



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

WIRTSCHAFT & POLITIK 18/07/2025

Finanzielle Repression oder Geldreform?

Was folgt aus den Staatsschulden in
Deutschland, Europa und den USA?

von NORBERT F. TOFALL

Zusammenfassung

Der Westen ist so hoch verschuldet wie früher nur in Kriegszeiten. Finanzielle Repression ist wahrscheinlich. Aber was tun, falls die Zeit dazu aufgrund neuer geopolitischer Krisen nicht ausreicht?

Abstract

The West is more indebted than it used to be in times of war. Financial repression is likely. But what can we do if there is not enough time due to new geopolitical crises?



Oftmals führen Kriege zu Staatsverschuldung in exorbitanter Höhe, so dass sowohl die Staatsfinanzen als auch das Geldsystem zerrüttet werden können. Nicht selten folgen Inflation und finanzielle Repression¹ oder Währungsreformen, was zu einer Entwertung der Ersparnisse und der Einkommen großer Teile der Bevölkerung führt – entweder relativ schleichend durch relativ geringe Inflation (sei es durch Verbraucherpreisinflation oder durch Vermögenspreisinflation) und finanzieller Repression oder disruptiv durch hohe Inflation bis hin zur Hyperinflation und Währungsreformen. Die Verarmung großer Teile der Bevölkerung ist auf die eine oder andere Art die Folge. Zudem haben Inflation und finanzielle Repression Auswirkungen auf die private Investitions- und Sparneigung und führen in der Regel zu Wachstumseinbußen.²

In den heutigen Friedenszeiten befinden sich die Staatsschulden vieler westlicher Staaten und insbesondere die der USA bereits auf Höhen, die sonst nur in Kriegszeiten zu beobachten waren. Die eigentlichen geopolitischen und geoökonomischen Herausforderungen liegen jedoch noch vor dem Westen. Da geopolitische Macht dauerhaft nicht ohne solide Staatsfinanzen, nicht ohne eine starke Wirtschaft, nicht ohne freie Finanz- und Kapitalmärkte und nicht ohne eine stabile Währung zu sichern ist,³ wäre ein Weiterdriften des Westens in eine exorbitante Staatsverschuldung fatal. Kurzfristig ist die Erhöhung der Staatsverschuldung tagespolitisch bequem, unterminiert mittel- und langfristig aber die ökonomischen Grundlagen geopolitischer Macht und die Möglichkeiten zur effektiven Landesverteidigung.

I.

Angesichts dieser Lage sind der Entwurf für den Bundeshaushalt der Bundesrepublik Deutschland für das laufende Haushaltsjahr 2025 und die Planungen für die folgenden Jahre der schwarz-roten Koalition von strategischer Ignoranz gekennzeichnet. Die Neuverschuldung in Höhe von über 80 Mrd. Euro und unter Einbeziehung

¹ Finanzielle Repression bedeutet, dass die Renditen der Staatsanleihen künstlich gesenkt werden, um dem Staat zu helfen, Staatsverschuldung abzubauen. In diesem Zusammenhang können auch Verstaatlichungen von Banken durchgeführt und Maßnahmen zur Beschränkung des Marktzutritts für Banken ergriffen werden. Darüber hinaus werden heimische Banken angehalten, vermehrt Staatsanleihen des eigenen Staates zu kaufen. Sollte aufgrund all dieser Maßnahmen Kapitalflucht entstehen, werden Kapitalverkehrskontrollen eingeführt. Zur Entschuldung mittels finanzieller Repression siehe CARMEN M. REINHART; M. BELEN SBRANCIA: *The Liquidation of Government Debt*, Working Paper 16893, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2011.

² Zu den negativen Auswirkungen von finanzieller Repression und Inflation auf das Wirtschaftswachstum und die ökonomische Entwicklung siehe RONALD I. MCKINNON: *Money and Capital in Economic Development*, Washington (Brookings) 1973, S. 68-88.

