

New York Times - BESTSELLERAUTOR  
JAMES RICKARDS

# NACH DEM KOLLAPS

DIE SIEBEN GEHEIMNISSE  
DES VERMÖGENSERHALTS  
IM KOMMENDEN CHAOS

© des Titels »Nach dem Kollaps« von James Rickards (978-3-95972-249-0)  
2019 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München

FBV

*Dann sah ich: Das Lamm öffnete das erste der sieben Siegel; und ich hörte das erste der vier Lebewesen wie mit Donnerstimme rufen: Komm! Da sah ich und siehe, ein weißes Pferd; und der auf ihm saß, hatte einen Bogen. Ein Kranz wurde ihm gegeben und als Sieger zog er aus, um zu siegen.*

Offenbarung 6, 1-2

# VORWORT

## ZUR DEUTSCHEN AUSGABE

© des Titels »Nach dem Kollaps« von James Rickards (978-3-95972-249-0)  
2019 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München

Der Aufstieg von populistischen und nationalistischen Parteien in vielen Ländern der Welt ist nicht zu übersehen. Er ist auf der politischen Führungsebene zu beobachten (in Österreich, Brasilien und den Vereinigten Staaten), in Form von Regierungskoalitionen (in Italien), wachsenden Minderheiten (in Deutschland und Frankreich) und erfolgreichen populistischen Volksabstimmungen (Großbritannien). Ein weiteres wichtiges Land in diesem Feld ist die Türkei. Russland wird schon seit der Jahrtausendwende von einem autoritären Populisten regiert, und China, das zwar formal ein kommunistisches Land ist, wird inzwischen von einem quasi-totalitären Nationalisten regiert, der sich einen kommunistischen Anstrich gibt. Diese Trends in entwickelten Nationen und bedeutenden Schwellenländern vollziehen sich, während zahlreiche andere Staaten in Lateinamerika, im Nahen Osten und in Afrika schon lange autoritär oder populistisch regiert werden, oder beides.

Diese populistisch-nationalistische Welle hat die Globalisten zur Verzweiflung getrieben. Sie beklagen den Niedergang des Multilateralismus, der die internationalen Beziehungen seit dem Fall der Berliner Mauer im Jahr 1989 bis zu den Regierungen von Barack Obama und Angela Merkel dominiert hat; beide sind eingefleischte Globalisten, die nach dem Ende des Kalten Krieges die Hoffnungen der politischen Eliten verkörperten. Auf ihrer Agenda stehen multilaterale Handelsabkommen, reibungslose Einwanderung, globale Lieferketten, Klimawandel-Ideologie und die wirtschaftliche Entwicklung Chinas, selbst auf Kosten von Arbeitsplätzen im Westen. Heute sind die meisten dieser Ziele in weite Ferne gerückt oder liegen völlig in Trümmern. Die politischen Führer der Globalisten sind im Ruhestand oder werden es bald sein. Nachfolger, die dem Populismus widerstehen, sind nicht in Sicht. Stattdessen beobachten wir den Aufstieg radikaler politischer Führer, die für einen kruden Sozialismus und noch extremere Ziele eintreten, zum Beispiel Steuererhöhungen,

ein bedingungsloses Grundeinkommen, die »Modern Monetary Theory« (ein direkter Weg in die Insolvenz) und den undurchführbaren und unnötigen Green New Deal, wie er in den USA vorangetrieben wird. Aus Sicht des US-Normalbürgers reisen die Befürworter des Green New Deal im Privatjet, während sie uns erzählen, wir müssten unsere CO<sub>2</sub>-Emissionen reduzieren. Wann ich mit dem Zug von Boston nach Berlin werde reisen können, kann mir freilich niemand sagen.

Die populistische Rechte und die radikale Linke befinden sich heute in einer eskalierenden Schlacht der Ideen, und hin und wieder auch in Straßenschlachten, die eine beklemmende Ähnlichkeit zu den Schlachten zwischen Kommunisten und angehenden Nazis aufweisen, die auf den Straßen Deutschlands zu Zeiten der Weimarer Republik tobten. Leider könnte sich diese Ähnlichkeit in den kommenden Jahren noch verstärken.

Wie ist es so weit gekommen?

*Nach dem Kollaps* beantwortet diese und viele andere Fragen mit einem umfassenden Blick auf machtvolle Trends in Wirtschaft, Politik und auf anderen Gebieten wie Verhaltenspsychologie, Physik und geostategischen Entwicklungen. Die Antworten sind nicht nur erstaunlich, sondern machen Hoffnung auf einen nicht-katastrophalen Gang der Ereignisse. Die Frage ist nämlich nicht, ob wir positive Entwicklungen werden erreichen können (das können wir), sondern ob wir klug genug sind und schnell genug handeln werden, um sich bietende Chancen zu ergreifen. In dieser Hinsicht sind Zweifel angebracht.

