

## STUDIENREIHE

### DONNER & REUSCHEL STANDPUNKTE

#### 3. WÄHRUNGEN UND WERTE



GEMEINSAM  
FÜR EINE  
BESSERE ZUKUNFT

DONNER & REUSCHEL in Zusammenarbeit mit dem Hamburgischen WeltWirtschafts-Institut gemeinnützige GmbH (HWWI) | Carsten Mumm, Chefvolkswirt des Bankhauses DONNER & REUSCHEL | Professor Dr. Henning Vöpel, Direktor und Geschäftsführer des HWWI (Hamburg, 24. Februar 2021)

# 1 | Inhalt

1   Inhalt.....	2
1   Einleitung .....	3
2   Was ist eine Währung?.....	3
3   Stabilität von Werten und Währungen .....	8
3.1 Fluch und Segen des „fiat money“ .....	9
4   Die Zukunft der Währungen .....	11
4.1 Wann werden Staatsschulden kritisch? .....	12
4.2 Modern Monetary Theory: Kann der Staat sich jetzt alles leisten? .....	15
4.3 Woher kommt das Wachstum?.....	15
4.4 Finanzielle Repression: (Wann) kommt die Inflation zurück?.....	16
4.5 Wann kommen die Zinsen zurück? .....	20
4.6 Steht die Unabhängigkeit der Zentralbanken auf dem Spiel?.....	22
4.7 Bleibt der Euro stabil? .....	23
4.8 Geopolitik: Was passiert mit dem internationalen Währungssystem? .....	24
4.9 Grüne Geldpolitik: Wird die Klimakrise zur Finanzkrise? .....	26
4.10 Digitale Währungen: Verschwinden Bargeld und Staatswährungen? .....	27
5   Fazit und Ausblick: Risiken für die mittelfristige Währungsstabilität.....	30
5.1 Wird aus der Liquiditätsfalle eine Schuldenfalle? .....	30
5.2 Executive Summary .....	31
6   Quellen und weiterführende Literatur .....	34

## 1 | Einleitung

Die kommenden Jahre werden von großen Übergängen, disruptiven Entwicklungen und fundamentaler Unsicherheit gekennzeichnet sein. Wenn es zu ökonomischen Krisen, politischen Konflikten oder technologischen Umbrüchen kommt, geraten immer auch die Währungen als Indikator für Stabilität und Vertrauen in den Blickpunkt. Wann werden Staatsschulden kritisch? Bleibt der Euro stabil, woher kommt das Wachstum, welche Rolle werden digitale Währungen in Zukunft spielen? Diese und weitere Fragen werden in der hier vorliegenden Studie „Währungen und Werte“ beleuchtet.

Während es in den vorangegangenen Studien um „Vermögen“ (Januar 2020) und „Wachstum“ (September 2020) ging, komplettiert die Auseinandersetzung mit dem Thema „Währungen und Werte“ die Trilogie der Studienreihe „Mensch, Gesellschaft, Ökonomie – Gemeinsam für eine bessere Zukunft“. Die mögliche Entwertung alten Vermögens und das Ausbleiben bereits eingepreisten Wachstums haben unmittelbare Auswirkungen auf Werte und Währungen – weshalb im Umkehrschluss die Stabilität einer Währung gerne als Gradmesser für den ökonomischen Zustand einer Nation oder Union herangezogen wird.

Diese Studie geht zunächst auf den Begriff der Währung, ihre Bedeutung und ihre Funktion ein, widmet sich dann der Stabilität von Werten und Währungen und skizziert schließlich mögliche Entwicklungen und Zukunftsszenarien.

Wie auch bei den vorangegangenen Studien, wurde diese fundierte Auseinandersetzung vor dem Hintergrund der großen Umbrüche durch Digitalisierung, Klimawandel und Demografie sowie unter den besonderen Bedingungen einer globalen Pandemie behandelt.

## 2 | Was ist eine Währung?

In einer Ökonomie werden (Tausch-) Werte geschaffen. Mit knappen Ressourcen werden viele unterschiedliche Güter und Dienstleistungen produziert, die den Menschen einen möglichst hohen Nutzen stiften sollen. Jede(r) Einzelne produziert dabei nur sehr wenige Güter und Dienstleistungen selbst, kann diese aber gegen alle anderen tauschen. Durch diesen Tausch- und Handelseffekt entsteht ein Vielfalt an Gütern und Dienstleistungen und damit ein großer Teil der Wohlfahrt, weil Menschen mit unterschiedlichen Präferenzen und Bedürfnissen diese individuell befriedigen können.

In einer arbeitsteiligen Ökonomie werden daher vor allem private Tauschwerte produziert. Je höher der Wert der selbst produzierten Güter und Dienstleistungen für andere ist, desto höher ist der Gegenwert für einen selbst im Tausch gegen andere Güter und Dienstleistungen. Auf Märkten entstehen dann Preise, also Tauschrelationen. Das Brot der Bäckerin kann gegen die Wurst des Metzgers getauscht werden, und zwar in einem Verhältnis, das durch die Marktpreise bestimmt wird.

Preise wiederum werden in Geldpreisen ausgedrückt. Auf diese Art und Weise können alle Güter und Dienstleistungen in einem allgemeinen und anerkannten Wertmaßstab gemessen und getauscht werden. Ein abstrakter nominaler Geldwert bekommt dadurch einen konkreten realen Tauschwert. Wenn Zweifel am Wert des Geldes aufkommen, die zentrale Bezugsgröße nicht mehr akzeptiert wird, Währungen also in die Krise geraten, beginnt der reale Tausch zu stocken und es kommt zu erheblichen Wohlfahrtsverlusten.

Die alleinige Existenz von Geld reicht somit nicht, damit Geld als Gegenwert beim Tausch gegen reale Güter akzeptiert wird. Die dahinterstehenden Ansprüche an den realen Gegenwert müssen auch durchsetzbar sein. Ein Beispiel mag dies verdeutlichen: Wenn sich zwei fremde Menschen begegnen, die sich auch hinterher wahrscheinlich nie wieder begegnen werden, dann reicht „offizielles Geld“ aus, damit die eine Person der anderen etwas verkauft, ohne sofort und direkt den realen Gegenwert zu erhalten. Die Bäckerin ist also bereit, ihr Brot gegen Geld einzutauschen, denn es handelt sich ja um ein „offizielles“ und somit durchsetzbares Geld, mithin eine „Währung“. Wesentlich für eine Währung ist somit zum einen das „Geld“ an sich als Tauschmedium, zum anderen aber auch die dahinterstehenden Institutionen zur Durchsetzung des Tauschversprechens. Vertrauen ist also die vielleicht wichtigste Eigenschaft und Voraussetzung für eine stabile Währung: Ein bedrucktes Stück Papier wird nur dann im Tausch gegen reale Güter akzeptiert, wenn die Erwartung besteht, dieses Stück Papier seinerseits wieder gegen reale Güter eintauschen zu können.

Im privaten, nicht-anonymen Kontext gibt es Substitute zu offiziellem Geld: so „schuldet“ man manchmal jemandem „einen Gefallen“. Im Prinzip ist das auch eine Art von Währung. Man kann sich darauf verlassen, dass die eine Person der anderen bei nächster Gelegenheit ebenfalls aushilft. Zwar tut man einem Freund nicht primär deshalb einen Gefallen, weil man das Gleiche umgekehrt erwartet, aber es hilft gleichwohl, das Leben beider besser zu organisieren. Und es zeigt sich wiederum an diesem Beispiel, was für Währungen unerlässlich ist: Vertrauen. Dieses Vertrauen entsteht im privaten Kontext durch Reziprozität. Im größeren anonymen Kontext aber muss dieses „Vertrauen“ institutionalisiert werden, damit „Geld“ innerhalb einer Gruppe und eines Gebietes akzeptiert wird. Erst dann sprechen wir von einer „Währung“ und einem Währungsraum, in dem diese Währung gilt.

Zentral für eine Währung ist also zunächst das Geld. Eine Währung ist jedoch, wie beschrieben, weit mehr: Es beinhaltet eine bestimmte rechtliche und institutionelle Ordnung des Geldwesens. Über die Jahrhunderte hinweg haben sich Währungen und Währungssysteme stark verändert, oft kam es zu Währungskrisen und Währungsreformen, zumeist deshalb, weil das Vertrauen in die Stabilität verloren ging. Das wiederum kann sehr unterschiedliche Gründe haben. Das Geld selbst oder die Geldordnung verlieren ihre Funktionen.

In einer Naturalwirtschaft werden Güter und Dienstleistungen direkt gegeneinander getauscht („*barter economy*“), wohingegen in einer Geldwirtschaft Güter und Dienstleistungen zunächst gegen Geld getauscht werden, welches später wiederum gegen andere Güter und Dienstleistungen getauscht werden kann. In einer Geldwirtschaft können die Such- und Transaktionskosten deutlich gesenkt

werden, weil kein bilateraler Tausch Gut gegen Gut mehr erforderlich ist. Man stelle sich den Aufwand vor, der dadurch entsteht, dass jemand, der Brötchen produziert und Milch konsumieren möchte, jemanden finden soll, der Milch produziert und Brötchen konsumieren möchte.

Grundsätzlich definiert sich „Geld“ nach drei wesentlichen Funktionen:

1. Die Funktion als Tauschmittel,
2. Die Funktion der Wertaufbewahrung und
3. die Funktion einer Recheneinheit.

Geld kann also im Prinzip vieles sein: Muscheln, Zigaretten, Goldmünzen oder Banknoten. Eine Geldwirtschaft kann nun entweder Geld verwenden, das selbst einen eigenen intrinsischen Tauschwert besitzt („*commodity money*“), wie etwa Goldmünzen, oder aber selbst keinen eigenen Wert hat („*fiat money*“; von „fiat, lateinisch: es sei!), also nichts mehr ist als bedrucktes Papier.

Menschen sind nur dann bereit, ein bedrucktes Stück Papier gegen reale Güter und Dienstleistungen zu tauschen, wenn die Erwartung existiert, dass dieses Stück Papier von jedem anderen Wirtschaftssubjekt im Tausch gegen reale Güter und Dienstleistungen akzeptiert wird. Es bleibt ein Stück Papier, aber es erhält durch diese Eigenschaft die Funktion eines Tauschmittels.

Die Tauschmittelfunktion hängt unmittelbar an der Geldwertstabilität des Geldes. In Zeiten der Hyperinflation in Deutschland Anfang der 20er Jahre des 20. Jahrhunderts betrug die tägliche (!) Inflationsrate mehrere Tausend Prozent. Geld verlor also innerhalb von Stunden dramatisch an realem Wert – mit der Folge, dass Geld unmittelbar wieder ausgegeben wird, was wiederum zu höherer Inflation und letztlich zum Zusammenbruch der Währung führt, weil Geld gar nicht mehr akzeptiert und beispielsweise durch Zigaretten ersetzt wird.

Die dritte Funktion des Geldes ist jene der Recheneinheit. In der Wirtschaftstheorie bezeichnet man jenes „Gut“, in dem die Tauschrelationen aller anderen Güter ausgedrückt werden, als „*numeraire*“. Der Wirtschaftstheoretiker Leon Walras und später Arrow und Debreu haben gezeigt, dass in einer Marktwirtschaft ein Preisvektor existiert, so dass gleichzeitig alle Märkte „geräumt“, also im Gleichgewicht sind. Interessant ist, dass bei schon bei Walras der Zins explizit als „Wert in Einheiten des „*numeraire*“ bezeichnet wird. Der Zins wird also in Geldeinheiten ausgedrückt und ausbezahlt – ein Umstand, der von einiger Bedeutung ist, wie im Folgenden noch zu zeigen ist.

Für John Maynard Keynes hatte Geld jedoch noch eine darüberhinausgehende Funktion. Die fundamentale Unsicherheit des Lebens und der Zukunft hält Menschen dazu an, liquide Barreserven zu bilden, also Geld aus dem Vorsichtsmotiv zu horten. Keynes begründet damit theoretisch das Phänomen von Unterbeschäftigungsgleichgewichten in monetären Ökonomien. In einem solchen System besteht zugleich die Gefahr, zu viel Geld zu erzeugen und es damit gegenüber realen Gütern und Dienstleistungen zu entwerten. Auch dazu später mehr.

In einem System, in dem Geld einfach nur Papiergeld ist, der reale Tauschwert also in der allgemeinen transaktionalen Akzeptanz von Geld als Tauschmittel liegt, ist Vertrauen in die reale, also in Güter-Äquivalenten gemessene (Tausch-) Wertstabilität von Geld essenziell. Diese wird in modernen Geldökonomien durch ein staatliches Geldmonopol hergestellt und durch die Verpflichtung aller inländischen Wirtschaftssubjekte, dieses Geld als Tauschmittel zu akzeptieren („*legal tender*“). Bedrucktes Papier erhält seine Geldfunktionen dadurch, dass es vom Staat ausgegeben wird und die Akzeptanz gesetzlich verpflichtend ist. Es gibt eine lange dogmengeschichtliche Kontroverse über die Frage, ob Geld nicht auch privat bereitgestellt werden könnte (vgl. hierzu u.a. Hayek).

Da bei einem Papiergeld im Prinzip unendlich viel Geld zu vernachlässigbaren Kosten „gedruckt“ werden kann, muss die Geldmenge von einer Institution gesteuert werden, damit der nominale Nennwert des Geldes einen stabilen realen Tauschwert behält. Diese Institution ist die Zentral- oder Notenbank eines Landes. Ursprünglich die Hausbank des Staates, sind Zentralbanken heute politisch unabhängig, das heißt, der Staat hat keinen direkten Zugriff mehr bzw. der Zentralbank ist direkte Staatsfinanzierung untersagt. Sie sind außerdem zumeist ausschließlich oder vorrangig der Preisniveau- und damit der Geldwertstabilität verpflichtet.