³ Siehe auch NORBERT F. TOFALL: *Geopolitik, Staatsschulden und Finanzmärkte*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 4. August 2023 sowie NORBERT F. TOFALL: *Schuldenverharmlosung als geopolitisches Problem*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 30. Juni 2021.



der Sondervermögen von 143 Mrd. Euro bei einem Gesamtbudget von ca. 500 Mrd. Euro für das laufende Jahr 2025 wird unter anderem damit begründet, dass die notwendige Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben nicht auf Kosten des Sozialietats erfolgen dürfe. Die schwarz-rote Koalition hat damit das Mantra des gescheiterten Bundeskanzlers der Ampel-Koalition, Olaf Scholz, übernommen. Ausgeblendet wird, dass mit dieser Schulden- und Haushaltspolitik, wenn sie auf Dauer fortgesetzt wird, zum einen die Wahrscheinlichkeiten für eine schleichende Verarmung großer Teile der Bevölkerung sowie für gesamtwirtschaftliche Wachstums- einbußen steigen und zum anderen auf Dauer keine dauerhafte solide Finanzierung der notwendigen höheren Verteidigungsausgaben erreicht wird.

Die vom Bundesfinanzminister Lars Klingbeil verbreitete Hoffnung, dass die durch Schulden finanzierten Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sich über gesamtwirtschaftliche Wachstumseffekte im Zeitablauf quasi selbst finanzieren und deshalb keine durchgreifenden Priorisierungen im Bundeshalt notwendig sind, ist überaus optimistisch. Wahrscheinlicher ist ein anderes Szenario: Die Wachstumsraten, die zur „Selbstfinanzierung“ dieser exorbitanten Schulden notwendig wären, dürften aufgrund der Produktivitäts- und Investitionsschwäche in Deutschland in den nächsten Jahren kaum zu erwirtschaften sein. Dazu wäre ein Wirtschaftsreformprogramm notwendig,⁴ von dem die Maßnahmen der schwarz-roten Regierung weit entfernt sind. Und selbst ein konsequentes Reformprogramm zur Rettung des Standortes Deutschland wirkt erst zeitverzögert. Damit dürfte bis auf weiteres gelten: Wenn im Zeitablauf keine durchgreifenden Priorisierungen im Bundeshalt vorgenommen werden – und der größte Block ist der Sozialietat, weshalb dort primär angesetzt werden muss –, dann wird der Schuldenbedarf immer schneller ansteigen.

Deutschlands Haushaltslage ist zwar deutlich besser als die von Italien und Frankreich, deren Haushaltssituation und Staatsverschuldung es fraglich erscheinen lassen, wie die beim letzten NATO-Gipfel vereinbarten Ausgaben für Verteidigung und verteidigungsrelevanter Infrastruktur in Höhe von 5 Prozent des BIP finanziert werden sollen. Aber Deutschland könnte bei Fortsetzung seiner derzeitigen Haushaltspolitik seine Rolle als Haftungsanker (Collateral) für die Europäische Währungsunion einbüßen. Italien und Frankreich versuchen bereits, auf europäischer Ebene Möglichkeiten zur Schuldenfinanzierung ihrer Verteidigungsausgaben zu schaffen, ganz zu schweigen davon, dass die EU-Kommission dabei ist, schuldenfinanzierte Verteidigungsausgaben von EU-Mitgliedsländern aus der zulässigen Verschuldungsgrenze herauszurechnen. Darüber hinaus hat die EU-Kommission den deutschen Verschuldungsplänen zugestimmt und damit die EU-Verschuldungsregeln noch unglaublicher gemacht.

⁴ Siehe GUNTHER SCHNABL: *Deutschlands fette Jahre sind vorbei. Wie es dazu kam und wie wir ein neues Wirtschaftswunder schaffen können*, München (FBV) 2024.



Dass ohne solide Staatsfinanzen geopolitische Macht nicht aufrechterhalten werden kann, scheint jedoch nicht nur in Deutschland, sondern auch in Frankreich verdrängt zu werden. Emmanuel Macron hat zwar seit seinem Amtsantritt 2017 wichtige wirtschafts- und sozialpolitische Reformen durchsetzen können, hat die französische Staatsverschuldung jedoch nicht in den Griff bekommen. Die französische Staatsverschuldung in Relation zum BIP stieg von 98 Prozent im Jahr seines Amtsantritts 2017 auf 113 Prozent im Jahr 2024 und soll laut Prognosen bis 2030 auf 128 Prozent ansteigen.⁵ Deshalb hat Präsident Macron versucht, sein Budgetbeschränkungsproblem auf die europäische Ebene zu verlagern, sei es durch Befürwortung einer lockeren Geldpolitik der EZB und insbesondere der EZB-Anleihekaufprogramme, sei es durch die Befürwortung neuer Schuldentöpfe auf EU-Ebene. Angesichts der haushaltspolitischen Probleme in Frankreich dürfte Macron diese Europapolitik mit noch mehr Nachdruck fortsetzen.