Ab einer gewissen Schwelle ist der Aufstieg von Nationalismus und Populismus nicht mehr als spontane Aktion, sondern als vorhersehbare *Reaktion* auf die Exzesse und blinden Flecken der globalistischen Eliten zu verstehen. Wenn die Eliten chinesisches Wachstum auf Kosten westlicher Arbeitsplätze fördern, wieso haben sie nicht damit gerechnet, dass die Arbeiterschicht dieses Programm ablehnt? Wenn die Eliten eine multikulturelle Agenda – die selbst ein soziales Konstrukt ist – verfolgen, wieso haben sie nicht damit gerechnet, dass Menschen mit starken kulturellen, religiösen und regionalen Bindungen diese Agenda ablehnen? Ab welchem Punkt werden polnische Kindermädchen in Liverpool, honduranische Erntehelfer im kalifornischen Salinas und syrische Ladenbesitzer in Berlin unter der einheimischen Bevölkerung die Frage

provozieren, ob sie ihnen Arbeitsplätze wegnehmen und ihre beruflichen Chancen schmälern? Hier kommt es nicht darauf an, Partei zu ergreifen, sondern einfach nur zu erklären, warum eine globalistische Agenda, die ohne Rücksicht auf ihre empfundenen oder tatsächlichen Auswirkungen auf die Arbeiterschicht durchgesetzt wird, eine Totgeburt ist.

Darüber hinaus beschäftigt sich *Nach dem Kollaps* mit anderen Themen, welche die politische Debatte in Deutschland und anderen Teilen der Welt befeuern. Die Geschichte der US-Staatsverschuldung wird skizziert, von George Washington bis Donald Trump. Dabei wird klar, dass diese Schulden nicht kontinuierlich gestiegen sind, sondern hauptsächlich zu Kriegszeiten erhöht wurden, um dann im Frieden wieder dramatisch reduziert zu werden. Noch 1836 hatten die USA überhaupt keine Schulden – sie waren während der Amtszeit von Präsident Andrew Jackson zurückgezahlt worden, der auch die US-Zentralbank (damals: Nationalbank) abschaffte, bis sie 1913 als »The Fed« wiedergeboren wurde. Durch diese akkordeonartige Expansion und Kontraktion der Staatsschulden wurde erreicht, dass Washington sich Spielräume verschaffte, um die Verschuldung sehr schnell wieder erhöhen zu können, wenn Notsituationen oder existenzielle Krisen wie der Sezessionskrieg dies notwendig machten. Dieses Muster wurde erst in diesem Jahrhundert durchbrochen – zuerst von Präsident George W. Bush, der die Staatsverschuldung verdoppelte, und dann von seinem Nachfolger Barack Obama, der sie noch einmal verdoppelte. Das hat dazu geführt, dass die US-Verschuldungsquote heute bei über 105 Prozent liegt (in Deutschland waren es 2018 60 Prozent). Die USA sind zwar nicht insolvent, haben jedoch den Spielraum verloren, in einer Krise ihre Verschuldung erhöhen zu können. Allein dieser verlorene Spielraum und die Unredlichkeit ihrer politischen Führung könnten von sich aus eine Krise herbeiführen.

Sodann werfen wir einen Blick auf den Aufstieg der Verhaltenspsychologie und wie sie auf finanzielle Entscheidungsprozesse in der Wirtschaft und im privaten Umfeld angewendet wird, unter dem Banner der »Entscheidungsarchitektur«. Diese neue Disziplin ist wissenschaftlich fundiert, doch ihre praktische Anwendung ist geprägt von Überheblichkeit, Manipulation und Eigennutz, und zwar auf eine Art, die von den Betroffenen nur schwer zu durchschauen ist. Der Leser wird gewarnt, nicht in verhaltenspsychologische Fallen zu tappen, die ihm beim Ausfüllen

alltäglicher Formulare von Anlageberatern, Versicherungen oder Banken gestellt werden. In anderen Kapiteln wird die Modern Monetary Theory (MMT) betrachtet, die als Feigenblatt herhalten muss, damit der Staat hemmungslos Schulden machen kann, um damit ein Sammelsurium an progressiven Wohltaten zu finanzieren – kostenlose Gesundheitsfürsorge, kostenlose Kinderbetreuung, kostenlose höhere Bildung, bedingungsloses Grundeinkommen und andere Leistungen. Aber natürlich gibt es nichts umsonst. Wir untersuchen die versteckten Kosten der MMT und zeigen, dass sie langfristig untragbar sind. Wir sehen uns auch die historischen Ursprünge der MMT an, die auf das 1905 erschienene Werk *Die Staatliche Theorie des Geldes* des deutschen Ökonomen Georg Friedrich Knapp zurückgehen. Dabei stellen wir fest, dass die MMT eine Art von Geld propagiert, dessen Wert auf staatlichem Zwang beruht – durch die erzwungene Besteuerung des Bürgers. Die Ähnlichkeiten zwischen dem Denkgebäude der MMT und neofaschistischer Ideologie sind kaum zu übersehen.