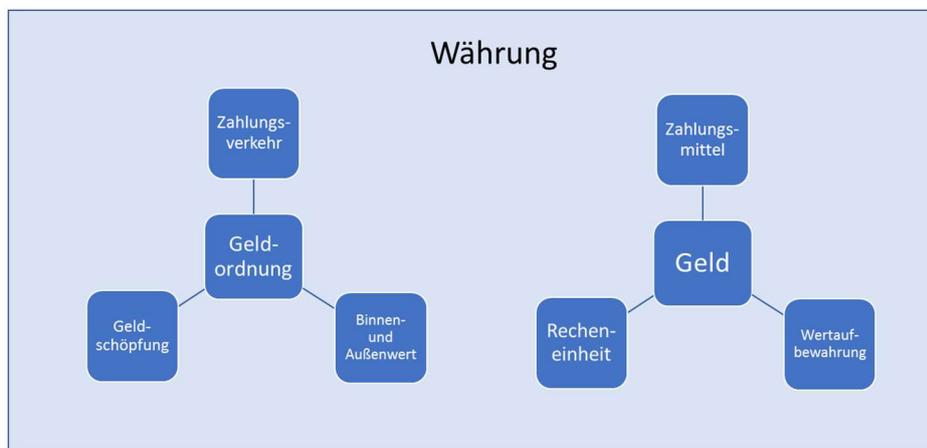
In modernen Geldökonomien existiert ein elastisches Geldangebot. Private Geschäftsbanken können über Kredite zusätzliche Sichteinlagen schaffen. Es gibt daher zwei Geldarten: Zentralbankgeld und Geschäftsbankengeld („*fractional reserve system*“). Geschäftsbanken können daher in jenem Geld zahlungsunfähig werden, das sie selbst nicht schaffen können: Zentralbankgeld. Zentralbanken haben daher die Funktion eines Kreditgebers der letzten Zuflucht („*lender of last resort*“). Ein elastisches Geldangebot ist grundsätzlich deshalb von Vorteil, weil es möglich ist, Investitionen vorzufinanzieren. Umgekehrt besteht das Problem darin, dass zu viel Kredit vergeben wird, was zu Inflation und Übertreibungen führen kann. Den Krediten stehen also (zunächst) keine realen Werte gegenüber, sondern nur ein Schuldversprechen in den Bilanzen von Geschäfts- und Zentralbanken. Früher standen der Geldmenge reale Assets gegenüber, heute sind es die Forderungen gegenüber dem Bankensystem und dem Versprechen, diese wertstabil (jederzeit) gegen reale Werte eintauschen zu können.

Von Währung spricht man jedoch erst im Zusammenhang mit einer Geldordnung. Diese definiert, was Geld ist, wer es schaffen darf, wie der Außenwert bestimmt wird etc. Eine Währung hat daher sehr starken institutionellen und rechtlichen Charakter. Allgemein beinhaltet eine Währung eine Geldordnung bestehend aus (vgl. für eine gute Übersicht: Deutsche Bundesbank, 2019):

- dem Zahlungsverkehr,
- der Geldschöpfung,
- dem Binnen- und Außenwert.

Konkret beinhaltet das die Rolle der Zentralbank und der Geschäftsbanken, der Bankenaufsicht, des Wechselkursregimes etc.

Abbildung 1: Geld und Geldordnung



Quelle: eigene Darstellung.

Diese Geldordnung definiert eine „Währung“ und bestimmt indirekt über Vertrauen, Stabilität und Konvertibilität dessen Innen- und Außenwert. Die meisten modernen Geldordnungen verfügen über politisch unabhängige Zentralbanken, ein Geschäftsbanken-System und ein flexibles Wechselkursregime ohne Devisen- oder Kapitalverkehrsbeschränkungen, welches volle Konvertibilität sichert.

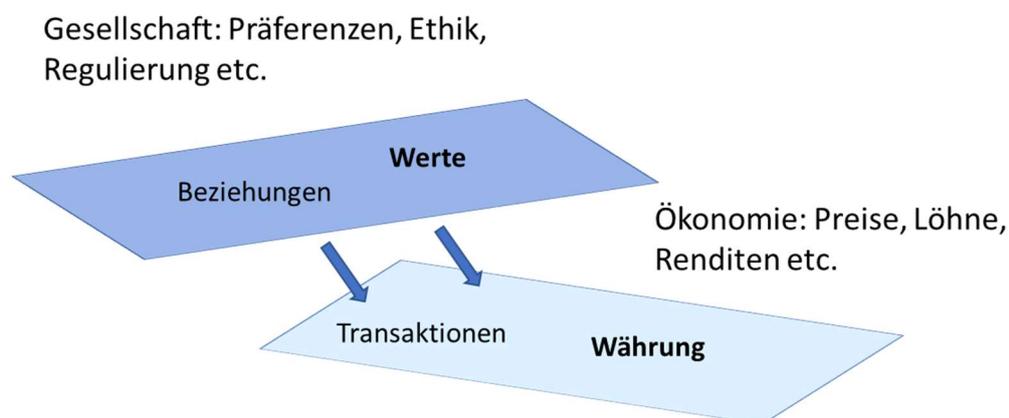
International existieren sogenannte Reservewährungen (nicht zu verwechseln mit Leitwährungen, die in Systemen mit festem Wechselkurs, etwa im Bretton-Woods-System oder im Goldstandard, die Funktion der leitenden Geldpolitik hatten), die aufgrund ihrer Stabilität und Vertrauenswürdigkeit besonders nachgefragt sind. So ist der US-Dollar immer noch die wichtigste internationale Reservewährung vor dem Euro. Rund siebenzig Prozent der existierenden Dollarbestände befinden sich außerhalb der USA. Der US-Dollar erfüllt, obgleich nicht gesetzliches Zahlungsmittel, weltweit am ehesten die drei Geldfunktionen Tauschmittel, Aufbewahrungsmedium und Recheneinheit.

In einem umfassenderen, philosophischen Sinne ist von „Währung“ oft als einem allgemein akzeptierten Wertmaßstab die Rede. Umgangssprachlich hört man oft – nicht zufällig, wie oben beschrieben –, dass „Vertrauen“ eine Währung sei oder Gold. Gemeint ist also etwas, was den letzten Anker, die letzte, gleichsam natürliche Referenz als Wertmaßstab für eine Gesellschaft darstellt. Deshalb spricht man respektvoll von „harten“ Währungen, die dieses Versprechen von Geld als Wertmaßstab glaubwürdig repräsentieren und behaupten. In der Digitalökonomie spricht man immer häufiger von Daten als Währung, weil die User von Plattformen und anderen digitalen Angeboten gewissermaßen mit ihren Daten bezahlen.

Noch allgemeiner kann man sagen, dass gesellschaftliche Werte und Wertvorstellungen, die ihren Ausdruck in Präferenzen, sozialen Normen, politischen Regulierungen und Institutionen finden, sich transaktional in einer privaten Tauschwirtschaft abbilden, also in Währungen ihren Niederschlag

finden. Die Ebene der Werte und Beziehungen bildet sich in die Ebene der Währungen und Transaktionen ab (vgl. Abbildung 2). Wenn sich die Grundlagen einer Gesellschaft verändern, dann ändert sich auch die Währung eines Landes. Gerade die ökonomischen Übergänge waren währungspolitisch häufig kritisch und haben zu Währungskrisen und Währungsreformen geführt.

Abbildung 2: Werte und Währungen



Quelle: eigene Darstellung.

### 3 | Stabilität von Werten und Währungen

Eine Währung ist stabil, wenn die allgemeine Erwartung besteht, dass sie auch in Zukunft noch existiert. Nur dann kann sie ihre Funktionen erfüllen. Für die Stabilität einer Währung braucht es also nicht nur stabiles Geld, sondern die Ordnung des Geldes selbst muss stabil sein. Währungen unterliegen jedoch permanent der Versuchung, sie zu manipulieren oder zu unterlaufen. Von Lenin stammt das Zitat „Wer die Kapitalisten vernichten will, muss ihre Währung zerstören“ oder auch „Der sicherste Weg, ein Land zu destabilisieren, besteht darin, seine Währung zu unterhöhlen“.

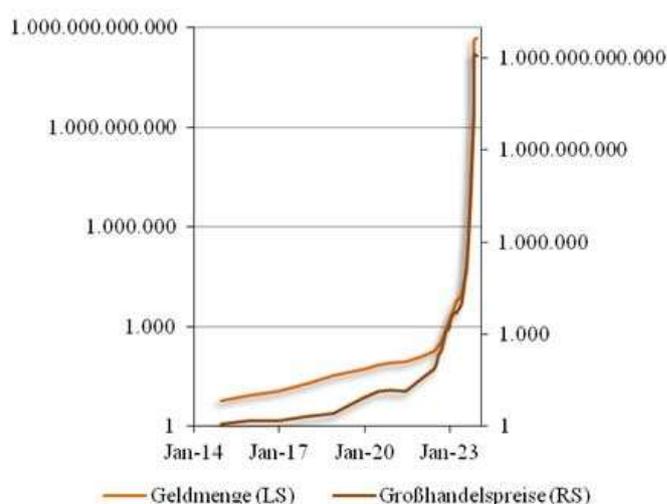
Denn ist das Vertrauen in eine Währung erst einmal zerstört, ist es fast unmöglich, es wiederherzustellen. Fast notgedrungen kommt es dann zu Währungskrisen und Währungsreformen. Oftmals gehen Schuldenkrisen und Inflation voraus. Allein in Deutschland gab es im letzten Jahrhundert vier Währungsreformen. Die erste Währungsreform gab es im Jahr 1923/24, als die Rentenmark die Mark mit einem Umtauschkurs von einer Billion (!) Mark für eine Rentenmark ablöste und damit die Hyperinflation beendete. Die zweite Währungsreform fand 1948 statt, als die Reichsmark durch die D-Mark der Bank deutscher Länder abgelöst wurde, die dritte 1990 durch den Beitritt der ehemaligen DDR zur Bundesrepublik und zur D-Mark und die vierte im Jahr 1999 mit dem

Übergang von der D-Mark zum Euro. Jede dieser Währungsreformen hatte jeweils spezielle Ursachen und Herausforderungen, was zeigt, dass Währungen eine hochkomplexe Angelegenheit sind.

Besonders einschneidend war für Deutschland die Währungsreform 1923/24, die eine Phase der Hyperinflation beendete. Allein im Jahre 1923 stieg das Preisniveau um den Faktor eine Milliarde (vgl. Abbildung 3). Hyperinflationsprozesse sind, sobald sie einsetzen, praktisch nicht mehr zu stoppen, sie entfalten exponentiell ihre zerstörerische Wirkung auf Wirtschaft und Gesellschaft und haben erhebliche soziale und politische Folgen. Die Kriegsanleihen und Reparationszahlungen standen am Beginn einer Inflationsspirale, in deren Folge die Weimarer Republik stark unter Druck geriet. Gleiches und noch in stärkerem Maße galt dann für die später einsetzende Deflation.

Abbildung 3: Die deutsche Hyperinflation

Geldmenge (in Millionen Mark) und Index der Großhandelspreise  
1914 bis Ende 1923, logarithmischer Maßstab



Quelle: Graham, F.D. (1967 [1930]), Exchange, Prices and Production in Hyper-Inflation, 1920 – 1923, S. 13, Zahlen zu Geldentwertung in Deutschland ^914 bis 1923, Statistisches Reichsamt.

### 3.1 FLUCH UND SEGEN DES „FIAT MONEY“

Heutzutage ist Geld nichts anderes als eine abstrakte „Forderung“ des „Publikums“ (Nichtbankensektors), also von privaten Haushalten, Unternehmen und des Staates, gegenüber dem Bankensektor, der aus der Zentralbank und den Geschäftsbanken besteht. „Geld“ existiert somit als Zentralbankgeld (Forderung gegenüber der Zentralbank) und Geschäftsbankengeld (Forderung gegenüber Geschäftsbanken). Geld kann also geschaffen werden, indem – vereinfacht gesprochen –

die Zentralbank Kredite an Geschäftsbanken vergibt oder Schuldtitel aufkauft, oder Geschäftsbanken Kredite an das Publikum vergeben oder Schuldtitel aufkaufen.

Zentralbanken können heutzutage in einem Papiergeldsystem, das nicht mehr durch Gold, Devisen o.ä. gedeckt sein muss, im Prinzip „unendlich“ viel Geld schaffen. Genau dies bedeutet Fluch und Segen einer Papiergeldwährung zugleich. In Krisen kann die Zentralbank zusätzliche Liquidität bereitstellen, um die einsetzende Panik zu verhindern. Im Jahr 2012 nutzte der damalige EZB-Präsident Mario Draghi genau diese *Lender-of-last-resort*-Funktion, um mit der berühmt gewordenen Aussage „*Whatever it takes*“ die Märkte zu beruhigen. Die Zentralbank ist die einzige Institution, die im Prinzip unbegrenzt Liquidität schaffen kann. Erst dadurch beruhigten sich die Märkte und die Euro-Krise kam zur Ruhe (ohne allerdings die eigentlichen Ursachen der Krise damit beseitigt zu haben).

Der Fluch liegt gleichsam in dem Segen begründet: Die Fähigkeit, einfach aus dem Nichts Geld zu schöpfen, ruft natürlich den Staat auf den Plan. Die Versuchung, die Zentralbanken, die historisch aus den Hausbanken der Staaten entstanden sind, als Finanziers von öffentlichen Ausgaben zu zweckentfremden, hat bis heute Bestand. So verwundert es nicht, dass die beiden größten Gefahren für Währungskrisen (Staats-) Schulden und Inflation sind. Es gibt immer gute Gründe, die Zentralbanken für kurzfristige Aufgaben in Anspruch zu nehmen, die langfristigen Gefahren für Vertrauen und Stabilität werden dabei meistens unterschätzt. Es ist daher keine allzu gewagte Prognose, dass Währungskrisen und Währungsreformen auch in Zukunft stattfinden werden.

