucher auf, Geld von ihren Girokonten abzuziehen und dort anzulegen, wo es die Inflation schlagen kann.*

### **Flucht aus Staatsanleihen**

Sowohl Italien, als auch Deutschland erlebten Ende 2010 enttäuschende Auktionen von Staatsanleihen, d.h. dass sich auf dem derzeitigen Zinsniveau nicht genügend Anleger fanden, die Italien und Deutschland Geld borgen wollten. Das ist eine qualitative Veränderung gegenüber allem, was vorher war.

<http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/anleihen-devisen/:euro-krise-investoren-machen-einen-bogen-um-bundesanleihen/50200708.html>

Während bei früheren Krisen die Papiere von vermeintlich guten Schuldnern wie Deutschland, Frankreich oder den USA von einer Flucht in die Sicherheit profitierten, kamen im November 2010 querbeet alle Schuldpapiere unter die Räder: irische, griechische, spanische, italienische, französische, belgische, deutsche und sogar U.S.-amerikanische Staatsanleihen verloren an Wert – und das trotz Käufen der FED.

Ist der Trendwechsel bei den Anleihekursen durch externe Spekulanten erzeugt worden?  
Oder sahen wir einen echten Sell-Off der Bondbesitzer? Ein Handelsblatt-Redakteur recherchierte und schrieb:

*„Es sind nicht so sehr die üblich verdächtigen Hedge-Fonds und Spekulanten, die sich von den Anleihen verabschieden, es sind vor allem Pensionsfonds, Privatanleger, Banken und Versicherungen. All jene, die über Jahrzehnte dachten, wer Europas Staaten Geld leihe, verliere nie sein Geld.“<sup>3</sup>*

## **Wohin geht das Geld der klassischen Bondanleger? Und woher nehmen Staaten jetzt Geld?**

Staatsanleihen sind das Basis-Investment für Lebensversicherungen und Pensionsfonds.

Die „Allianz Leben“ kauft derzeit eine große Immobilie pro Monat. Dabei geht es nicht um irgendwelche schlecht kontrollierbaren Immobilienfonds mit renditefressenden Fondgebühren, sondern um das direkte Erwerben von gut vermieteten Gewerbeimmobilien. Statt Staatsanleihen investiert die Allianz stark zunehmend in Infrastrukturprojekte, Solar- und Windanlagen. Bei Schuldpapieren bevorzugt die Allianz neuerdings Schwellenländeranleihen.

<http://www.dasinvestment.com/investments/versicherungen/news/datum/2010/12/20/wir-kaufen-derzeit-eine-immobilie-pro-monat/>

**Doch wer kauft EU-Staatsanleihen, wenn selbst die Allianz inzwischen lieber renditestarke Gewerbeimmobilien oder Schwellenländeranleihen kauft?**

Der erste Blick fällt auf die Notenbanken. Die EZB hat über 73,5 Mrd. Staatsschulden der bedrängten Peripherie-Länder gekauft. Darüber wurde viel geschrieben und viel geschimpft. Was weniger bekannt ist: Während der Euro-Krise im Frühjahr 2010 schuf die Schweizer Notenbank SNB mehrere Dutzend Milliarden Franken, um damit Euros zu kaufen – und eine zu starke Aufwertung des Franken zu verhindern.

Diese Euros nutzte die SNB, um deutsche Staatsanleihen zu kaufen. Per 30.9.2010 besaß die SNB Devisenreserven in Höhe von 216 Mrd. Franken, die zu 55% in Euro angelegt waren. Ich habe Kalkulationen gelesen in denen davon ausgegangen wird, dass die Schweizer Notenbank im letzten Jahr deutsche Staatsanleihen in Höhe von 65 Mrd. Euro gekauft hat.

---

<sup>3</sup><http://www.handelsblatt.com/finanzen/anleihen/anleihemaerkte-unbedingt-raus-um-jeden-preis;2704664>

Technisch muss man sich das so vorstellen: Eurozonen-Anleger, die dem Euro misstrauen, bringen ihr Geld in die Schweiz. Eine große Menge an verkaufswilligen Euros trifft auf eine zu kleine Menge verkaufswilliger Franken: der Franken würde aufwerten. Damit das nicht passiert erschafft („druckt“) die Schweizer Notenbank neue Franken – und kauft mit diesen Franken Euros. Dadurch wertet der Franken weniger stark auf. Was passiert nun mit den Euros, die im Besitz der Schweizer sind? Die Schweizer erwerben mit den eingenommenen Euros deutsche Staatsanleihen. Das ist Staatsfinanzierung aus der Druckerpresse – wenn auch über Umwege.