Und schließlich werfen wir einen Blick auf die Zukunft der internationalen Währungsordnung, in der die Weltwährung des IWF, das sogenannte Sonderziehungsrecht (SZR), eine wichtige Rolle spielen könnte, neben durch Gold gedeckte digitale Währungen, die von Russland und China kontrolliert werden, oder einem echten Goldstandard für Länder, die nur geringe oder gar keine Goldreserven besitzen. Solche denkbaren Entwicklungen werden einem unheilvollen Szenario gegenübergestellt, nach dem es zu einem Zusammenbruch des Finanzsystems kommt und zu einer Rückkehr zu einer stärker merkantilistisch und landwirtschaftlich geprägten Weltwirtschaft, wie sie den Menschen im ausgehenden 19. Jahrhundert vertraut war.

Für seine Anstrengungen in Bezug auf Inklusion und fiskalische Besonnenheit verdient Deutschland Respekt. Es wird aber auch für seine neo-merkantilistische Handelspolitik kritisiert, die zu Handelsbilanzüberschüssen auf Kosten der Eurozonen-Mitgliedsländer und der Vereinigten Staaten führt. Deutschland ist weder besonders tadelnswert noch sonderlich lobenswert; vielmehr ist auch Deutschland zum Ziel der gleichen populistischen Reaktion auf globalistische Exzesse geworden wie die USA, Großbritannien und andere westliche Industrieländer. Da Deutschland es allerdings besser versteht, mit diesen widerstreitenden

Kräften umzugehen, ist es in der Lage, zu kreativen Lösungen zu kommen, während die USA und Großbritannien unter Polarisierung, Dysfunktion und politischen Grabenkriegen leiden.

Das zentrale Anliegen von *Nach dem Kollaps* ist nicht, Ängste zu schüren, sondern zu warnen. Ob Sie das, was kommen wird, beeinflussen können oder nicht, sei dahingestellt, aber jeder von uns kann sich darauf vorbereiten. Sie können Ihren Wohlstand für sich und Ihre Familie bewahren, indem Sie Trends erkennen, Signale verstehen und Ihr Portfolio auf Anlageklassen diversifizieren, die in jeder Krise der Menschheitsgeschichte ihren Wert behalten haben – Cash, Gold, Kunstwerke und Land. Wir sind dem Gang der Ereignisse nicht hilflos ausgeliefert. Diejenigen, die am besten informiert und vorbereitet sind, werden die kommende Krise und ihre Nachwirren mit dem geringsten Schaden überstehen.

James Rickards im August 2019

# EINFÜHRUNG

## KEIN LAND IN SICHT

Das Thema dieses Buches sind die Nachwirren der globalen Finanzkrise von 2008 und die Bestrebungen von Zentralbanken, zunächst einen völligen Zusammenbruch der Finanzmärkte zu verhindern, dann ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum herbeizuführen und schließlich ihre andauernden politischen Interventionen zu beenden. Außerdem wird dargelegt, dass die Krise nie wirklich beendet wurde, und es wird ein Weg aufgezeigt, wie in ihrer nächsten Phase Wohlstand gesichert werden kann. Wie die *Odyssee* ist diese zehn Jahre lange Reise nicht zu verstehen, ohne sich mit den Kämpfen zu beschäftigen, die ihr vorangingen. In diesem Buch werden wir die Vorgeschichte, die Nachwirren und die Zukunft der größten Finanzkrise seit der Weltwirtschaftskrise, die 1929 ihren Anfang nahm, betrachten.

In der *Odyssee*, dem epischen Drama des altgriechischen Dichters Homer, wird erzählt, wie der Held Odysseus und seine Mannen von Skylla und Charybdis bedroht werden, als sie nach dem Trojanischen Krieg heimwärts segeln. Skylla und Charybdis sind die gefürchtetsten Wesen der griechischen Mythologie, die nur einen Bogenschuss voneinander entfernt auf den gegenüberliegenden Felsen einer schmalen Meerenge hausen. Ihrem Wesen nach sind sie zwar weiblich, aber sie sind Ungeheuer. Skylla hat sechs Köpfe, und jedes ihrer Mäuler ist mit rasierklingscharfen Zahnreihen besetzt, die den furchterregenden Raubfisch aus dem Hollywoodthriller *Der Weiße Hai* wie einen zahmen Pudel erscheinen lassen. Ihre Taille ist ringsum mit geifernden Hundeköpfen bestückt, sie bewegt sich zu Wasser wie zu Lande mit zwölf tentakelartigen Beinen fort und verschlingt alles, was in ihre Reichweite kommt.