Grundsätzlich gibt es eben diese zwei großen Gefahren für die Stabilität einer Währung. Erstens kann es gerade durch kreditfinanzierte Übertreibungen zu Schuldenkrisen kommen, zweitens können Inflationsprozesse die Geldwertstabilität zerstören. Denn Geld ist nichts anderes als ein Anspruch an das nominale Sozialprodukt. Nach einer einfachen quantitätstheoretischen Vorstellung führt zu viel Geld irgendwann zu Inflation, da sich die realen Mengen nicht mehr erhöhen können, sondern nur noch die Preise. Derzeit jedoch scheint die Quantitätsgleichung nicht mehr zu stimmen. Das viele Geld der Zentralbanken verschwindet in der Geldhortung oder treibt die Vermögenspreise nach oben, es geht aber nicht in die Güterpreise. Der Geldüberhang steigt jedoch und kann irgendwann inflationswirksam werden. Schon jetzt aber hat die Vermögenspreisinflation dazu geführt, dass sich der Wert von Geld gegenüber anderen monetären und nicht-monetären Assets reduziert hat: Die gleiche Menge Geld kauft heute weniger Aktien oder Häuser.

### Die Hamburger Bankenkrise im 19. Jahrhundert

Eine der ersten Bankenkrisen gab es in Hamburg, wo sich ähnlich wie in Norditalien um den Handel herum ein modernes Bankensystem entwickelt hatte. Die Hamburger Banken waren in der Finanzierung der Napoleonischen Kriege engagiert. Als Napoleon einige Schlachten verlor, fürchteten die privaten Kunden um ihre Einlagen. Sie standen Schlange, um sie von ihren Banken abziehen. Diese waren jedoch wegen der vergebenen Kredite nicht in der Lage, alle Einlagen auszuzahlen. Banken drohten insolvent zu gehen, was die Panik unter den privaten Einlegern noch zusätzlich verschärfte. Dieser Vorgang findet als Muster immer und immer wieder bei Banken- oder Finanzkrisen statt.

Die Hamburger Bankenkrise wurde schließlich dadurch beendet, dass der Hilferuf Richtung Habsburg (nachdem vergeblich Preußen um Hilfe gebeten worden war) erhört wurde. Habsburg schickte einen Wagen voller Gold nach Hamburg, das ausgereicht hätte, alle Ansprüche der Kunden zu decken. Die Panik hörte unmittelbar auf, niemand wollte indes die Einlagen abziehen. Auch dies übrigens ein Muster, das immer wieder auftritt, unter anderem in der Eurokrise, aber dazu später mehr.

Die Pointe der Geschichte: Später kam heraus, dass auf dem Wagen aus Habsburg wohl gar kein Gold gewesen war. Allein die wirksame Illusion des Geldes verleiht ihm also Stabilität. Dies ist zugleich die unvergängliche Lehre und das eherner Gesetz der Währungsgeschichte.

## 4 | Die Zukunft der Währungen

Die Stabilität von Währungen ist vielschichtig. Solange Währungen als stabil angesehen werden, sind sie es, und die Gefahr, dass es einmal nicht mehr so sein könnte, wird regelmäßig unterschätzt – bis es zu spät ist. Denn Währungen, so die historische Erfahrung, waren immer wieder aus unterschiedlichen Gründen bedroht. Die größte Gefahr besteht darin, eine stabile Währung für bestimmte kurzfristige Interessen auszunutzen, Finanzierungsspielräume zu schaffen, Realtransfers zu organisieren, Abwertungsvorteile oder *Terms-of-trade*-Effekte im Außenhandel zu erzielen.

Weil die Stabilität von Währungen von verschiedenen institutionellen, politischen und ökonomischen Faktoren abhängt, muss man sich permanent um deren Stabilität bemühen. „This time is different“ ist ein berühmt gewordener Ausspruch, der Ereignissen zuspricht, historisch neu zu sein und deshalb anders bewertet werden zu müssen. Tatsächlich kommen gerade politische, ökonomische und institutionelle Krisen in immer neuem Gewand; ihre Ursachen ähneln sich aber zumeist stark. So ist die empirische und theoretische Literatur zu unterschiedlichen Ausprägungen und Ursachen von Währungs- und Finanzkrisen sehr groß (vgl. z.B. Charles Kindleberger und Barry Eichengreen).

Die gegenwärtigen Umbrüche und die Coronakrise stellen nicht zuletzt auch die Stabilität von Währungen vor neue Herausforderungen. Im Folgenden werden zehn aktuelle Fragen näher analysiert, die entweder die Geldfunktionen selbst oder die Geldordnung betreffen:

1. Wann werden Staatsschulden kritisch?
2. Kann der Staat alles finanzieren?
3. Woher kommt das neue Wachstum?
4. Kommt die Inflation zurück?
5. Was passiert mit den Zinsen?
6. Sehen wir das Ende der politischen Unabhängigkeit von Zentralbanken?
7. Bleibt der Euro stabil?
8. Was passiert mit dem internationalen Währungssystem?
9. Wird die Klimakrise zur Finanzkrise?
10. Wird es noch Bargeld oder nur noch Digitalgeld geben?

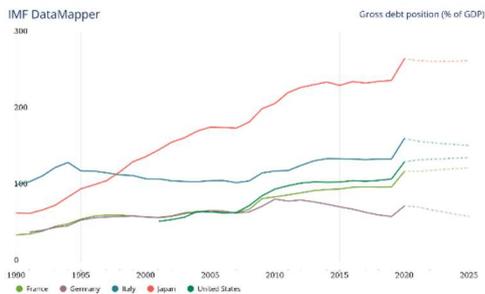
Wie in den ersten beiden Studien spielen auch hier die Digitalisierung, die Dekarbonisierung und die Demografie eine wesentliche Rolle. Darüber hinaus wird die Corona-Pandemie in den kommenden Monaten und Jahren wohl bedeutsam sein für die praktizierte Geld- und Fiskalpolitik und somit für die Stabilität von Währungen. Eine der wichtigsten Fragen wird sein: Was machen die geld- und die fiskalpolitischen „Bazooka“- und „*What-ever-it-takes*“-Strategien mittelfristig mit den Währungen?

#### 4.1 WANN WERDEN STAATSSCHULDEN KRITISCH?

Eine Frage dominiert angesichts der gigantischen Mittel, die der Staat im Zuge der Corona-Pandemie nicht nur in Deutschland, sondern weltweit zur Verfügung stellt, derzeit die wirtschaftspolitische und wirtschaftstheoretische Debatte: Wo liegen die Grenzen der Staatsverschuldung, wie gefährlich ist diese für nachfolgende Generation und ist am Ende sogar die Stabilität von Währungen bedroht? Denn sehr hohe (Staats-) Schulden haben sehr oft über Schulden-, Banken- und Finanzkrisen am Ende auch Währungskrisen ausgelöst.

Die Staatsschuldenquoten, also die absoluten Staatsschulden im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, werden als Folge der Corona-Pandemie und diesbezüglicher staatlicher Hilfen praktisch überall auf der Welt ansteigen (vgl. Abbildung 4). In der empirischen Wirtschaftsforschung gibt es keine kritischen Werte an Staatsschuldenquoten, ab denen die Schuldentragfähigkeit generell problematisch wird. Nach Arbeiten der Ökonomen Kenneth Rogoff und Carmen Reinhart können Staatsschuldenquoten ab 100 Prozent als kritisch gelten, insbesondere dann, wenn ein Staat überwiegend in Fremdwährung und im Ausland verschuldet ist. Dann nämlich ist der Weg versperrt, um zwecks Schuldentilgung die eigene Notenpresse anzuwerfen oder die eigenen SteuerzahlerInnen zur Kasse zu bitten.

Abbildung 4: Anstieg der Staatsschuldenquoten durch Corona



Quelle: IMF Fiscal Monitor, Oktober 2020.

Im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie wird oft gefragt, ob und wie lange der Staat sich die hohen Ausgaben leisten könne. Die erste Antwort ist: ja, er kann. Denn tatsächlich bedeutet die Corona-Krise, dass in der Gegenwart stark umverteilt werden muss zwischen jenen, die noch arbeiten dürfen und Einkommen erzielen, und jenen, die kein Einkommen mehr erwirtschaften. Die damit verbundene Umverteilung organisiert der Staat, der sich zu diesem Zweck verschuldet. Irgendwann später muss der Staat rückumverteilen. Es finden also zwei Umverteilungen zu verschiedenen Zeitpunkten statt. Es findet jedoch keine Lastenverschiebung in die Zukunft statt. Zumindest Deutschland kann sich derzeit sehr günstig verschulden. Anleger bieten also dem deutschen Staat an, die Rückzahlung der Schulden über sehr lange Zeiträume zu sehr niedrigen Zinsen zu strecken. Es besteht dadurch die Möglichkeit, sogar aus den Schulden herauszuwachsen.

Ein methodisches Problem von Staatsschuldenquoten besteht zudem darin, dass die Staatsschulden eine sogenannte Bestandsgröße sind und das Bruttoinlandsprodukt eine sogenannte Stromgröße ist. Eine Schuldenquote von 100 Prozent würde also rein rechnerisch bedeuten, dass ein Land das Bruttoinlandsprodukt eines gesamten Jahres bräuchte, um die Staatsschulden „zurückzuzahlen“, ohne währenddessen auch nur etwas konsumieren oder investieren zu können. Das ist offensichtlich keine hilfreiche Interpretation, denn irgendjemand hält ja die Staatsschulden in Form von Anleihen, so dass den Verbindlichkeiten in gleicher Höhe Forderungen gegenüberstehen, der Finanzierungssaldo also (jedenfalls in einer geschlossenen Volkswirtschaft) *per definitionem* immer ausgeglichen ist. Insoweit handelt es sich bei Staatsverschuldung im Wesentlichen um eine Umverteilung zwischen Steuerzahlern, von denen der Staat Geld bekommt, und den Anlegern, an die der Staat das Geld bezahlt. Vor diesem Hintergrund wird vorgeschlagen, die Zinszahlungen des Staates als Stromgröße ins Verhältnis entweder zum Bruttoinlandsprodukt oder zu den Steuereinnahmen jeweils als Stromgröße zu setzen, weil dies die wahre Umverteilungslast der Staatsschulden in ein angemessenes Verhältnis setzen würde. Daran gemessen sind die höheren Staatsschulden zumindest für Deutschland derzeit unproblematisch, weil aufgrund der Negativzinsen für deutsche Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren die Zinslast im Verhältnis zum Steueraufkommen sogar fällt.

Noch ein anderes, ebenfalls mit den niedrigen Zinsen zusammenhängendes Argument wird gegen die These von schädlichen Staatsschulden vorgebracht. Wenn der Realzins auf Staatsschulden geringer ist als die reale Wachstumsrate der Volkswirtschaft, dann wachsen die Staatsschulden langsamer als das Bruttoinlandsprodukt und die Staatsschuldenquote sinkt sogar mit der Zeit. Die Volkswirtschaft wächst gewissermaßen aus den Schulden heraus. Die Schulden werden also faktisch nie zurückbezahlt, sondern immer wieder in die Zukunft vorgetragen. Mit den heute getätigten, günstig refinanzierten Investitionen lassen sich sogar hohe Renditen für zukünftige Generationen erzeugen, etwa in der Bildung oder im Klimaschutz.

#### Kasten: Was bedeutet $r < g$ ?

Thomas Piketty wies vor einigen Jahren in seinem Buch „Das Kapital im 21. Jahrhundert“ darauf hin, dass empirisch oftmals  $r > g$  gegolten habe, der Zins auf Kapital also größer sei als die reale Wachstumsrate des Einkommens insgesamt. Folglich müsse das Kapitaleinkommen schneller wachsen als das Arbeitseinkommen.

Nun hat vor allem der Ökonom Olivier Blanchard die Ungleichung  $r < g$  als Argument vorgetragen, Staatsschulden seien unter diesen Bedingungen zwar nicht völlig unbedenklich, aber die Spielräume doch erheblich größer. Man könne also aus den Schulden herauswachsen. Damit wäre das sogenannte Äquivalenz-Theorem von Ricardo und in neuerer Interpretation von Robert Barro aufgehoben, wonach jeder heutigen Staatsverschuldung zukünftige Steuerzahlungen gegenüberstünden. Barro hat in einem jüngeren Papier jedoch darauf hingewiesen, dass es sich bei  $r < g$  nicht um eine statische Relation handle, sondern um eine, die sich über die Zeit verändern könne und zudem Erwartungsgrößen beinhalte. Wenn sich schon die Erwartungen ändern, kann eine solche günstige Konstellation also schnell einmal kippen...

Und tatsächlich gilt derzeit für viele Länder, dass die Staatsanleihen als relativ sichere Anlage („safe asset“) buchstäblich hoch im Kurs stehen, sich die Staaten also günstig am Kapitalmarkt refinanzieren können. Ein Problem ist derzeit jedoch, dass auch die Zentralbanken viele dieser Staatsanleihen aufkaufen, was zum einen ordnungspolitisch problematisch ist und zum anderen beutet, dass für die Anleger aus dem Privatsektor die sicheren Anlagen in den Portfolios knapp werden und auch deshalb der Preis der Anleihen steigt.