Die Politik der Schuldenverlagerung auf die europäische Ebene, die auch der ehemalige EZB-Präsident und ehemalige italienische Premierminister Mario Draghi in seinem Gutachten zum Zustand der EU (Draghi-Plan) vertritt,⁶ wird auf die Dauer die Finanzmärkte nur überzeugen, wenn ausreichend große andere Euroländer mit einer soliden Fiskalpolitik als Collateral dienen. Denn im Grunde vertritt Mario Draghi eine durch EU-Gemeinschaftsschulden finanzierte Industriepolitik und verkauft die dafür notwendigen EU-Gemeinschaftsschulden als Safe Asset. Dass dadurch der Euro als international nachgefragte Währung attraktiver wird und dadurch die Verschuldungsspielräume der Euro-Staaten erweitert werden, ist jedoch unwahrscheinlich. Sollte Deutschland darüber hinaus seine Schuldenbremse auf Dauer abschaffen oder weiter schleifen, dann schrumpft das größte Collateral des Euro in Form relativ solider deutscher Staatsfinanzen, was die Stabilität des Euro sogar schwächen dürfte. Und sollte eine neue Eurokrise offen ausbrechen, weil die Interessen der Euro-Nordländer und der Euro-Südländer weiterhin auseinanderklaffen und den Populisten von links und rechts in allen europäischen Staaten Zulauf beschert, dann könnte das potentielle Collateral zusehends wegbrechen.

⁵ Siehe STATISTIKA: *Frankreich: Staatsverschuldung von 1980 bis 2023 und Prognosen bis 2030 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP)*, online: [Frankreich - relative Staatsverschuldung bis 2030 | Statista](#)

⁶ “Es ist eine gewisse gemeinsame Finanzierung von Investitionen auf EU-Ebene erforderlich, um das Produktivitätswachstum zu maximieren und andere europäische öffentliche Güter zu finanzieren... Die Ausgabe gemeinsamer sicherer Anlagen zur Finanzierung gemeinsamer Investitionsvorhaben könnte nach bestehenden Vorlagen erfolgen, müsste jedoch mit allen Garantien einhergehen, die ein solcher grundlegender Schritt beinhalten würde. Für die Verwendung einer gemeinsamen sicheren Anlage gibt es einen bewährten Präzedenzfall bei der Finanzierung des Programms NextGenerationEU“, siehe S. 77 im sogenannten Draghi-Plan: *Die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit. Teil A. Eine Strategie für die Wettbewerbsfähigkeit Europas*, September 2024, Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union 2025, online: [97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_de](#)



Sowohl Europa als auch den USA ist gemein, dass die Regierungen es bislang nicht vermocht haben, die bei den Wählern beliebten Sozialleistungen dem Leistungsvermögen der Wirtschaft anzupassen. Vor allem in Frankreich und in geringerem Maß in den USA wurde der Ausbau des Sozialstaats durch Neuverschuldung finanziert. In Deutschland haben die Regierungen von Angela Merkel aufgrund der von Finanzminister Wolfgang Schäuble streng bewachten Schuldenbremse diesen Ausbau durch Vernachlässigung der öffentlichen Infrastrukturinvestitionen und der Verteidigungsfähigkeit finanziert.

Der Ampelkoalition war eine Korrektur dieser Politik misslungen, da sie es nicht vermocht hatte, die Prioritäten bei Staatsausgaben neu zu setzen. Nötig wären auch unter der neuen schwarz-roten Bundesregierung weniger Sozialausgaben und eine effektivere und effizientere, den Staatshaushalt weniger belastende Klima- und Energiepolitik. Die jetzt beschlossenen höheren Ausgaben für die Erneuerung der Infrastruktur und die Verteidigungsfähigkeit müssten im Zeitablauf durch Kürzungen in anderen Teilen des Bundshaushalts finanziert werden.