Über das Aussehen von Charybdis ist weniger bekannt, aber ihre Fähigkeiten sind ebenso furchterregend wie die der Skylla. Nach der griechischen Mythologie ist sie eine Tochter von Poseidon, des Gottes der Meere, und dreimal am Tag verschlingt sie das Meer und spuckt es

wieder aus. So erzeugt sie einen gewaltigen Meeresstrudel, in dem jedes Schiff, das ihm zu nahe kommt, mitsamt seiner Besatzung auf Nimmerwiedersehen verschwindet.

Odysseus hat eine schwere Entscheidung zu treffen. Er muss mit seinem Schiff die Meerenge passieren, und wenn er das eine Ungeheuer vermeiden will, kommt er dem anderen zu nahe. Er befiehlt seinen Mannen, das Schiff in sicherer Entfernung an Charybdis vorbeizulenken und sich der Gefahr durch Skylla auszusetzen. Er denkt sich, dass der Meeresstrudel das ganze Schiff mitsamt seiner Mannschaft verschlingen würde, während Skylla eine selektivere Bedrohung ist – eine klassische Anwendung von Risikomanagement. Das Wagnis zahlt sich aus: Zwar verschlingt Skylla sechs seiner Männer, doch die anderen und er selbst überleben, ihr Schiff bleibt heil, und sie können weitersegeln Richtung ihrer Heimat Ithaka.

Auf diesem Dilemma des antiken Helden Odysseus beruht die moderne Redewendung, sich »zwischen Skylla und Charybdis« zu befinden. Sie ist eine perfekte Metapher für den heutigen Zustand der Weltwirtschaft und die Entscheidungen, mit denen Staatenlenker und Politiker\* konfrontiert sind. Odysseus war in der Lage, seine Entscheidung trotz der drohenden Gefahren mit kühlem Kopf abzuwägen. Die Entscheidungsträger von heute sind mit ähnlich schwierigen Alternativen konfrontiert, ohne jedoch vorhersehen zu können, welche schlimmer sein wird. Die Geschichte der Politik der Zentralbanken seit 2008 ist eine Odyssee auf dem Weg zurück zu normalen Zinssätzen und Bilanzen. In der ursprünglichen *Odyssee* erreicht der Held zu guter Letzt die Heimat, allen Gefahren zum Trotz. Im Jahr 2019 sind die Zentralbanken nach wie vor auf hoher See, ohne dass Land in Sicht wäre.

Dieser Odyssee der Zentralbanken im 21. Jahrhundert ging ihre eigene Version eines Trojanischen Krieges voraus. Ab dem Jahr 2000 war

---

\* Anmerkung des Übersetzers: Um den Lesefluss nicht zu stören, wird in diesem Buch der Einfachheit halber bei der Bezeichnung von Personen und Personengruppen stets die männliche Form verwendet. Selbstverständlich ist dabei die weibliche Form (»Leserin«, »Politikerin« usw.) gleichrangig miteinbezogen.

Alan Greenspan, der damalige Chef der amerikanischen\*\* Notenbank Federal Reserve, in schneller Folge mit vier Problemen konfrontiert, die beinahe zu einer Deflation führten. Das erste war das Platzen der Dot-com-Aktienblase ab März 2000. Das zweite war eine zyklische Rezession, die in den Vereinigten Staaten im März 2001 begann, im Rahmen eines globalen Abschwungs in den entwickelten Volkswirtschaften. Das dritte Problem waren die Terroranschläge vom 11. September 2001 und ihre geopolitischen Konsequenzen historischen Ausmaßes, die zu Versicherungsschäden von 40 Milliarden Dollar und einem Einbruch der Aktienmärkte um 7,1 Prozent an einem einzigen Tag führten. Auf diesen Absturz folgte die längste Aussetzung des Börsenhandels seit 1933, vom 11. bis zum 14. September 2001. Und schließlich eröffnete im Dezember 2001 Chinas Vollmitgliedschaft in der World Trade Organization (WTO) der größten Agglomeration von billiger Arbeitskraft und überschüssigem Kapital in der Geschichte der Menschheit den Zugang zu den Weltmärkten. Chinas Aufstieg als wirtschaftliche Großmacht setzte zahlreiche Preise unter einen Abwärtsdruck, der bis heute nicht nachgelassen hat.