EZB und SNB haben in 2010 gemeinsam ca. 135 Mrd. frisch erschaffenes Geld benutzt, um Eurozonen-Länder zu finanzieren.

Das reicht aber immer noch nicht, um den Geldhunger europäischer Staaten zu stillen. Ganz im Stillen hat sich eine Büchse der Pandora geöffnet, die das Defizit europäischer Staaten mit vergiftetem Nektar nährt.

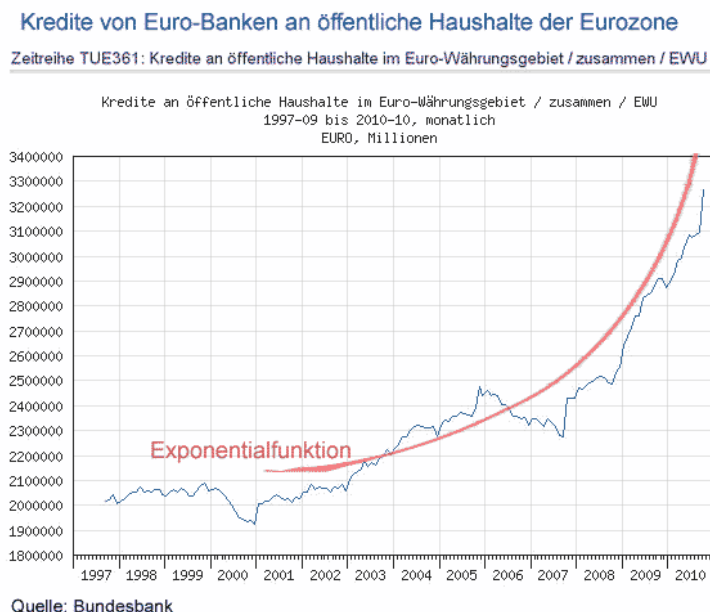
## Die Büchse der Pandora: Kreditgeld für öffentliche Haushalte

Die Bundesbank veröffentlicht monatlich eine Statistik, aus der ersichtlich ist, wie viel Kredite öffentliche Haushalte bei Eurozonen-Banken aufnehmen.

Das müssen nicht zwangsläufig Kredite an Zentralstaaten sein, das können auch Kredite an deutsche Länder, spanische Provinzregierungen, belgische Städte und Gemeinden oder die französische Rentenkasse sein.

Den nicht durch Steuereinnahmen gedeckten Finanzierungsbedarf, das Defizit, decken Zentralstaaten und auch Regionalregierungen üblicherweise durch Bonds: Anleihen, die eine Registriernummer besitzen und einen festen oder variablen Zinskupon. Diese Anleihen sind zu transparenten Kursen an den internationalen Börsen handelbar.

Kredite bei Banken, wie sie der Häuslebauer oder der Dispo-Nutzer kennt, nehmen öffentliche Haushalte üblicherweise nicht in Anspruch.



Diese Grafik zeigt, wie viel Bankkredite von Eurozonen-Banken an öffentliche Haushalte der Eurozone gehen. Schauen Sie sich in Ruhe die Grafik an. Seit 2008 nehmen öffentliche Haushalte zunehmend Kredite von Banken in Anspruch.

Im zweiten Halbjahr 2010 ging die Nutzung von Bankkrediten nach einer steigenden Phase in eine Phase erkennbar *exponentiellen* Wachstums über.

Das *Gesamtvolumen* von Krediten an öffentliche Haushalte stieg seit Herbst 2008 *um 46 Prozent*. **Man erinnere sich an die griechische Schuldenkrise.** Lange bevor die sinkenden Kurse griechischer Staatsanleihen das drohende Fiasko anzeigten, ging die griechische Regierung dazu über, den offenen Bondmarkt zu meiden und ihren Finanzbedarf bei griechischen Banken zu decken.<sup>4</sup>

### **Was macht Kredite an öffentliche Haushalte so interessant für die kreditgebenden Banken und kreditnehmenden Staaten und öffentlichen Haushalte?**

Bekannt ist, dass Banken durch Kredite Geld erschaffen können. Das per Kredit erschaffene Geld ist aber üblicherweise mit Eigenkapital der Banken unterlegt und durch Sicherheiten der Kunden gedeckt. Wer mit Banken zu tun hat weis: es geht immer um Sicherheiten.