Hinzu kommt, dass „ $r$ “ hier nur der Zins auf Staatsanleihen ist. Tatsächlich kann, worauf Ricardo Reis hinweist, ebenso gelten, dass  $r < g < m$ , wobei „ $m$ “ die Rendite auf private Investitionen ist. Der Staat würde demnach mit seinen Schulden sehr wohl rentierliche private Investitionen verdrängen („*crowding-out*“). Umgekehrt bedeutet  $r < m$  jedoch nicht, dass die staatlichen Investitionen eine geringere volkswirtschaftliche Rendite haben als die privaten, denn durch das geringere Risiko der Staatsanleihen haben diese einen Finanzierungsvorteil. Es ist also komplexer...

**Fazit:** Der Corona-bedingte Anstieg der Staatsschulden stellt für Deutschland kein größeres langfristiges Problem dar. Die intergenerative Lastenverschiebung ist relativ gering, auch dank der niedrigen Zinsen. Die Lasten der Krise werden im Wesentlichen in der Gegenwart getragen. Intergenerative Lasten entstehen aber durch ausgefallene Bildung junger Menschen. Eine generelle Neubewertung von Staatsschulden ist jedoch kritisch zu sehen. Zwar bestehen tatsächlich größere Spielräume, aber Staatsschulden haben nach wie vor Grenzen. Eine nachhaltige Finanzpolitik bleibt für stabile Währungen entscheidend. Denn die Wünsche der Politik sind erfahrungsgemäß grenzenlos.

#### 4.2 MODERN MONETARY THEORY: KANN DER STAAT SICH JETZT ALLES LEISTEN?

Eine neue „Theorie“ hat zuletzt die öffentliche Debatte erreicht: die Modern Monetary Theory. Sie geht zurück auf die postkeynesianische Finanzierungstheorie u.a. von Abba Lerner („*functional finance*“). Die neue Protagonistin heißt Stephanie Kelton (*The Deficit Myth*, 2020). Tatsächlich handelt es sich eher um eine Fiskaltheorie als um eine Geldtheorie. Der Staat nämlich könne und solle sich alle Investitionen und Staatsausgaben generell leisten, die nötig sind, um Vollbeschäftigung herzustellen. Jede Unterauslastung wäre gleichbedeutend mit einer Verschwendung knapper realer Ressourcen und somit nicht wohlfahrtsoptimal. Eine Geldtheorie wird daraus, indem gefordert wird, die Zentralbanken sollten die Finanzierung bereitstellen, solange es nicht zu Inflation komme und private Investitionen durch den Staat verdrängt würden. Vollbeschäftigung und Zielinflation können und sollen in der Welt der Modern Monetary Theory also gemeinsam durch Fiskal- und Geldpolitik angesteuert werden.

Mit dieser Idee ist jedoch noch keine Fiskalregel begründet und schon gar nicht eine Theorie darüber, wie die Staatsausgaben verwendet werden sollen. Die Verwendungsseite, v.a. die Frage, ob Investitionen oder Konsum finanziert werden, ist jedoch sehr wichtig für die realwirtschaftliche Entwicklung von Volkswirtschaften.

*Fazit: Die Modern Monetary Theory ist gewiss eine interessante Theorie, die unter bestimmten (Parameter-) Konstellationen ihre Berechtigung hat, sie bleibt aber als echte Theorie unvollständig und mit Vorsicht zu betrachten. Der Staat ist gut beraten, nach Corona zu einer nachhaltigen Finanzpolitik zurückzukehren, allerdings ohne zu schnell zu konsolidieren oder gar die Steuern zu erhöhen. Dem Corona-Schock darf kein Fiskalschock folgen.*

#### 4.3 WOHER KOMMT DAS WACHSTUM?

Gerade nach der Corona-Krise stellt sich die Frage, wie schnell sich die Wirtschaft erholen und auf einen Wachstumspfad zurückkehren wird. Das hat letztlich auch Implikationen für die Währungsstabilität. Hohe Schulden werden nur dann strukturell tragfähig bleiben, wenn ihnen eine leistungsstarke Wirtschaft gegenübersteht. Ein robustes Wachstum sowie eine hohe Anpassungs- und

Innovationsfähigkeit sind ein wesentlicher Stabilitätsfaktor von Volkswirtschaften, denn sie spiegeln gesunde Fundamentaldaten wider.

Die Corona-Krise hat zudem mitnichten eine vorher perfekte Welt getroffen. Im Gegenteil: Große Umbrüche, v.a. die Digitalisierung und der Klimawandel, führen schon länger zu disruptiven Veränderungen. Vermögen wird umgewertet, neues Wachstum muss erschlossen werden (vgl. die Studien Nr. 1 und Nr. 2 der Donner&Reuschel/HWWI-Reihe). Hinzu kommt der demografische Wandel, der in Deutschland und Europa das Potenzialwachstum in den kommenden Jahren verringern wird. Vor diesem Hintergrund ist eine Struktur- und Wachstumspolitik nach der Krise dringend angezeigt. Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie in Infrastruktur und Bildung sind vordringlich.

*Fazit: Die Wirtschaftspolitik sollte nach Überwindung der Corona-Pandemie ihr Augenmerk auf nachhaltiges Wachstum und Strukturerneuerung legen. Denn es droht eine sklerotische Wirtschaft, die sich durch die Lasten der Krise und den Aufbau an Staatschulden selbst Fesseln angelegt hat.*

#### 4.4 FINANZIELLE REPRESSION: (WANN) KOMMT DIE INFLATION ZURÜCK?

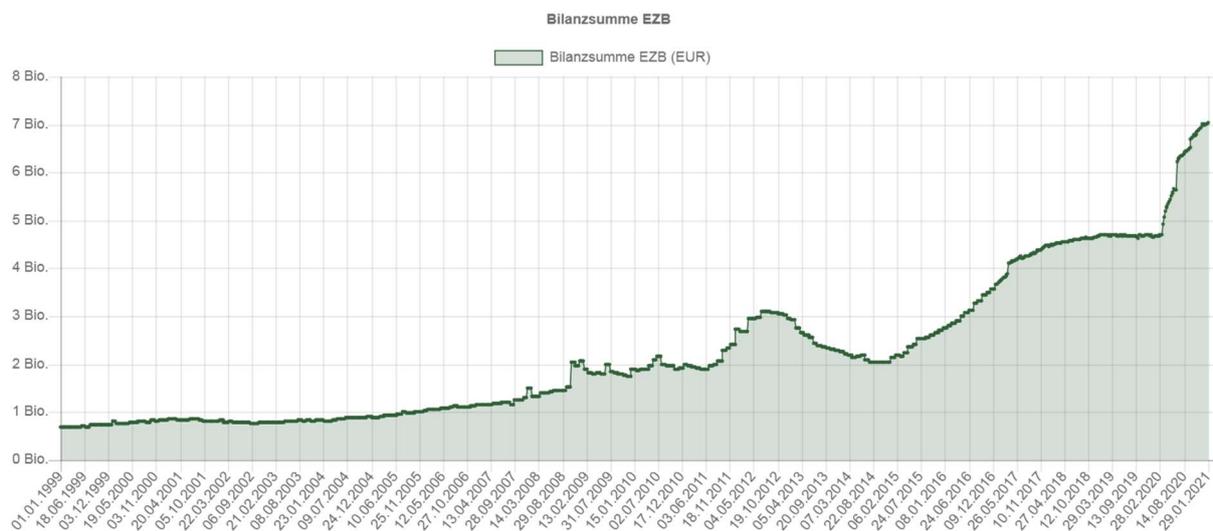
Eine der wichtigsten Ursachen von Währungsturbulenzen und Währungsreformen ist historisch betrachtet die Inflation. Die große deutsche Hyperinflation Anfang der 20er Jahre des letzten Jahrhunderts hat gezeigt, wie gefährlich Inflation sein kann und wie vielschichtig das Zusammenspiel der Faktoren ist, welches eine Hyperinflation begünstigt (vgl. Gerald D. Feldman, *The Great Disorder*). Das zeigt zugleich, wie komplex und vielschichtig die Stabilität von Währungen ist. Zurecht wird in dem Buch von Feldman von „großer Unordnung“ gesprochen, denn tatsächlich handelt es sich genau um eine solche Unordnung, die sowohl durch unkontrollierte Inflation verursacht wird, als auch die Inflation weiter begünstigt. Feste nominale Löhne und Renten werden durch unerwartete Inflation entwertet, die dadurch ausgelösten Verteilungskonflikte stellen eine erhebliche Belastung für Gesellschaften dar.

Die Lehre für die Geldpolitik ist, dass nicht sie allein für stabile Währungen sorgen kann – zumal in Zeiten politischer Konflikte und ökonomischer Verwerfungen. Das Problem mit der Inflation ist weniger deren absolute Höhe, sondern vielmehr der Anstieg der Inflationsraten, der dazu führt, dass die Inflationserwartungen aus dem Ruder laufen und dadurch die tatsächliche Inflation steigt und steigt. Doch fast noch kritischer für Zentralbanken als eine hohe Inflation ist die Deflation. Sie ist schwer zu bekämpfen, weil die Erwartung fallender Preise zu einem Aufschieben von Ausgaben führt, wodurch die Deflation noch verschärft wird. Das gegenwärtige Beispiel für eine Deflation ist Japan, wo angesichts der demografischen Alterung, des geringen Produktivitätswachstums und trotz der hohen Staatsverschuldung und sehr expansiver Geldpolitik die deflationären Tendenzen kaum nachhaltig zu überwinden sind. Interessant ist, dass Deutschland nach der großen Hyperinflation, die sich in das kollektive Gedächtnis eingebrannt hat und bis heute die währungs- und geldpolitische Stabilitätskultur

und die Inflationsangst prägt, in eine Phase der Deflation geriet, verschärft noch durch die öffentliche Sparpolitik Brüning. Anfang der 30er Jahre entstand dann, begünstigt durch die überschwappende Große Depression in den USA, die Deutsche Bankenkrise. John Maynard Keynes hatte in seinem Buch „*The Economic Consequences of the Peace*“ bereits im Anschluss an die Versailler Verträge auf viele der dann folgenden Entwicklungen aufmerksam gemacht.

Im Moment droht in Deutschland und in der Eurozone keine überbordende Inflationsgefahr, obgleich die Zentralbankgeldmenge in den Krisen der vergangenen Jahre stark gestiegen ist (vgl. Abbildung 5). Die Europäische Zentralbank (EZB) hat seit Jahren eher das Problem, das Inflationsziel von „unter, aber nahe zwei Prozent“ zu erreichen. Die hohe Liquidität (an Zentralbankgeld) „verschwindet“ zum Teil durch Hortung von Unternehmen, privaten Haushalten und Banken. Der vom Monetarismus postulierte Zusammenhang, dass eine steigende Geldmenge bei gegebenem Güterangebot zu Inflation führe, gilt nicht, wenn das Geld aus dem Vorsichtsmotiv als liquideste Anlage gehalten wird. Es kann aber schnell inflationswirksam werden, wenn die Pandemie vorbei ist und der Geldüberhang zu steigenden Güterpreisen führt, weil die monetäre Nachfrage das reale Güterangebot übersteigt. Zudem könnte das globale Güterangebot nach der Pandemie weniger elastisch sein. Zunehmende Deglobalisierung, der Umbau von Lieferketten oder verschärfte Verteilungskonflikte, in denen durch höhere Nominallohnforderungen reale Ansprüche durchgesetzt werden sollen, können inflationäre Prozesse verstärken.

Abbildung 5: Zentralbankgeldmenge und Inflationserwartungen



Quelle: Tagesgeldvergleich.net, EZB 2021.

Ein weiterer Teil der Liquidität wird an den internationalen Kapitalmärkten investiert und führt zu steigenden Vermögenspreisen, etwa bei Aktien oder Immobilien. Diese Vermögenspreisinflation wird nicht adäquat durch den Warenkorb abgedeckt, der dem Verbraucherpreisindex zugrunde liegt. Geld als die liquideste Anlageform verliert also an Wert gegenüber fast allen anderen Anlageformen. Ein Euro kauft zwar fast noch genauso viele reale Güter und Dienstleistungen wie vor einigen Jahren, die reale Kaufkraft hat sich also kaum verändert, aber immer weniger reales Vermögen. Dies zeigt sich besonders bei Wohnimmobilien, eine für private Haushalte wichtige Anlageform (vgl. Abbildung 6). Die dadurch induzierten Vermögensumverteilungseffekte sind sozial bedenklich, insbesondere für jüngere Menschen, die Vermögen bilden wollen und sollen.

### **Exkurs: Determinanten des Wachstums**

#### **Faktorgebunden**

**Physisches Kapital:** Dieser Bereich umfasst alle von Menschenhand geschaffenen materiellen Produktivressourcen. Auf privatwirtschaftlicher Ebene zählen hierzu etwa Fertigungsmaschinen, EDV, Fahrzeuge und jegliche Arten von Produktionsanlagen. Auf öffentlicher Ebene umfasst dies vor allem den Bereich der physischen Infrastruktur. Produktivitätssteigerungen können unmittelbar durch Qualitätsverbesserungen bei solchen Kapitalgütern verursacht werden.

**Humankapital:** Hierunter wird das Leistungspotenzial der Arbeitskräfte in einer Ökonomie gefasst. Neben den vorhandenen physischen Fähigkeiten wird es wesentlich durch den Vorrat an tätigkeitsspezifischem Wissen und Erfahrung in der Erwerbsbevölkerung bestimmt. Es beruht damit einerseits auf formellen Bildungs- und Ausbildungsprozessen, andererseits auf informeller Wissensaneignung durch „learning-by-doing“. Steigerungen im Pro-Kopf-Einkommen können in diesem Bereich zum einen durch die Aktivierung „stiller Reserven“ (d.h. der Erhöhung des Erwerbstätigenanteils in der erwerbsfähigen Bevölkerung), zum anderen durch Verbesserungen im Ausbildungsgrad der Erwerbsbevölkerung erzielt werden.