Das Ergebnis war ein Flirt mit der Deflation, dem schlimmsten Albtraum eines jeden Zentralbankchefs. Der US-Verbraucherpreisindex (VPI) stieg 2001 um nur 1,55 Prozent, der niedrigste Anstieg seit 1986, und davor seit 1964. Nachdem er 2002 auf 2,38 Prozent geklettert war, fiel er 2003 wieder, nämlich auf 1,88 Prozent. Auf diese Entwicklung reagierte die Fed, indem sie ihren annualisierten effektiven Tagesgeldzinsatz von 6 Prozent im Januar 2001 bis zum Ende des Jahres auf 1,8 Prozent senkte. Dann hielt Greenspan diesen Leitzins bis November 2004 unter 2 Prozent, um die Gefahr einer Deflation zu bannen.

Eine Deflation ist das größte Schreckgespenst eines jeden Zentralbankchefs, weil sie den realen Wert von Schulden erhöht, was zu Insolvenzen führt, die wiederum die Solvenz der Zentralbank gefährden. Dementsprechend wirft die Erhöhung des realen Werts von Schulden ein Schlaglicht auf die wachsende Bürde der Staatsverschuldung und

---

\*\* Anmerkung des Übersetzers: Mit »Amerika«, »Amerikaner« und »amerikanisch« sind in diesem Buch jeweils die »Vereinigten Staaten von Amerika«, der »US-Bürger« und »US-amerikanisch« gemeint. Um den Lesefluss nicht zu stören, wurde dieser Sprachgebrauch auch in der deutschen Übersetzung beibehalten.

stellt die Solvenz der USA infrage. Darüber hinaus führt eine Preisdeflation zu realen Verbesserungen des Lebensstandards der Bürger, die der Staat nicht wirkungsvoll besteuern kann. Durch Deflation wird Bargeld allmählich wertvoller, wodurch der Konsum gedämpft wird, mit dem das Wirtschaftswachstum steht und fällt. Schlimmer noch: Deflation ist eine Falle, aus der Zentralbankchefs mit den bekannten politischen Werkzeugen nicht entkommen können – ein Phänomen, das John Maynard Keynes als »Liquiditätsfalle« bezeichnet hat.

Greenspan gelang es, die Deflation in den Griff zu bekommen. Im Jahr 2005, dem letzten vollen Jahr seiner Amtszeit als Zentralbankchef, war der VPI wieder auf 3,42 Prozent geklettert, auf einen komfortablen Abstand zur Nullmarke. Doch Greenspan errang einen Pyrrhussieg. Die drei Jahre von 2001 bis 2004, in denen der Leitzins unter 2 Prozent lag, wurden zu Recht kritisiert als »zu lange zu niedrig«. Die niedrigen Zinssätze ließen die Immobilienblase entstehen und führten dazu, dass 2007 die Subprime-Hypothekenkrise ausbrach. Im Jahr darauf kam es zu einer globalen Finanzkrise, die beinahe den Bankensektor und das gesamte internationale Währungssystem zerstört hätte.

Was dann folgte, war eine noch extremere Version von Greenspans Antideflations-Medizin. Im Jahr 2008, dem Jahr der Krise, lag der VPI bei 0,09 Prozent, sogar noch niedriger als die 1,55 Prozent, die Greenspan 2001 verstört hatten. Greenspans Nachfolger Ben Bernanke senkte im Dezember 2008 den Leitzins auf 0 Prozent, auf dessen Niveau er bleiben würde, bis Janet Yellen, die nächste Fed-Chefin, ihn am 17. Dezember 2015 auf 0,25 Prozent erhöhte. Wenn Greenspans drei Jahre andauerndes Experiment mit Zinssätzen unter 2 Prozent die globale Finanzkrise in die Wege geleitet hatte, was sollte dann die Welt von der Nullzinspolitik halten, die seine Nachfolger Bernanke und Yellen sieben Jahre lang verfolgten?

Die Nullzinspolitik war keineswegs die einzige außergewöhnliche Maßnahme, die von der Federal Reserve unter Bernankes Führung ergriffen wurde. Bernanke leitete zudem eine noch nie da gewesene Orgie des Gelddruckens in die Wege, das sogenannte Quantitative Easing (QE, »quantitative Lockerung«). Dabei „druckte“ die Fed neues Geld, indem sie lang laufende Wertpapiere von großen Banken kaufte, die als Primärhändler an den Finanzmärkten auftraten. Diese Käufe wurden mit Geld

bezahlt, das die Fed aus dem Nichts geschöpft und den Banken einfach über entsprechende Buchungen gutgeschrieben hatte.