Das in den USA am 3. Juli 2025 verabschiedete Steuer- und Ausgabengesetz, „Big Beautiful Bill“ genannt, enthält zwar durchaus nicht zu verachtende Kürzungen im Sozialbereich und anderen Teiletats, dürfte die Dynamik der steigenden Staatsschulden der USA aber nicht brechen, sondern weiter steigern, wenn nicht weitere Einsparungen vorgenommen werden. Die Schuldenprognose des Congressional Budget Office (CBO)⁷ vom März 2025 wurde im Senat von einigen republikanischen Senatoren zwar als zu pessimistisch eingestuft, weil diese mögliche Wachstumseffekte der Big Beautiful Bill nicht berücksichtigt. Im Vergleich zur Langfristprognose des US-Finanzministeriums⁸ erscheint die CBO-Prognose hingegen als eher zu optimistisch. In der Prognose des US-Finanzministeriums wird prognostiziert, dass die Schuldenquote der USA bis 2050 auf über 200 % steigen könnte,⁹ während die Schätzung des CBO auf rund 145 % kommt. Das CBO stützt seine Schätzung auf die Annahme, dass vorübergehende Erhöhungen der Staatsausgaben und Steuersenkungen zu einem späteren Zeitpunkt auslaufen werden.¹⁰

Die deutsche Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) warnt, dass die USA ohne Gegenmaßnahmen wie etwa Steuererhöhungen oder weitere Ausgabenkürzungen in eine deutlich stärkere Schuldenspirale geraten könnten als bislang angenommen. „Bei einer jährlichen Defizitsteigerung von 10 Prozent und einem Anstieg des Zinssatzes um lediglich 0,1 Prozentpunkte pro Jahr ist eine Schuldenquote von über 170 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf Sicht von zehn Jahren nicht

⁷ [The Long-Term Budget Outlook: 2025 to 2055 | Congressional Budget Office](#)

⁸ [Financial Report of the United States Government - Financial Statements of the United States Government for the Fiscal Years Ended September 30, 2024, and 2023](#)

⁹ Vgl. ebenda.

¹⁰ Siehe [US fiscal folly could create big, beautiful debt spiral | Reuters](#)



unwahrscheinlich. Eine Erhöhung des Staatsdefizits um nur 5 Prozent im Jahr und des Zinssatzes um 0,1 Prozentpunkte würde immer noch zu einer Schuldenquote von über 150 Prozent des BIP führen.“¹¹

Wie dem auch sei, angesichts dieser und anderer Prognosen kann durchaus vernachlässigt werden, dass die Big Beautiful Bill den bereits prognostizierten Anstieg der US-Staatsverschuldung zusätzlich um 3,3 Billionen Dollar in den nächsten 10 Jahren steigern soll, was die US-Staatsverschuldung auf 60 Billionen US-Dollar erhöhen würde. Die USA haben so oder so ein Staatsschuldenproblem. Inwieweit ein Anstieg der US-Staatsverschuldung als Anteil am BIP durch positive Wachstumseffekte, die aus den in der Big Beautiful Bill beschlossenen Kürzungen der Sozialausgaben und den Steuersenkungen folgen können, begrenzt oder sogar gesenkt werden wird, ist derzeit offen. Auch muss berücksichtigt werden, dass Trumps Zollpolitik das Wachstum bremsen kann. Donald Trump scheint jedoch – ebenso wie der deutsche Finanzminister Lars Klingbeil bezüglich der deutschen Investitionspakete und ebenso wie Mario Draghi bezüglich neuer EU-Gemeinschaftsschulden – von der vulgär-keynesianischen Hoffnung beseelt zu sein, dass sich die hohen Staatsschulden durch hohes zukünftiges Wirtschaftswachstum überwiegend von selbst finanzieren werden. MAGA and MEGA qua Government Debt?

II.

Die USA und viele Staaten Europas sind heute – in Friedenszeiten – bereits so stark verschuldet wie sonst nur in Kriegszeiten. Deshalb würde eine ausgeprägte Finanzkrise wie 2008 oder eine neue europäische Staatsschuldenkrise im Vorfeld oder im Falle eines heißen Krieges schnell existentielle sicherheitspolitische Auswirkungen zeitigen. Eine neue Finanzkrise wie 2007 und 2008 ist derzeit jedoch weniger wahrscheinlich. Denn die Zentralbanken haben sich in den letzten Jahren vielfältige Mittel geschaffen, den Beginn solcher Krisen schon im Keim zu ersticken. Nichtsdestotrotz wird der Westen bezüglich der Höhe seiner Staatsschulden durch die aufziehenden geopolitischen Konflikte auf dem falschen Fuß erwischt.