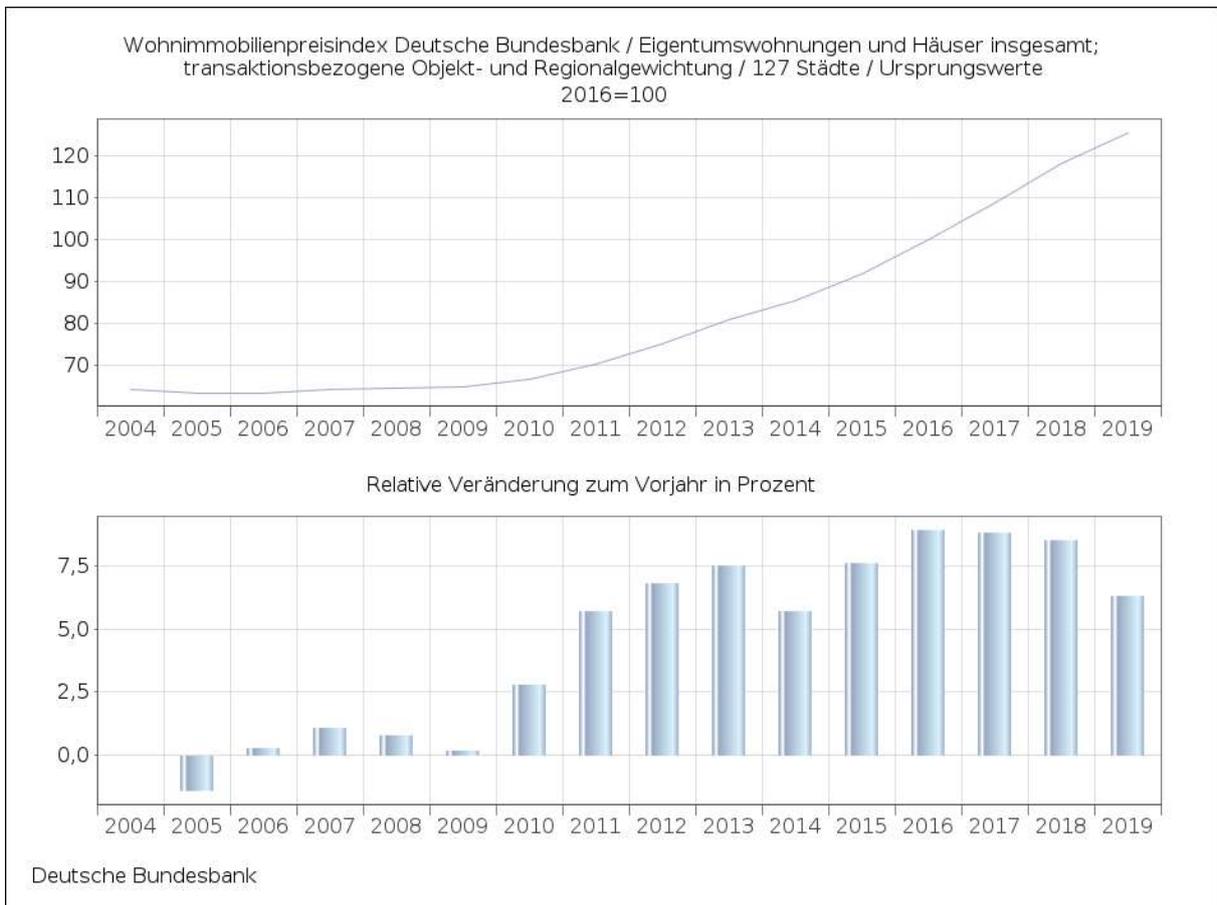
**Natürliche Ressourcen:** Dieses Segment beinhaltet alle naturgegebenen Produktivressourcen. Neben der Rolle des Produktionsfaktors Boden und der darin befindlichen Rohstoffe können hierunter auch als Lebendressourcen genutzte Pflanzen, Tiere und Ökosysteme sowie die mit natürlichen Quellen verbundenen energetischen Potenziale gefasst werden. Ereignisse wie die Entdeckung neuer Bodenschätze können in diesem Zusammenhang wachstumsfördernd wirken, Veränderungen in den natürlichen Produktionsbedingungen, wie sie etwa im Zusammenhang mit Klimawandel auftreten können, unter Umständen wachstumshemmend.

#### **Faktorungebunden**

**Ideen / Innovation:** Neben Verbesserungen bei den Produktionsfaktoren werden zu einem großen Teil neue Ideen und daraus abgeleitete Innovationen als Triebfeder für nachhaltiges Produktivitätswachstum angesehen. Dies umfasst zum einen die Entwicklung neuer Produkte

(Produktinnovationen), zum anderen Verbesserungen im Bereich des Zusammenwirkens der Produktionsfaktoren (Prozessinnovationen). Innovation ist dabei nicht allein auf den physischen Fertigungsprozess beschränkt (d.h. technischer Fortschritt im engeren Sinne), sondern beinhaltet auch Verbesserungen in den institutionellen Rahmenbedingungen von Produktion, etwa in Form von Gesetzesänderungen oder neuen gesellschaftlichen Organisationsformen.

Abbildung 6: Entwicklung der Wohnimmobilienpreise



Quelle: Deutsche Bundesbank 2020.

**Fazit:** *Noch ist die Inflation unter Kontrolle. Die Coronakrise erzeugt allerdings einige strukturelle Veränderungen, die kurzfristig für deutlich anziehende Preissteigerungsraten sorgen werden. Offen ist, ob diese Tendenz zu langfristig steigenden Inflationserwartungen führt. Historische Erfahrungen aber zeigen, dass Inflationserwartungen sich schnell verändern und rapide ansteigen können. Dann wieder die Inflation unter Kontrolle zu bekommen, ist extrem schwierig. Insofern besteht gerade heute die Gefahr, das Inflationspotenzial zu unterschätzen.*

#### 4.5 WANN KOMMEN DIE ZINSEN ZURÜCK?

Vielfach hört man das Argument, die Negativzinsen seien Ausdruck einer schwachen Währung oder gar einer gestörten Geldordnung. Diese Aussage bedarf einer differenzierten Betrachtung, denn die Negativzinsen sind eine Kombination unterschiedlicher Einflussfaktoren. Es ist zwar richtig, dass die Zentralbanken stark auf den Geld- und Vermögenmärkten intervenieren und sogar in die Zinsstrukturkurve manipulativ eingreifen, um auch das lange Ende des Marktes zu erreichen. Das insgesamt sehr niedrige Zinsniveau hat jedoch primär realwirtschaftliche Ursachen. Die weltweite Ersparnis ist nicht zuletzt aufgrund demografischer Faktoren – viele Ökonomien altern demografisch, weshalb sie verstärkt vorsorgen – sehr hoch, während die Nachfrage nach Investitionen aus dem Unternehmenssektor eher gering ist. Einerseits besteht eine hohe – auch (geo-) politisch begründete – Investitionsunsicherheit. Zudem ist im digitalen Zeitalter die Kapitalintensität (Stichwort: *intangible assets*) niedriger als im Industriezeitalter, als die Unternehmen viele Maschinen und Fabriken benötigten, um ihre Produktion auszuweiten. Nach der gängigen Zinstheorie („*loanable funds*“) führt nun ein hohes Angebot an „ausleihbaren“ Mitteln (Ersparnis) und eine geringe Nachfrage nach solchen Mitteln (Investitionen) zu einem geringen Zinsniveau, unabhängig von unterschiedlichen Risikopräferenzen und Investitionsrisiken.

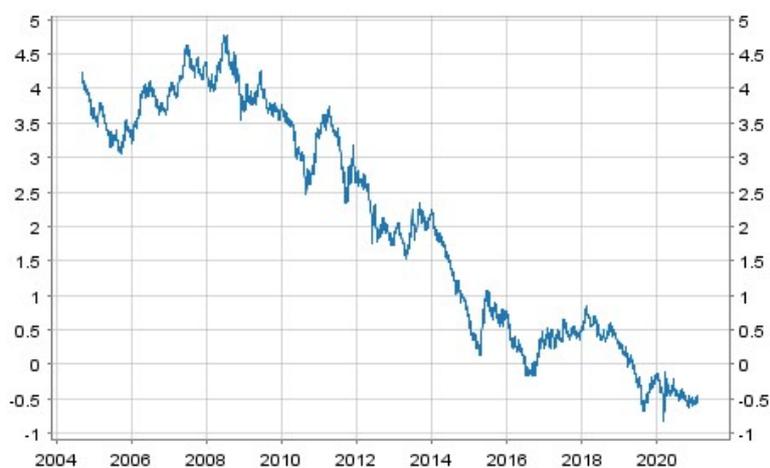
Nun ist der kurzfristige risikolose Nominalzins seit einiger Zeit bei nahe null, Geschäftsbanken zahlen bei der Europäischen Zentralbank sogar einen Negativzins für ihre Reserven. Auch Käufer deutscher Staatsanleihen akzeptieren seit Jahren negative Nominalverzinsungen und Renditen (vgl. Abbildung 7). Geldpolitik operiert damit an der gefürchteten Nullzinsgrenze („*zero lower bound*“). Die Theorie besagt, dass der Nominalzins nicht unter die Nulllinie fallen kann, da Geld immer in Form von Bargeld „unter dem Kopfkissen“ aufbewahrt werden kann, wodurch der reale Kaufkraftverlust auf die Höhe der Inflation begrenzt wird. Diese Situation wird auch als „Liquiditätsfalle“ bezeichnet. Sie geht auf John Maynard Keynes zurück, obgleich dieser den Begriff nie explizit benutzte. In der Liquiditätsfalle führt eine weitere Ausweitung der Geldmenge nicht mehr zu einer weiteren Senkung des Zinssatzes. Die Zinsen sind bereits so niedrig, dass die Wirtschaftssubjekte lieber das liquidere Geld halten als geringverzinsten andere Kapitalanlagen. Geldpolitik wird daher zunehmend ineffektiv, weshalb oft gefordert wird, dass die Fiskalpolitik eine stärkere Rolle spielen müsse. Nur sie könne dafür sorgen, dass die Wirtschaft angekurbelt werde, wenn Geldpolitik wirkungslos geworden sei. Auch die Zinsen

könnten erst wieder steigen, wenn der Staat über öffentliche Investitionen die hohe Ersparnis absorbiere.

Eine andere Frage aber ist, ob die Geldpolitik bspw. im Falle steigender Inflationsraten überhaupt die Zinsen wieder anheben könnte, ohne dadurch die Gefahr einer Staatsschuldenkrise heraufzubeschwören. Falls nicht, entstünde eine „finanzielle Repression“: Die Zinsen bleiben dauerhaft tief, um die Refinanzierbarkeit der Staatsschulden zu gewährleisten, zu Lasten von Sparern und Investoren. Denn niedrige Nominalzinsen in Verbindung mit steigenden Inflationsraten sorgen für tief negative Realzinsen. Geldpolitik und Fiskalpolitik, Zentralbanken und Regierungen wären aneinandergeschlüsselt und gezwungen, den einmal eingeschlagenen Weg gemeinsam weiterzugehen – eine gefährliche Situation, insbesondere mit Blick auf die politische Unabhängigkeit der Zentralbanken.

Eine weitere Gefahr künstlich niedrig gehaltener Zinsen ist die „Zombifizierung“ einer Wirtschaft. Eigentlich unrentable Unternehmen verbleiben nur aufgrund der niedrigen Zinsen im Markt und verzögern so die für Fortschritt notwendige Reallokation knapper Ressourcen. Der natürliche Wandel wird verzögert, der Schumpetersche Prozess der kreativen Zerstörung findet auf Märkten mit „scheintoten“ Unternehmen („Zombies“) kaum noch statt. Die Folge ist ein nur noch geringer Produktivitätsfortschritt. So kann die paradoxe Situation entstehen, dass die Geldpolitik, die eigentlich mit dem Nominalzins nur die Höhe der Inflationsrate beeinflussen kann, aber nicht den Realzins, sich die reale Welt schafft, die sie zur Rechtfertigung ihrer Maßnahmen benötigt. Die Inflation indes bleibt aus bzw. kumuliert sich in zurückgestauter Inflation, der dem Geldüberhang im Markt entspricht. Am Ende aber könnte es dann zu einem Phänomen kommen, das in den Siebziger Jahren auftrat: die Stagflation, also eine Kombination aus Stagnation und Inflation. Die Gefahr, dass die Geldpolitik alte Geschäftsmodelle am Leben erhält, deren Assetpreise antreibt und am Ende den unproduktiven Kapazitäten eine aufgeblähte Geldmenge gegenübersteht, also Inflation droht, besteht derzeit durchaus.

*Abbildung 7: Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen mit AAA in der Eurozone*



Quelle: Europäische Zentralbank 2021.

**Fazit:** Die niedrigen Zinsen lassen sich im Wesentlichen durch fundamentale Faktoren erklären. Das darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass natürlich auch die Zentralbanken durch ihre Interventionen erheblich dazu beitragen. Insbesondere wird die Abhängigkeit von niedrigen Zinsen in Kombination mit hohen Staatsschulden und hohen Preisen in vielen Anlageklassen ein Problem. Aktuell würden schnell und deutlich steigende Zinsen zu Refinanzierungsproblemen bei Staaten und Unternehmen sowie zu Turbulenzen an den Kapitalmärkten führen. Die Notenbanken werden daher in den kommenden Jahren weiterhin für niedrige Zinsniveaus sorgen müssen.