*„Grundsätzlich gilt: Je schlechter die Bonität, desto mehr Eigenkapital müssen Banken für ein Wertpapier hinterlegen. So will es die Solvabilitätsverordnung. Für Staatsanleihen gelten aber **Sonderregeln**: Wenn Banken ... auf externe Ratings zugreifen, dann müssen sie für Staatsanleihen von Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums überhaupt kein Eigenkapital reservieren.“ (Handelsblatt)<sup>5</sup>*

Das heißt, Banken können für Staaten Kreditgeld erschaffen (Geldmenge M3 erhöht sich). Wenn der Kredit zurückgezahlt wird, dann wird der Kredit geschlossen und das Kreditgeld wird wieder vernichtet – und die Geldmenge M3 wird wieder kleiner. Das ganze geschieht ohne den Einsatz von Eigenkapital. Erstaunlich. Die Bank erhält echte Zinsen auf Geld, das sie zu 100% selbst geschaffen hat.

***Die Politik der Notenbanken und die Bondmärkte stehen derzeit unter besonderer Beobachtung. Ein Blick auf die exponentiell anwachsende Kreditsumme öffentlicher Haushalte bei Euro-Banken zeigt, dass diesem Sektor zukünftig mehr Beachtung geschenkt werden muss. In der Summe stellt die gleichzeitige exponentielle Ausweitung der Kreditaufnahme öffentlicher Haushalte in diesen Dimensionen ein systemisches Risiko dar.***

Es darf davon ausgegangen werden, dass ein Großteil der Kredite aus „Vermeidungsreaktionen“ stammt. Es ist bekannt, dass Spanien keine Beiträge mehr an die Europäische Weltraumagentur ESA zahlt. Spanien könnte aus der ESA austreten, spanische Flug- und Raumfahrtunternehmen würden dann aber auch keine Aufträge mehr erhalten. Deshalb bat Spanien die ESA, die spanischen Beitragszahlungen zu stunden. Die ESA als „unverdächtige“ schuldenfreie Agentur sollte Kredite aufnehmen und damit das Defizit finanzieren. (Spiegel Online, 13.6.2010)

Vielleicht ist irgendwo in der Bundesbank-Statistik über Kredite an öffentliche Haushalte inzwischen ein ESA-Kredit versteckt. Ein Kredit der Weltraumagentur senkt den offiziellen Schuldenstand Spaniens.

---

<sup>4</sup> <http://www.bild.de/BILD/politik/wirtschaft/2010/04/30/griechenland-reicher-grieche/so-profitiert-spiro-latsis-von-unserem-geld.html> und <http://www.tagesschau.de/multimedia/audio/audio52738.html>

<sup>5</sup> Handelsblatt: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/staatsanleihen-milliardenrisiken-schlummern-in-den-bank-bilanzen;2571730;2>



Vielleicht ist diese Kreditausweitung entstanden sein, weil es für „echtes“ Geld attraktiver war, in Fremdwährungen, Rohstoffen und Aktien zu investieren. Anders sieht das für Banken aus: ein Investment in Rohstoffen muss mit Eigenkapital unterlegt werden. Ein Kredit an Staaten, muss nicht mit Eigenkapital unterlegt werden. Vielleicht widerspiegelt die Kreditausweitung auch einfach nur die „Befreiung“ des Zinseszinsystems von den „Zwängen“ der Realwirtschaft. Seit in Weimar die Druckerpressen der Notenbanken die Ersparnisse der Bürger zerstörten, stehen die Bilanzen der Notenbanken unter besonderer Beobachtung. Doch anders als in den 30er Jahren verfügen Geschäftsbanken heute über Geldschöpfungsfähigkeiten, die denen der Notenbanken sehr nahe kommen.

## **Bankkredite für öffentliche Haushalte: ein Schritt mit Folgen**

Ungehemmte Kreditvergabe an Marktteilnehmer, die diese Kredite nie zurückzahlen, hat inflationäre Folgen. Als Paradebeispiel darf die Ost-Mark der DDR gelten.

Soweit ich weis, wurde in der DDR niemals im Stil von Weimar Geld gedruckt. Aber die staatseigenen Betriebe der DDR erhielten ungehemmt Kredite durch die staatseigenen Banken, egal wie defizitär sie auch waren. Zurückgezahlt wurden diese Kredite nie, Zinsen wurden mit Hilfe neuer Kredite bezahlt. Ich kannte in den 80er Jahren eine Buchhalterin in einem großen DDR-Betrieb, die mir erzählte, wie gigantische Defizite Jahr für Jahr durch neue Kredite ausgeglichen wurden. Ungehemmte Kreditvergabe an die defizitären staatlichen Betriebe der DDR waren das Einfallstor für die Ausweitung der Geldmenge und die Inflation der Ost-Mark.