Diese quantitative Lockerung wurde in drei Runden vollzogen. Die erste, QE1, dauerte von November 2008 bis Juni 2010 an. QE2 begann im November 2010 und erfolgte bis Juni 2011, QE3 startete im September 2012 und wurde bis Oktober 2014 fortgesetzt. Durch diese drei Läufe der Notenpresse wurde die Geldbasis (im Fed-Jargon: die Geldmenge »Mo«) von 800 Milliarden auf 4,5 Billionen Dollar<sup>\*\*\*</sup> ausgeweitet. Die Gegenposition in den Büchern der Fed war ein 4,5 Billionen Dollar großer Berg aus US-Treasurys (Staatsanleihen) und »mortgage-backed securities« (MBS, »hypothekenbesicherte Wertpapiere«).

Die Auswirkungen von QE sind nach wie vor umstritten. Die meisten Experten räumen ein, dass QE1 eine sinnvolle Reaktion einer Zentralbank auf eine Liquiditätskrise gewesen sei, die mit dem Bankrott der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 in eine akute Phase eingetreten war. QE2 und QE3 ähnelten allerdings eher einem von Bernanke ausgebrüteten, historisch beispiellosen wissenschaftlichen Experiment.

Die Kritiker von QE waren rasch zur Hand mit der Behauptung, dass es zu einer Inflationswelle führen würde, so viel neues Geld zu drucken. Doch die Inflation ließ auf sich warten, da diese wenig mit der Geldmenge an sich zu tun hat. Inflation ist vielmehr ein psychologisches Phänomen, das auf Erwartungen und einer Form von adaptivem Verhalten beruht, die in der Mathematik als »Hypersynchronizität« bezeichnet wird. Die Geldmenge kann wie trockener Zunder sein, doch ohne einen Katalysator werden die Flammen der Inflation nicht ausbrechen. Von 2008 bis 2018 fehlte dieser Katalysator, weil die Verbraucher sparten, Schulden zurückzahlten und ihre finanziellen Verhältnisse konsolidierten. Nach 2008 ging die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes stark zurück, eine Entwicklung, die schon 1998 begonnen hatte. Die seelischen Wunden, die der Zusammenbruch der Märkte von 2008 geschlagen hatte, waren noch nicht verheilt. Aber der Zunder war da. Zehn Jahre nach der Krise zeichnete sich die Gefahr ab, dass die Sparneigung der Menschen rasch

---

\*\*\* Anmerkung des Übersetzers: Für einen besseren Lesefluss ist im Folgenden die Nennung von Dollar mit US-Dollar gleichzusetzen.

umschlagen konnte und sich zu einem selbst verstärkenden Verlust des Vertrauens in den Dollar und einer rapide steigenden Inflation auswachsen würde, wie es Ende der 1970er-Jahre der Fall gewesen war.

Die Befürworter von Bernankes QE verteidigten ihn gern mit der rhetorischen Frage: »Was hätte er denn sonst machen sollen?« Ende 2008 mussten die Vereinigten Staaten mit der schwersten Finanz- und Liquiditätskrise seit 1933 fertig werden. Bernankes akademischer Ruf beruhte darauf, dass er die Weltwirtschaftskrise gründlich studiert hatte, vor allem das entscheidende Jahr 1933, in dem US-Präsident Herbert Hoover von Franklin D. Roosevelt abgelöst wurde. Als ich Bernanke 2015 in Seoul traf, sprach er voller Bewunderung über Roosevelts Rolle bei der Bewältigung der Weltwirtschaftskrise. Er erzählte mir, dass Roosevelt kaum einmal genau gewusst habe, welche Folgen seine politischen Maßnahmen herbeiführen würden, und dass er viele Fehler gemacht habe. Dennoch habe Roosevelt es für besser gehalten, in einer Krise zu handeln statt gar nichts zu tun. Hippokrates wäre sicherlich anderer Meinung, aber Bernanke ist kein Arzt, sondern Ökonom. Wie Roosevelt war auch er entschlossen, eine wirtschaftliche Depression abzuwenden.

Bernankes QE beruht auf einer akademischen Theorie, die als »portfolio balance channel« (»Portfolio-Gleichgewicht-Kanal«) bezeichnet wird. Sie beruht auf der Idee, dass das Geld der Anleger ja irgendwohin fließen muss. Durch den Erwerb von lang laufenden US-Staatsanleihen reduzierte die Fed deren Gesamrendite und machte sie dadurch weniger attraktiv für Investoren. Dadurch wiederum wurden Aktien und Immobilien attraktiver, relativ gesehen. Wenn mehr Anlegergeld in die Aktien- und Immobilien-Kanäle floss, würden dadurch diese Anlagen im Wert steigen. Durch solche Wertsteigerungen würden mehr Sicherheiten für Kredite geschaffen. Die höheren Bewertungen solcher Assets würden außerdem einen Vermögenseffekt bewirken, der den Konsum fördern werde, da die Verbraucher sich wohlhabender fühlen und bereitwilliger mehr Geld ausgeben würden. Insgesamt würden mehr aufgenommene Kredite und höhere Konsumausgaben die Inflation in Richtung des Fed-Zielwerts von 2 Prozent hochtreiben, eine Normalisierung des Leitzinses erleichtern und das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu seinem früheren nachhaltigen Trendwert von über 3 Prozent zurückkehren lassen.