#### 4.6 STEHT DIE UNABHÄNGIGKEIT DER ZENTRALBANKEN AUF DEM SPIEL?

Weltweit wird immer stärker das Phänomen „fiskalische Dominanz“ („*fiscal dominance*“) diskutiert. Noch vor wenigen Jahren, inmitten der globalen Finanzkrise und der sich anschließenden Eurokrise wurde die Geldpolitik als die dominierende wirtschaftspolitische Instanz angesehen („*the only game in town*“). Die Zentralbanken stellten große Mengen an Liquidität bereit, um verschiedene Gläubiger vor einem Ausfall ihrer Forderungen zu schützen. Damit verhinderten sie, dass Anleger die vom Ausfall bedrohten Wertpapiere panikartig verkauften, was zu einer Beschleunigung und Verschärfung der Krise über Bilanzrisiken und Wertberichtigungen geführt hätte. Bis heute steht ein Satz von Mario Draghi, dem ehemaligen EZB-Präsidenten, beispielhaft für die Macht der Zentralbanken: „*Whatever it takes*“. Doch das Blatt hat sich gedreht. Nun ist es die Fiskalpolitik, die den Ton angibt und gerade auch in der Corona-Pandemie ihre eigene „*Whatever-it-takes*“-Strategie gefahren ist. Koste es, was es wolle: Die Wirtschaft muss mit Staatsgeld gerettet werden. Es darf aber nicht übersehen werden, dass die Zentralbanken dabei kräftig mithelfen, indem sie die dafür erforderliche Liquidität bereitstellen – zwar nicht direkt, aber doch in einer recht klaren und eindeutigen Wirkungskette. So ist das im Zuge der Coronakrise aufgelegte PEPP-Wertpapierkaufprogramm der EZB („*Pandemic Emergency Purchasing Program*“) ein wesentlicher Baustein der europäischen Krisenstrategie.

Dieser enge Wirkungszusammenhang zwischen Geld- und Fiskalpolitik rüttelt an der Unabhängigkeit der Zentralbanken. Und genau darin liegt die mittelfristige Gefahr für die Stabilität von Währungen. Der Zwang, gemeinsam und koordiniert zu handeln, wird immer größer. Die faktische Abhängigkeit konterkariert die politische Unabhängigkeit der Geldpolitik, wenn das vorrangige Ziel nicht mehr die Preisniveaustabilität ist, sondern andere Ziele wie die Sicherung der Refinanzierbarkeit von Staaten oder die Vermeidung größerer Turbulenzen an den Kapitalmärkten hinzukommen. Noch mag es keinen erkennbaren Zielkonflikt geben, jedenfalls solange die Inflationsraten niedrig sind. Aber das kann sich schnell ändern. Dann wird aus einem ökonomischen Wirkungszusammenhang plötzlich eine politische Abhängigkeit. Die schon skizzierte *Modern Monetary Theory* befürwortet sogar eine viel engere institutionalisierte Koordination von Geld- und Fiskalpolitik. Die Fiskalpolitik müsse sich sogar der Geldpolitik bedienen, um Vollbeschäftigung herzustellen.

*Fazit: Die politische Unabhängigkeit der Zentralbank ist ein wesentlicher institutioneller Garant für die Stabilität von Währungen. Schon heute bestehen erste Zweifel an der Unabhängigkeit von Zentralbanken. Je länger der gegenwärtige Zustand anhält, desto schwieriger wird es, sich aus dem Wirkungszusammenhang von Geld- und Fiskalpolitik wieder zu lösen. Und zwar aus einem immer wiederkehrenden Grund: Es ist ein für die Politik bequemer Zustand.*

#### 4.7 BLEIBT DER EURO STABIL?

Der Euroraum ist der Entstehungsgeschichte nach ein spezieller Währungsraum, er war politisch gewollt, historisch begründet, aber ökonomisch noch unvollständig. So hat die Euro-Krise verdeutlicht, dass viele ökonomische, politische und institutionelle Voraussetzungen für eine dauerhaft stabile Währung noch immer nicht oder zumindest nicht vollständig geschaffen wurden. Der Euro bleibt damit aufgrund seiner Konstruktion anfällig für Krisen, denn er stellt aufgrund der strukturellen Unterschiedlichkeit der Eurostaaten keinen optimalen Währungsraum dar.

Die Coronakrise könnte das Risiko zukünftiger Krisen in Europa deutlich erhöhen, denn obgleich die Pandemie ein symmetrischer Schock praktisch für die gesamte Weltwirtschaft ist, werden die realwirtschaftlichen Folgen sehr unterschiedlich sein, auch und gerade im Euroraum. Der Euroraum bräuchte mehr reale Konvergenz für eine nachhaltig stabile Währung. Die Folge der Pandemie aber wird mehr Divergenz sein. Der „*Recovery-and-Resilience*“-Pakt ist zwar ein diesbezüglich richtiger und wichtiger Schritt, aber er wird vermutlich nicht ausreichen, um die pandemiebedingten Unterschiede auszugleichen. Der fiskalpolitische Spielraum in der Krise war innerhalb des Euroraums sehr unterschiedlich verteilt. Während Deutschland der Krise massiv entgegengetreten konnte, waren die Mittel in Italien oder Griechenland deutlich eingeschränkter. Die für die Märkte sehr bedeutsamen Staatsschuldenquoten werden als Folge wieder deutlicher auseinanderlaufen inklusive einer asymmetrischen Erholung und divergierender Potenzialwachstumsraten.

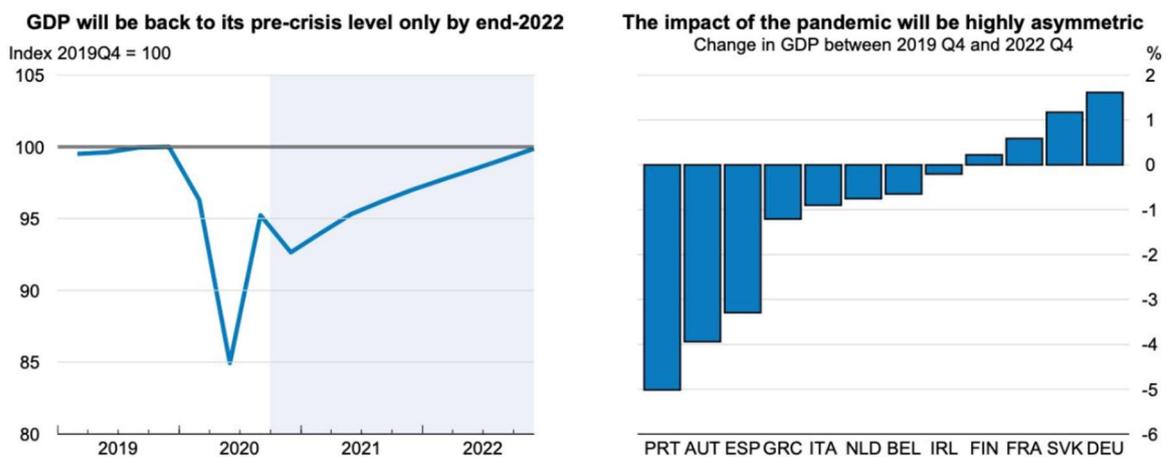
Natürlich ließe sich das Problem kurzfristig durch stärkere Umverteilung lösen oder durch eine stärkere Zentralisierung fiskalpolitischer (Stabilisierungs-) Aufgaben. Es war im Laufe der Pandemie sogar von einem „*Hamiltonian Moment*“ die Rede. Alexander Hamilton hatte 1789 als erster amerikanischer Finanzminister wesentliche fiskalische Hoheitsaufgaben in den USA zentralisiert und dadurch stark zur Konstitutionalisierung der USA beigetragen. Aber genau hierin liegt für den Euroraum nach wie vor das grundlegende institutionelle Problem. Ohne ein größeres Durchgriffsrecht wäre eine stärkere Zentralisierung nicht möglich, denn sonst drohen starke Anreiz- und somit Stabilitätsprobleme, die als *Moral-Hazard-Probleme* in der Ökonomie bezeichnet werden.

Auf Ebene der Mitgliedsstaaten existiert keine *Lender-of-last-resort*-Funktion nationaler Zentralbanken mehr, so dass es von Zeit zu Zeit einen *Bailout*, also die Unterstützung aller Mitglieder

zugunsten eines fiskalisch in Not geratenen Eurostaates, gibt – mit mehr oder weniger großzügiger Unterstützung der Europäischen Zentralbank.

Abbildung 8: Konjunkturelle Erholung in den Euro-Mitgliedsstaaten

### Euro area 1



Quelle: OECD Economic Outlook 108 database, 2020.

**Fazit:** Der Euroraum bleibt kurz- bis mittelfristig voraussichtlich stabil, denn das ist der unbedingte politische Wille. Die Pandemie hat jedoch das Risiko möglicher Folgekrisen stark erhöht. In Kombination mit nicht gelösten institutionellen Konstruktionsfehlern droht somit in den kommenden Jahren eine erneute Bewährungsprobe des Euro und des Euroraums. Risikosenkend würde vor allem eine stärkere politische, institutionelle und gesellschaftliche Integration innerhalb des Euroraums wirken.

## 4.8 GEOPOLITIK: WAS PASSIERT MIT DEM INTERNATIONALEN WÄHRUNGSSYSTEM?

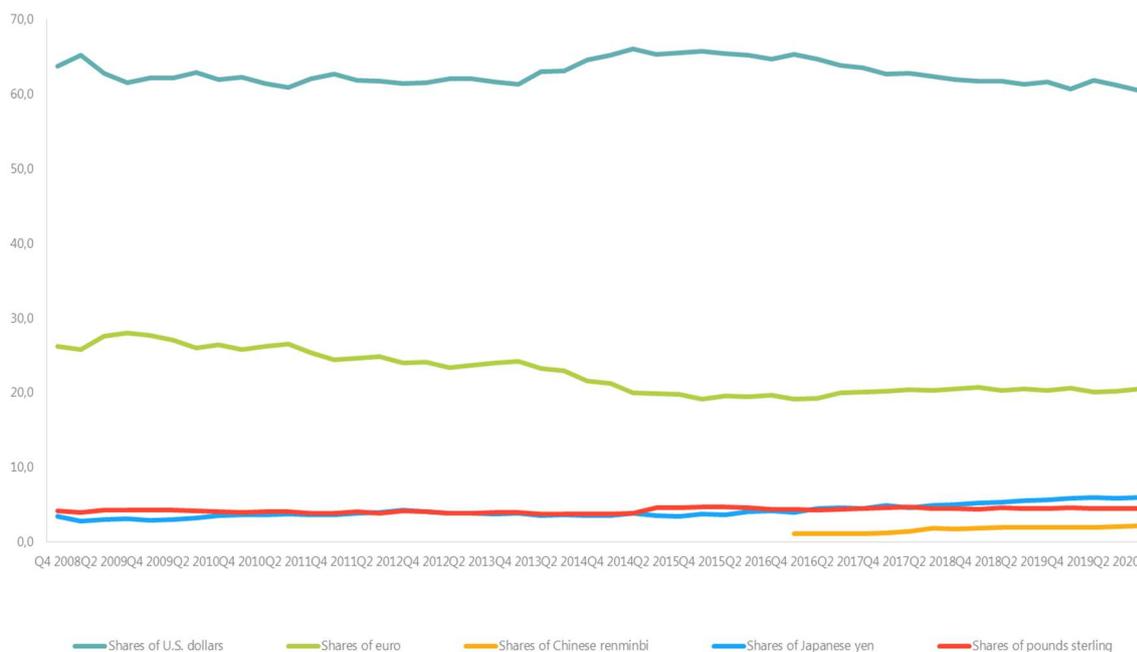
In der Historie waren Krisen des internationalen Währungssystems oftmals Ursache für heftige Währungsturbulenzen. Ob Goldstandard, Bretton Woods oder Europäisches Währungssystem, die internationale Kapitalmarkt- und Währungsarchitektur hat sich über die Jahrzehnte und Jahrhunderte immer wieder gewandelt. Politische Integrations- oder Desintegrationsprozesse waren Ursache oder Folge dieser Wandlungen. Wichtig ist die historische Erfahrung und Erkenntnis, dass kein System wirklich inhärent stabil ist, ob freie oder feste Wechselkursregime.

Auch heute steht die Welt vor einem historischen Übergang in eine neue Phase der Globalisierung. Vor allem der wirtschaftliche und technologische Aufstieg Chinas verändert die geopolitische Ordnung grundlegend. Die bestimmende Ordnungs- und Hegemonialmacht war zugleich oft jene Nation und Volkswirtschaft, die den größten Offenheitsgrad, die stabilste politische Ordnung und die stärkste Wirtschaft hatte. So überrascht es nicht, dass in den letzten Jahrzehnten die USA diese Rolle eingenommen haben. Der US-Dollar fungiert deshalb bis heute als international bedeutendste Reservewährung, nachdem er im *Bretton-Woods*-System die sogenannte Leitwährung gewesen ist.

Der Aufstieg Chinas führt daher zu der Frage, welche Rolle in Zukunft die chinesische Währung, der Yuan (Renminbi), international spielen wird. Schon heute sind die Kapitalbewegungen nach und aus China enorm, der Einfluss Chinas ist schon länger viel größer, als es die offiziellen Statistiken ausweisen. Allein im Kontext der neuen Seidenstraße, der *Belt-and-Road Initiative*, sind bedeutende Kapitalflüsse entstanden. Andererseits ist die Konvertibilität des Yuan stark eingeschränkt und es gibt strenge Kapitalverkehrskontrollen. Eine internationale Reservewährung kann aber nur eine Volkswirtschaft zur Verfügung stellen, die handelspolitisch offen und institutionell transparent ist. Insoweit sind Zweifel angebracht, ob der Yuan in absehbarer Zeit eine große internationale Bedeutung erreichen kann. Zudem kündigt sich aktuell eher ein Desintegrationsprozess an (es ist von einem *Decoupling* Chinas die Rede), der die Einbindung in das internationale Finanz- und Währungssystem erschweren würde.