Festgelegte Preise für die Güter des täglichen Bedarfs maskierten die Inflation in der DDR. Anhand der Preise nicht reglementierter Waren und anhand des Schwarzmarktkurses zur D-Mark wird der Kaufkraftverlust der Ost-Mark jedoch deutlich. Während Anfang der 80er Jahre noch D-Mark zu Ost-Mark 1:3 getauscht wurde, stieg der Kurs Mitte der 80er Jahre auf 1:5. Kurz vor dem Ende der DDR gab es einen kurzzeitigen Peak bei 1:7.

Der Geldschein mit dem höchsten Nennwert war in der DDR der 100-Markschein. 200-Markscheine wurden in den 80ern bereits gedruckt – und auf Beschluss der Staatsführung wieder vernichtet. Man befürchtete, dass die neuen Geldscheine in der Bevölkerung Inflationsängste wecken.

Die heutige Bankenlandschaft der Eurozone ist durchsetzt mit staatlichen und halbstaatlichen Banken. In den Aufsichtsräten der Banken tummeln sich Politiker. Die erkennbar exponentielle Ausweitung von Bankkrediten für öffentliche Haushalte birgt die Gefahr einer deutlichen Aufweichung der Währung. Das ist noch keine Hyperinflation.

Derzeit unterstellt die Bevölkerung einer Papierwährung (noch) die Fähigkeit, Kaufkraft zu speichern. Eine Veränderung der Inflationserwartung durch Aufweichung der Währung wird jedoch dazu führen, dass die Bevölkerung ihre Einschätzung ändert - und Ersparnisse in alternative Anlageformen umtauscht. Angesichts des bereits bestehenden Geldüberhangs, kann durch eine *Beschleunigung der Umlaufgeschwindigkeit* jederzeit eine breitbandige „Inflationswelle“/„Teuerungswelle“ ausgelöst werden. Auch die Inflation der 70er Jahre entstand nicht durch eine Ausweitung der Geldmenge, sondern durch eine Steigerung der Umlaufgeschwindigkeit.

Der Autor dieses Artikels ist unter [meyersgoldwoche@t-online.de](mailto:meyersgoldwoche@t-online.de) erreichbar.

*Der Autor ist Inhaber und Geschäftsführer eines mittelständischen Konsumgüterherstellers. Daneben ist er langjähriger erfolgreicher Privatinvestor mit antizyklischer Anlagestrategie. © 2011 Bernd Meyer. Reproduktion und Publikation nur mit Zustimmung des Autors, Zitate unter Verwendung der Quellenangabe. Hinweis: Meinungen oder Empfehlungen dieses*

Artikels geben die Einschätzung des Verfassers wieder. Sie können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hier enthaltenen Aussagen sind nicht als Angebot oder Empfehlung bestimmter Anlagen oder Anlageprodukte zu verstehen. Dies gilt auch dann, wenn einzelne Devisen, Rohstoffe, Emittenten oder Wertpapiere direkt erwähnt werden. Der Autor dieses Artikels ist kein Finanzberater. Die in diesem Artikel enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur können eine auf die individuellen Verhältnisse des Anlegers abgestimmte Finanzberatung nicht ersetzen. Die in diesem Artikel genannten Informationen wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und zitiert. Jegliche Haftung für die Richtigkeit der genannten Informationen ist ausgeschlossen

Datenanlage: Zeitreihe TUE361, Quelle Bundesbank, Jan. 2011

## Zeitreihe TUE361: Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet / zusammen / EWU

Eigenschaften

Einheit: EURO

Dimension: Millionen

Zeitraum: von 1997-09 bis 2010-11

Stand vom: 03.01.2011 08:39 Uhr

[Weitere Eigenschaften](#)

Werte von TUE361

Zeit	Wert	Wertestatus	relative Differenz zur Vorperiode in %	relative Differenz zum Vorjahr in %
2010-11	3.266.773	vorläufig	0,1	12,3
2010-10	3.264.049		5,5	12,1
2010-09	3.093.017		0,3	7,4
2010-08	3.084.089		0,2	8,1
2010-07	3.076.628		-0,3	8,2
2010-06	3.086.197		1,7	8,9
2010-05	3.034.704		1,4	9,9
2010-04	2.994.002		0,4	8,5
2010-03	2.981.378		1,9	9,8
2010-02	2.924.635		1,1	9,2
2010-01	2.892.790		0,7	9,6
2009-12	2.872.652		-1,2	12,5