Tatsächlich stellte sich keines dieser Ergebnisse ein. Die aufgrund der von der Fed bevorzugten Kennzahl – der »core personal consumption expenditure« (PCE, »persönliche Kern-Konsumausgaben«) – ermittelte jährliche Inflationsrate verharrte sechs Jahre lang, bis 2017, unter 2 Prozent. Der Leitzins der Fed lag Mitte 2018 nach wie vor unter 2 Prozent, also deutlich unter den erwünschten 3,5 Prozent. Das reale BIP-Wachstum lag zwischen Juni 2009, dem Ende der vorangegangenen Rezession, und dem Ende des ersten Quartals 2018 bei unter 2,2 Prozent, also deutlich unterhalb des Langzeittrends. Als ab 2014 immer mehr wissenschaftliche Studien zum QE-Experiment veröffentlicht wurden, zeigte sich, dass die Ökonomen bestenfalls sagten, es habe keinen Schaden angerichtet. Es gab keinen Konsens, dass es irgendwelchen Nutzen gebracht hätte.

Bis 2015 wurden QE und die Nullzinspolitik beendet. Die Kritiker hatten falsch gelegen mit ihren Befürchtungen über Inflation; sie blieb aus. Die Fed hatte falsch gelegen mit ihrem Konjunkturprogramm; das Wirtschaftswachstum kehrte nicht wieder zu seinem Langzeittrend zurück. Die zehn Jahre andauernde Episode mit niedrigen Zinssätzen und aufgeblähten Zentralbankbilanzen entsprach weder den schlimmsten Befürchtungen der Kritiker noch den großen Erwartungen der politischen Entscheidungsträger.

Gleichwohl hatten QE und Nullzinsen durchaus einen Effekt: Es war der gleiche, den Greenspan in geringerem Umfang am Anfang des Jahrhunderts produziert hatte, nämlich Börsenblasen. Der Unterschied war jedoch, dass Greenspans Blase sich auf den Hypothekenmarkt beschränkte, obgleich die darauf folgende Panik auch alles andere erfasste, aufgrund von Leverage (überhöhter Fremdfinanzierungsquote), der wachsenden Zahl von Derivaten und der engen Vernetzung des globalen Bankensystems. Dagegen bildeten sich spätestens Ende 2018 überall Blasen – bei Aktien, Anleihen, Luxusimmobilien, in Schwellenländern und auf den chinesischen Kreditmärkten. Auch die Vernetzung der Märkte war noch dichter. Und wenn die Probleme von 2008 durch niedrige Zinssätze von 2001 bis 2004 verursacht wurden, dann waren jetzt die Risiken eine Folge niedriger Zinssätze *und* aufgeblähter Wertpapierbestände in den Büchern von Zentralbanken. Tatsächlich wurden diese Fehler nicht nur von der Fed gemacht, sondern waren ein typisches Merkmal der Aktionen von Zentralbanken in aller Welt.

Spätestens Ende 2015 waren die Zentralbanken krampfhaft bemüht, ihre Zinssätze und Bilanzen in den Bereich des Normalen zurückzuführen. Die Definition von »normal« war dabei spekulativ, da es ja noch nie ein historisches Beispiel für hochgradig abnorme Zinssätze und eine QE-Politik gegeben hatte. Selbst die Bank of Japan, die schon seit 1990 mit extremen Rezepten experimentiert, etwa mit negativen Zinssätzen und dem Kauf nicht nur von Staatsanleihen, sondern auch Aktien, hat angedeutet, ihren Kurs umkehren zu wollen. Im Fall der Federal Reserve könnte »normal« eine Bilanzsumme von 2,5 Billionen Dollar und einen Leitzins-Zielwert von 3,5 Prozent bedeuten – beide liegen weit entfernt von der tatsächlichen Position der Fed Anfang 2019.