Anders sieht es mit dem Euro aus, der international tatsächlich eine gefestigte Rolle spielt und heute nach dem US-Dollar die zweitwichtigste Reservewährung ist – Tendenz steigend (vgl. Abbildung 9). Die Stärke des Euro ist aber auch eine Schwäche des Dollar und des Pfund. Insgesamt kann es aufgrund der weltwirtschaftlichen und geopolitischen Verschiebungen auch zu Turbulenzen im internationalen Währungssystem kommen. Von einer Weltwährung, wie sie einst Robert Mundell vorschlug, ist die Welt immer noch sehr weit entfernt. Der aufkeimende ökonomische Nationalismus kann sehr leicht auch einen währungspolitischen Nationalismus nach sich ziehen. Aufgrund der Entwicklung der Fundamentalfaktoren ist zu erwarten, dass der US-Dollar seine einstmalig dominierende Stellung perspektivisch wohl mit weiteren Währungen teilen wird.

Abbildung 9: Die Verteilung und Entwicklung der Weltwährungsreserven



Quelle: IMF 2021.

**Fazit:** Das internationale Währungsregime ist derzeit noch stabil, wenngleich die Vertrauensbasis vieler Währungen durch explodierende Staatsschulden und dauerhafte Niedrigzinsen geschwächt wird. Es ist jedoch immer auch Spiegelbild für die großen geopolitischen Entwicklungen. Genau hier aber gibt es Anzeichen und Vorboten für größere Verschiebungen. Damit werden notwendig auch Verschiebungen und Anpassungen, im schlimmsten Fall sogar Verwerfungen auf den internationalen Kapital- und Devisenmärkten einhergehen.

#### 4.9 GRÜNE GELDPOLITIK: WIRD DIE KLIMAKRISE ZUR FINANZKRISE?

Der Klimawandel ist eines der aktuell größten Risiken für die Menschheit insgesamt. In den beiden ersten Studien zu Vermögen und Wachstum wurde mehrfach auf die Bedeutung des Klimawandels für die Bewertung und Umwertung von Vermögen sowie die Notwendigkeit einer Anpassung des Wachstumsbegriffs hingewiesen. Der Klimawandel hat somit ebenfalls Relevanz für Kapitalmärkte und Währungen. Das Stichwort hierzu ist Green Finance. Nun hat das Thema auch die Geldpolitik erreicht. Vor allem Christine Lagarde, Präsidentin der EZB, hat es sich auf die Agenda gesetzt. Der Ansatz für die

Geldpolitik besteht darin, nur noch die Wertpapiere und Schuldscheine sauberer Emittenten als refinanzierungsfähig für geldpolitische Geschäfte anzuerkennen. Die Begründung dafür sind eben jene Kapital- und Vermögensrisiken, die mit dem Klimawandel einhergehen und am Ende Risiken für die Finanzmarkt- und Währungsstabilität sein können. Zudem wirken die Berücksichtigung des Klimawandels in Produktionsprozessen und die Behebung von durch den Klimawandel entstandenen Schäden letztlich auch preisniveautreibend, so die EZB.

Diese Argumente sind nicht völlig von der Hand zu weisen. Jedoch sind erhebliche Zweifel angebracht, ob die Zentralbank wirklich in so direkter Weise für eine solche grüne Geldpolitik legitimiert ist. Ihr Ziel ist die Preisniveaustabilität und ihr politisches Mandat erstreckt und beschränkt unmittelbar sich auf genau dieses Ziel. Wirtschaftspolitik aber, die in Zukunft ohne Zweifel nachhaltiger und klimafreundlicher werden muss, ist zunächst eine Sache von legitimierten Regierungen, nicht von Zentralbanken.

**Fazit:** *Green Finance ist einer der wichtigsten Hebel für eine nachhaltige und klimaneutrale Transformation der Wirtschaft. Auch Währungs- und Finanzmarktfragen werden davon berührt sein. Grüne Geldpolitik aber ist vorerst nicht dafür legitimiert und bedeutete insoweit eine Eigenermächtigung außerhalb des Mandats der EZB.*

#### 4.10 DIGITALE WÄHRUNGEN: VERSCHWINDEN BARGELD UND STAATSWÄHRUNGEN?

Eines der derzeit spannendsten und zukunftsreichsten Währungsthemen ist das Feld der digitalen Währungen. Es ist mittlerweile so aufgefächert und komplex, dass hier nur ein kurzer Abriss gegeben werden kann. Die Diskussion beinhaltet unterschiedliche Stränge und Entwicklungen. Hier soll auf digitales Zentralbankgeld und Kryptowährungen, wie zum Beispiel den *Bitcoin*, sowie auf Facebooks *Libra* (seit neuem in „Diem“ umbenannt) eingegangen werden.

Die Geschichte beginnt mit elektronischem, also bargeldlosem Bezahlen. Heute nutzen Menschen dafür nicht mehr nur verschiedene kartenbasierte Varianten, sondern auch digitale Anwendungen auf ihrem Smartphone. Das Bargeld gerät dadurch immer stärker in den Hintergrund, wobei es große Unterschiede in den Zahlungsgewohnheiten zwischen den Ländern gibt. In Schweden etwa wird kaum noch mit Bargeld bezahlt, während es in Deutschland immer noch die wichtigste Bezahlform im Alltag ist. Befürworter des Bargelds argumentieren vor allem mit dem Schutz vor Nachverfolgung von Finanztransaktionen und negativen Zinsen. Durch digitales Bezahlen allein entsteht aber noch keine andere Währung.

Anders verhält es sich mit den sogenannten Kryptowährungen, von denen es heute bereits sehr viele gibt, der *Bitcoin* aber die mit Abstand bekannteste ist. Kryptowährungen basieren auf der Distributed Ledger Technologie mit Blockchain als Unterkategorie. Finanzielle Transaktionen können über diese

Technologie verschlüsselt zwischen zwei Personen abgewickelt werden („peer-to-peer“). Diese Form der monetären Transaktion ist rein privat, weshalb viele, darunter zunehmend die Zentralbanken, darin eine Bedrohung der Staatswährungen sehen (vgl. Alexander Hagelüken, 2020). Unabhängig davon und von möglichen regulatorischen Interventionen verspricht die Blockchain-Technologie zukunftsweisende Anwendungen, insbesondere im Bereich der *Smart Contracts*.

Jenseits der technischen Details ist die Frage, ob Kryptowährungen tatsächlich Währungen sind. Die Frage ist mit Nein zu beantworten, denn sie erfüllen nicht die Funktionen von Geld und entsprechen somit nicht dessen Definition. Kryptowährungen sind heute noch kein gängiges Zahlungsmittel (was sich natürlich ändern kann), sie sind vor allem aufgrund der hohen Volatilität des Kurses kein Wertaufbewahrungsmittel und sie sind (noch) keine gängige Recheneinheit, vor allem, weil sie nicht die Wertaufbewahrungsfunktion erfüllen. Gleichwohl hat der Bitcoin in den letzten Monaten, allerdings unter erheblichen Schwankungen, deutlich an Wert gewonnen (vgl. Abbildung 10). Insoweit stellt *Bitcoin* (und die anderen „Kryptowährungen“) eher ein sogenanntes „*Crypto Asset*“ dar. Der hohe Wertzuwachs des Bitcoin hat drei wesentliche Gründe: die derzeit hohe Unsicherheit und die dadurch begründete „Flucht“ in andere geldnahe Anlagen, die Wette auf Bitcoin als die sich durchsetzende Plattform für Kryptowährungen (*The winner takes it all*-Märkte) und eine sich selbstrechtfertigende Spekulation, da der Kursanstieg weitere Anleger anzieht, die den Kurs zusätzlich treiben. Zudem werden Kryptowährungen in Staaten mit geringerer institutioneller, ordnungspolitischer und rechtlicher Sicherheit einen immer höheren Stellenwert für die Abwicklung von Zahlungen oder die Verwahrung von privatem Vermögen erlangen.

Kryptowährungen erfüllen aber nicht nur nicht die Geldfunktionen, sie haben auch keine Geldordnung. Niemand kann verpflichtet werden, Kryptowährungen zu akzeptieren. Es fehlt ihnen also am Ende die wichtigste Grundlage einer stabilen Währung: das institutionalisierte Vertrauen – wenngleich dieses auch in die offiziellen Währungen zu schwinden droht.

Abbildung 10: Preisentwicklung des Bitcoins seit Februar 2020



QUELLE: FINANZEN.NET 2021

Dennoch sind digitale Währungen technologisch und geldpolitisch betrachtet für Zentralbanken relevant. Immer intensiver beschäftigen sie sich daher mit den Möglichkeiten digitalen Zentralbankgeldes, den sogenannten CBDCs (*Central Bank Digital Currencies*). Besonders China geht hier voran, aber auch bei der EZB wird an dem Thema gearbeitet (vgl. hierzu EZB, 2020). Für China liegt der Vorteil klar auf der Hand: Zahlungsverkehr und Liquiditätssteuerung können auf diese Weise ohne größeren institutionellen Aufwand durchgeführt werden. Auch die Kontrolle wird dadurch leichter. China implementiert zur Zeit zudem gewissermaßen eine soziale Parallelwährung, den „*Social Score*“, den Menschen in staatliche Gegenleistungen, etwa Studienmöglichkeiten, umtauschen können.

Vielfach wird in diesem Zusammenhang aber auch die Effektivität von Geldpolitik selbst diskutiert: Mit digitalem Geld könnte jede Form der Geldhaltung mit einem Negativzins quasi besteuert werden. Dadurch könnten nicht nur Banken (wie heute schon), sondern auch der private Nicht-Bankensektor „gezwungen“ werden, ihr Geld nachfragewirksam auszugeben oder in andere Anlageformen zu gehen.

Eine Besonderheit unter den digitalen Währungen stellt *Libra* von Facebook dar, die kürzlich in „*Diem*“ umbenannt wurde. Waren die Zentralbanken von den anderen Kryptowährungen noch relativ unbeeindruckt, fand *Libra* schon deutlich mehr Beachtung. Denn Facebook und potenziell andere Digitalunternehmen wie Amazon, Google u.a. stellen riesige globale Plattformen dar, die somit auch als eine Bank fungieren und aufgrund ihrer Größe, Relevanz und Netzwerkeffekte sogar private Zentralbankfunktionen übernehmen könnten. Diese Aussicht (und Furcht) erklärt, warum sich Zentralbanken mittlerweile weltweit und sehr ernsthaft mit Digitalwährungen auseinandersetzen.

**Fazit:** *Digitale Währungen befinden sich noch im Anfangsstadium. Es ist gleichwohl zu erwarten, dass sie technologisch ausreifen und künftig wirtschaftlich eine immer größere Rolle spielen werden. Auch wenn die sogenannten Kryptowährungen sich als ganzheitliche Alternative zu den bestehenden Währungen wohl nicht durchsetzen werden, wird sich „Geld“ weiter privatisieren. Zudem werden sich Banken durch die Digitalisierung stark verändern. „Banking without Banks“ ist schon lange keine abstrakte Zukunftsvision mehr. Währungen hingegen bleiben vermutlich in den Händen von Zentralbanken. Diese werden in den nächsten Jahren zu diesem Zweck das digitale Zentralbankgeld zügig weiterentwickeln. Die Crypto Assets aber haben eine gute Chance, wie etwa das Gold, eine neue Anlageklasse zu werden, denn im Bereich der industriellen Anwendung, etwa in der Industrie 4.0 werden Blockchains und Tokens eine wichtige Rolle spielen. Und wie steht es um das Bargeld? Es wird wohl noch eine Weile bleiben, aber mehr und mehr zur Seite gedrängt.*

## 5 | Fazit und Ausblick: Risiken für die mittelfristige Währungsstabilität

Bisher ist keiner der oben aufgeführten Determinanten stabiler Währungen für sich allein genommen übermäßig beunruhigend. Allerdings wurde deutlich, dass Währungen eine sehr sensible, vielschichtige Thematik mit komplexen Wechselwirkungen sind. Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, das Zusammenspiel der einzelnen Faktoren genau zu analysieren, um daraus mögliche Fehlentwicklungen und Risiken abzuleiten.

Es gibt einige Aspekte, die heute in eine nicht unproblematische Richtung zeigen und sich in ihren Wirkungen verstärken können. Die derzeitige Entwicklung ist ein geld- und währungspolitisches Experiment, von dem heute niemand sicher sagen kann, wie es ausgehen wird.

Besonders wichtig ist das Zusammenspiel aus Staatsschulden, Niedrigzinsen, Wachstum und Inflation im Kontext der politischen Unabhängigkeit der Zentralbanken. Es gibt kurzfristig gute Gründe für die derzeit stark steigenden Schulden und die niedrigen Zinsen. Sie erzeugen jedoch zukünftige Handlungsabhängigkeiten und Handlungszwänge, die sich im Laufe der Zeit verschärfen können. Die Refinanzierbarkeit und somit die strukturelle Tragfähigkeit der (Staats-) Schulden ist womöglich nur bei einem bestimmten Zinsniveau gegeben. Um eine Staatsschuldenkrise zu vermeiden, hält dann die (eigentlich politisch unabhängige) Zentralbank die Zinsen künstlich niedrig. Infolgedessen kommt es zu der oben beschriebenen „finanziellen Repression“. Im Privatsektor kann es gleichzeitig zu einer „Zombifizierung“ von Unternehmen kommen. Der Schumpetersche Prozess der kreativen Zerstörung und des natürlichen Strukturwandels wird unterdrückt, eine Reallokation der Ressourcen unterbleibt, das Produktivitätswachstum bleibt gering. Eine solche säkulare Stagnation ist ein in letzter Zeit häufiges, vor allem von Larry Summers diskutiertes Phänomen. Wenn dadurch das Wachstumspotenzial sinkt und womöglich durch eine voranschreitende Deglobalisierung das weltweite Güterangebot weniger elastisch ist, könnte die hohe Liquiditätszufuhr letztlich die Inflation zurückbringen. Das wiederum müsste die Zentralbanken dazu anhalten, die Zinsen zu erhöhen, was die Tragfähigkeit der Staatsschulden und die Stabilität der Kapitalmärkte in Mitleidenschaft ziehen würde. Sich anschließende Verteilungskonflikte könnten die Inflation weiter anheizen.