Wenn von 1998 bis 2008 ein finanzieller Trojanischer Krieg tobte und danach der Weg zurück zur finanziellen Normalität einer Odyssee gleicht, dann stellt sich heute, im Jahr 2019, die Frage: Wo stehen wir nun? Die Antwort muss lauten: Leider ist nach wie vor kein Land in Sicht. Tatsächlich segeln wir direkt auf Skylla und Charybdis zu, die schon in Sichtweite sind. Wie Odysseus muss Fed-Chef Jerome Powell sich für einen Kurs entscheiden. Skylla ist eine globale Rezession und ein Einbrechen der Aktienmärkte um 60 Prozent; gravierend, aber noch zu bewältigen. Charybdis, der unersättliche Meeresstrudel, ist eine neue globale Liquiditätskrise, die das internationale Währungssystem nicht überleben würde.

Nach außen hin gibt die Fed sich zuversichtlich, was eine Rückkehr zur geldpolitischen Normalität angeht. Sowohl Janet Yellen als auch ihr Nachfolger Jerome Powell waren der Meinung, die Erhöhung des Leitzinses solle ganz allmählich erfolgen. In der Praxis bedeutet das vier Zinserhöhungen um je 0,25 Prozent im Jahr, jeweils im März, Juni, September und Dezember, mit gelegentlichen Unterbrechungen, die von starken Anzeichen für desinflationäre Tendenzen, ungeordnete Märkte oder nachlassende Schaffung von Arbeitsplätzen, ausgelöst werden könnten.

Die Normalisierung der Bilanzsumme soll noch stärker einem Automatismus folgen als die Zinserhöhungen. Die Fed wird ihre Wertpapierbestände nicht auf den Markt werfen, sondern vielmehr darauf verzichten, auslaufende Wertpapiere zu ersetzen. Wenn das US-Finanzministerium der Fed das Kapital einer auslaufenden »Treasury Note« (US-Staatsanleihe) auszahlt, verschwindet dieses Geld einfach, wenn es von der Fed vereinnahmt wird. Es ist das Gegenteil von Gelddrucken,

nämlich das Löschen von Geld. Statt QE haben wir jetzt QT: »Quantitative Tightening« (»quantitative Straffung«). Die Fed hat transparent kommuniziert, wie sie auf diese Weise ihre Bilanzsumme verkleinern will; allerdings sollte diese Transparenz nicht zu nachlassender Wachstumsamkeit führen. Anfang 2019 lag das Tempo der Bilanzverkleinerung bei 600 Milliarden Dollar pro Jahr, was die gleiche Wirkung hat wie vier Zinserhöhungen um 0,25 Prozent im gleichen Zeitraum. Die Gesamtwirkung von Zinserhöhungen und QT entspricht einem Anstieg des Leitzinses um 2 Prozent pro Jahr. Für eine Wirtschaft, die süchtig ist nach billigem Geld, ist das ein kalter Entzug.

Die Fed will Anleger glauben machen, die Kapitalmärkte hätten ihre Zinserhöhungen bereits eingepreist und QT sei ein »non-event«, der – mit den Worten der Fed – »im Hintergrund« ablaufen würde. Die Fed tut so, als könnten Sie ein Excel-Worksheet auf Ihrem Laptop laufen lassen, während Sie sich ungestört einen Netflix-Film ansehen. Diese Vorstellung ist nicht richtig. Die Einbildung, die Zinserhöhungen seien bereits eingepreist, ignoriert die Komplexität der globalen Finanzmärkte. Werden andere Länder, deren Währungen offiziell oder inoffiziell an den Dollar gekoppelt sind, im Gleichschritt mit der Fed ihre Zinssätze erhöhen, um den Wechselkurs zu stützen? Falls ja, werden dann genau diese Länder später gezwungen sein, die Dollarbindung aufzugeben, ihre Kapitalkonten zu schließen oder ihre Währung abzuwerten? Werden ungeordnete Aktienmärkte der Straffungspolitik der Fed in die Quere kommen, wie es zum Beispiel im September 2015 geschah, als die Fed den QT-»Liftoff« aufschob, oder im Dezember 2016, als die Fed schließlich doch den Leitzins erhöhte, um ihr Gesicht zu wahren? Diese Fragen veranschaulichen nur einige der negativen Folgen von Zinserhöhungen, denen die von der Fed eingesetzten Modelle nichts entgegenzusetzen haben.

Die Auffassung, die Normalisierung der Bilanz könne ohne störende Nebenwirkungen im Hintergrund ablaufen, ist sogar noch fragwürdiger als die Einbildung, die Zinserhöhungen seien bereits eingepreist. In den sechs Jahren von 2008 bis 2014 hat die Fed beinahe 4 Billionen Dollar an neuem Geld gedruckt, um die Kurse von riskanten Wertpapieren zu stützen. Jetzt will die Fed die Anleger glauben machen, es würde keine negativen Auswirkungen auf die Kurse genau dieser Wertpapiere haben, wenn sie 2 Billionen Dollar löscht, und das sogar in noch kürzerer Zeit.