### 5.1 WIRD AUS DER LIQUIDITÄTSFALLE EINE SCHULDENFALLE?

Zugegeben: In dem beschriebenen Szenario kommt der Konjunktiv „könnte, hätte, würde“ häufig vor und es klingt wie ein schwarzmalendes Teufelskreis-Szenario. Dennoch sind die Zusammenhänge und Muster wohl bekannt. Konstellationen können sich verändern, manchmal schneller, als man denkt. Das ist die große Lehre aus der Währungsgeschichte: Stabilität ist eine langfristige Geschichte von Vertrauen. Man darf nicht einmal kurzfristig mit ihr spielen. „*This time is different*“ ist nur eine andere Form von „Jede Krise kommt in einem neuen Gewand“.

Gerade für den Euro gilt das umso mehr, denn die Europäische Zentralbank agiert in einem komplizierten politischen Währungszusammenhang, einer nicht optimalen Währungsunion. Ohne

koordinierte und stabilitätsorientierte Fiskalpolitik auf zentralisierter Ebene wird die Geldpolitik immer wieder Krisenmanagement vornehmen und ihr enges geldpolitisches Mandat ausweiten, hier und da sogar überschreiten müssen. Dies wiederum zeigt, dass eine stabile Währung keinesfalls nur eine Sache von technischer Geldpolitik ist. Währungsstabilität ist eine höchst politische Angelegenheit.

Gemäß dem Anliegen dieser Studienreihe ergeben sich daraus Verantwortungen und Handlungsfelder für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Gerade Währungen gründen auf einem Dreiklang aus Vertrauen, Stabilität und Glaubwürdigkeit. Sie selbst sind gewissermaßen „Währungen“ in einem übergeordneten Sinne. Und gerade Währungen müssen sich in Zeiten der Unsicherheit und des Wandels bewähren. Es gilt also, gemeinsam Vertrauen, Stabilität und Glaubwürdigkeit zu stärken, nicht um alles beim Alten zu belassen, sondern im Gegenteil die Voraussetzungen dafür zu schaffen, den Wandel auf politisch, ökonomisch und gesellschaftlich stabiler Grundlage zu bewältigen. Währungen sind immer ein guter Gradmesser dafür, wie stark die Grundlagen einer Gesellschaft sind, denn sie messen den Grad von Vertrauen in die Zukunft und Glaubwürdigkeit der Institutionen.

Auch für Anleger werden die Zeiten somit nicht einfacher. Einerseits drohen weitere jahrlange Null- und Negativzinsen bei gleichzeitig steigenden Inflationsperspektiven mit der Folge eines schleichenden Verlusts an realer Kaufkraft. Andererseits bringen strukturelle Veränderungen laufend steigende Herausforderungen für alle Formen von Kapitalanlagen und klassische Währungen bzw. Werte mit sich. Zudem entstehen immer wieder neue Anlagemöglichkeiten, deren Risiken und Chancen oftmals erst auf den zweiten Blick offenbar werden. In Zeiten erheblicher Veränderungen ist daher eine fortlaufende Überprüfung der bestehenden Vermögensaufteilung und die Anpassung einzelner Anlagen oder Gewichtungen umso wichtiger.

## 5.2 EXECUTIVE SUMMARY

Die Donner & Reuschel Studie „Währungen und Werte“, die in Zusammenarbeit mit dem Hamburgischen Weltwirtschaftsinstitut (HWWI) erstellt wurde, ist der dritte Teil der Studienreihe „Mensch, Gesellschaft, Ökonomie – Gemeinsam für eine bessere Zukunft“. Während es in den vorangegangenen Studien um „Vermögen“ und „Wachstum“ ging, komplettiert die Auseinandersetzung mit dem Thema „Währungen und Werte“ die Trilogie.

Ein zentraler Aspekt der Studie ist, dass die mögliche Entwertung alten Vermögens und das Ausbleiben bereits eingepreisten Wachstums unmittelbare Auswirkungen auf Werte und Währungen haben – weshalb im Umkehrschluss die Stabilität einer Währung gerne als Gradmesser für den ökonomischen Zustand einer Nation oder Union herangezogen wird.

Geld und Währungen haben für Volkswirtschaften eine große Bedeutung, denn sie ermöglichen Tausch, Handel, Integration und damit letztlich Wachstum. Sie reflektieren zugleich das Vertrauen in die Zukunft und die Glaubwürdigkeit der Institutionen. **Währungen sind somit immer auch Spiegelbild des Zustandes von Staaten und Gesellschaften, ihrer Werte und Wertmaßstäbe sowie ihrer Stabilität.** Gleichzeitig sind Währungen komplexe Konstruktionen und unterliegen dementsprechend

vielfältigen Risiken. Allzu oft besteht die Versuchung, die langfristige Stabilität von Währungen aufgrund kurzfristiger Interessen aufs Spiel zu setzen. Genau hierin liegt die inhärente (politökonomische) Gefahr für Währungen, die entweder die Geldfunktionen selbst oder in einem übergeordneten Sinne die Geldordnung betreffen.

In Zeiten bedeutender Umbrüche und disruptiver Veränderungen erhöht sich die Unsicherheit auf allen Ebenen – bspw. für Staaten, Gesellschaften, Unternehmen und Menschen. Die Welt befindet sich schon länger in einer einschneidenden Übergangsphase, die durch Digitalisierung, Klimawandel, demografische Alterung sowie den Wettlauf Chinas und der USA um die wirtschaftliche und technologische Nummer 1 geprägt ist. Dabei wird Gewohntes infrage gestellt, es deuten sich entscheidende Zeitenwenden an und führen bei vielen Menschen zu fundamentaler Verunsicherung. **Zweifellos hat die Coronakrise dazu geführt, dass die ohnehin bestehende Unsicherheit noch einmal um ein Vielfaches gesteigert wurde.**

Wenn klar ist, dass die Zukunft deutlich anders aussieht als die Vergangenheit, konkrete Anhaltspunkte für ein stichhaltiges Zukunftsbild aber noch fehlen, geraten bestehende Wertvorstellungen ins Wanken. **Altes Vermögen droht entwertet zu werden, während neue Vermögen entstehen. Gerade auch Währungen rücken in besonders bewegten Zeiten in den Fokus.** Nicht umsonst haben wesentliche ökonomische Übergänge in der Vergangenheit häufig zu Währungskrisen oder gar Währungsreformen geführt. Historische Entwicklungen wiederholen sich nie deckungsgleich, ähneln sich aber häufig bzgl. ihrer Ursachen und in den Abläufen.

Heute sind es vor allem die Nachwirkungen der großen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 sowie – schon absehbar - der Coronakrise, die das Vertrauen in bestehende Währungssysteme untergraben. Jahrelange ultra-expansive Geldpolitik und daraus resultierende Null- bzw. Negativzinsen sowie eine beispiellose Liquiditätsflut der Notenbanken haben die Preise aller Anlageklassen massiv ansteigen lassen. Hinzu kommen weitere Nebenwirkungen, wie eine mögliche Zombifizierung der Wirtschaft mit der Folge geringerer volkswirtschaftlicher Produktivität und damit Belastungen des Wachstumspotenzials. Mit den massiven fiskalpolitischen Rettungspaketen der letzten Monate, den daraus resultierenden weltweit explodierenden Staatsschulden und zuletzt deutlich zunehmenden Sorgen vor steigenden Inflationsraten wurden die Fragezeichen hinter vielen klassischen Währungen noch einmal ungleich größer – **zumal die institutionalisierte Unabhängigkeit der Notenbanken de facto in Gefahr gerät, wenn sie dauerhaft zum wichtigsten Aufkäufer von Staatsanleihen werden.** Möglicherweise ist es heute nur die fehlende Alternative, die Menschen vor der Flucht aus einzelnen Währungen bewahrt, denn keiner der bedeutendsten Währungsräume ist frei von Symptomen einer schleichenden Stabilitätserosion.

Obwohl China mit Abstand am glimpflichsten aus der globalen Rezession entkommen ist, **fehlen der chinesischen Währung Yuan wesentliche Grundvoraussetzungen moderner Geldordnungen**, allen voran eine politisch unabhängige Notenbank und ein flexibles Wechselkursregime ohne Devisen- und

Kapitalverkehrsbeschränkungen, um in absehbarer Zeit eine bedeutende Alternative für die derzeit führenden Reservewährungen US-Dollar und Euro zu werden.

Auch technologische Neuerungen wie Krypto-Assets und digitale Währungen beeinflussen das bestehende internationale Währungssystem und bringen Herausforderungen für klassische Währungen mit sich. **Kryptowährungen werden deren Status-Quo jedoch nicht so schnell gefährden, denn sie können mangels eigener Geldordnung nicht als gesetzliches Zahlungsmittel dienen.** Anders als bei Bargeld besteht für Gläubiger einer Geldschuld keine Annahmepflicht. Dennoch kommen Bitcoin & Co. gerade aufgrund der allgemein zunehmenden Unsicherheiten eine stetig steigende Bedeutung zu. Trotz teilweise extremer Kursschwankungen nutzen viele private und institutionelle Anleger sowie Unternehmen die digitalen Assets zur Diversifikation ihrer Vermögensanlagen.

Zentralbanken beschäftigen sich immer intensiver mit den Möglichkeiten digitalen Zentralbankgeldes, nicht zuletzt angefeuert durch die Bestrebungen Facebooks, ein eigenes Zahlungsmittel unter dem Namen Libra bzw. Diem zu initiieren. Bei ausreichendem Vertrauen könnten digitale Plattformunternehmen als Bank fungieren und aufgrund ihrer Größe, Relevanz und Netzeffekte sogar private Zentralbankfunktionen übernehmen. Diese Rolle werden sich die Notenbanken allerdings kaum nehmen lassen, weshalb in den kommenden Jahren – neben dem bereits im Praxistest befindlichen chinesischen Yuan – noch weitere digitale Zentralbankwährungen lanciert werden dürften. **Sicher ist, dass programmierbare Währungen künftig in modernen Volkswirtschaften benötigt werden,** denn wenn Maschinen untereinander kommunizieren und interagieren, wird die Erfüllung von Vertragsbestandteilen automatisierte Zahlungsvorgänge auslösen.

**Auch wenn der US-Dollar und der Euro zunächst die wichtigsten Reservewährungen bleiben werden, dürfte Bargeld sukzessive an Bedeutung verlieren und die Welt der Währungen wird durch digitale Angebote vielfältiger.** Die genannten Gefahren für klassische Währungen sollten jedoch Anlass sein, deren Stabilität vor allem von politischer Seite nicht weiter zu untergraben. So richtig die Hilfsmaßnahmen in der Corona-Pandemie und so notwendig öffentliche Investitionen zur Stärkung des Wachstums und der Transformationsprozesse sind, eine Rückkehr zu nachhaltiger, wachstums- und stabilitätsorientierter Fiskalpolitik ist unbedingt angezeigt. Nur dadurch kann der Geldpolitik wieder die Möglichkeit gegeben werden, sich auf ihr vornehmliches Ziel, die Wahrung der Preisniveaustabilität, zu fokussieren, ohne sie durch zusätzliche fiskalisch motivierte Aufgaben und Zwänge zu überfrachten.

**Carsten Mumm, Autor der Studie und Chefvolkswirt bei der Privatbank Donner & Reuschel, fasst zusammen:** „International wird der US-Dollar etwas von seiner Stärke einbüßen, während der Euro dazugewinnen wird. Inwieweit sich der chinesische Yuan als internationale Reservewährung etablieren kann, hängt stark davon ab, ob China sich wirtschaftlich und währungspolitisch weiter öffnet. Kryptowährungen können hingegen nicht dem klassischen Währungssegment zugeordnet werden, bleiben aber in Zeiten struktureller Nullzinsen und explodierender Staatsschulden gefragt“.

## Quellen und weiterführende Literatur

Barro, Robert (2020), *r Minus g*, NBER Working Paper Nr. 28002.

Deutsche Bundesbank (2019), *Geld und Geldpolitik*, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (2021), *Online Datenabfrage*.

Eichengreen, Barry, Livia Chit und Arnaud Mehl (2017), *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, Princeton University Press.

Europäische Zentralbank (2020), *Report on a digital Euro*, Frankfurt am Main.

Europäische Zentralbank (2021), *Online Datenabfrage*.

Feldman, Gerald D. (1993), *The Great Disorder. Politics, Economics, and Society in the German Inflation 1914 – 1924*.

Finanznet.de (2021), *Online Datenabfrage*.

Graham, F. D. (1967 [1930]), *Exchange, Prices, and Production in Hyper-Inflation: Germany, 1920 – 1923*.

Hagelüken, Alexander (2020), *Das Ende des Geldes, wie wir es kennen: Der Angriff auf Zinsen, Bargeld und Staatswährungen*, Broschur.

IMF (2020), *Fiscal Monitor*, Washington D.C.

IMF (2021), *Online Datenabfrage*.

Kindleberger, Charles, und Robert Aliber (2015), *Maniacs, Panics, and Crashes*, Palgrave Macmillan.

Kelton, Stephanie, *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and How to Build a Better Economy*, John Murray.

Keynes, John Maynard (1919), *The Economic Consequences of the Peace*.

Mazzucato, Mariana (2019), *Wie kommt der Wert in die Welt*, Campus Verlag.

OECD (2020), *Economic Outlook*, Paris.