Das wahrscheinlichste Szenario besteht zurzeit darin, dass die Regierungen in Europa und den USA versuchen werden, sich durch finanzielle Repression zu entschulden, d.h. dadurch, dass die Zentralbanken die Zinslasten senken, wodurch Budgetspielräume gewonnen werden. Der Angriff von US-Präsident Donald Trump auf die Fed und seine Stable-Coin-Pläne weisen u.a. bereits in diese Richtung. Der Angriff auf die Unabhängigkeit der Fed zielt auf die Durchsetzung von niedrigeren Zinsen, während durch die Förderung von Stable-Coins, welche US-Treasuries als

¹¹ Siehe KfW RESEARCH: *Staatsverschuldung der USA droht stärker zu steigen als bislang angenommen*, Pressemitteilung vom 27.06.2025, online: [KfW Research: Staatsverschuldung der USA droht stärker zu steigen als bislang angenommen | KfW](#)



notwendiges Element enthalten müssen, die Nachfrage nach US-Treasuries gesteigert werden soll.

Finanzielle Repression bedeutet, dass die Renditen von Staatsanleihen künstlich gesenkt werden, um so dem Staat zu helfen, Staatsverschuldung abzubauen oder aufgrund gesunkener Zinslasten Budgetspielräume zu erlangen. In diesem Zusammenhang kann auch die Kreditvergabe der Banken durch Regulierung staatlich gelenkt oder Banken verstaatlicht werden. Darüber hinaus werden Banken angehalten, vermehrt Staatsanleihen des eigenen Staates zu kaufen. Sollte aufgrund all dieser Maßnahmen Kapitalflucht entstehen, werden Kapitalverkehrskontrollen angeordnet.¹²

Eine Entschuldung des Staates durch finanzielle Repression benötigt in der Regel Zeit und ist nur über mehrjährige Handlungsperioden möglich. Dabei zeitigt finanzielle Repression Auswirkungen auf die private Investitions- und Sparneigung und führt in der Regel zu Wachstumseinbußen.¹³ Wie in einer Veröffentlichung der Deutschen Bundesbank gezeigt wurde, können diese Wachstumseinbußen so weit gehen, dass die Schuldenquote des Staates trotz finanzieller Repression nicht sinkt, sondern weiter ansteigt.¹⁴ Das heißt, dass durch finanzielle Repression die ökonomischen Grundlagen für geopolitische Macht nicht nur weiter erodieren, sondern die Erosionsgeschwindigkeit durch misslungene Entschuldung sogar zunehmen kann.

Da finanzielle Repression in der Regel mit Wachstumseinbußen verbunden ist, dürfte die Hoffnung, dass sich die hohen Staatsschulden durch hohe Wachstumsraten überwiegend von selbst finanzieren, lediglich eine wählerwirksame ökonomische Sicherheit vortäuschen, die sich höchstwahrscheinlich nicht erfüllen wird. Geopolitisch fatal ist, dass die Spielräume für notwendige Verteidigungsausgaben im Zeitablauf kontinuierlich sinken. Aber nicht nur aus diesem Grund ist Schuldenverharmlosung ein geopolitisches Problem.¹⁵ Durch geringeres Wirtschaftswachstum wird die Finanzkraft des Staates dauerhaft geschwächt. Zudem unterminiert finanzielle Repression freie Finanz- und Kapitalmärkte und eine stabile Währung, was wiederum negativ auf das Wirtschaftswachstum wirkt.

¹² Zur Entschuldung mittels finanzieller Repression siehe CARMEN M. REINHART; M. BELEN SBRANCIA: *The Liquidation of Government Debt*, Working Paper 16893, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2011.

¹³ Zu den negativen Auswirkungen von finanzieller Repression und Inflation auf das Wirtschaftswachstum und die ökonomische Entwicklung siehe RONALD I. MCKINNON: *Money and Capital in Economic Development*, Washington (Brookings) 1973, S. 68-88.

¹⁴ Siehe MARTIN KLIEM, ALEXANDER KRIWOLUZKY, GERNOT J. MÜLLER und ALEXANDER SCHEER: *An easy way out – finanzielle Repression als leichter Weg aus den Schulden?*, Research Brief, 70. Ausgabe, Oktober 2024, online: [An easy way out – finanzielle Repression als leichter Weg aus den Schulden?](#)

¹⁵ Siehe NORBERT F. TOFALL: *Schuldenverharmlosung als geopolitisches Problem*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 30. Juni 2021.



Unabhängig von der Gefahr einer derartigen Abwärtsspirale stellt sich angesichts der heraufziehenden geoökonomischen und geopolitischen Herausforderungen und angesichts des neuen Ost-West-Konflikts die Frage, ob Europa und die USA überhaupt noch ausreichend Zeit haben, längerfristige Entschuldungsstrategien in Form von finanzieller Repression zu ergreifen.

Wenn China im Dezember 2026 oder auch erst zwei Jahre später eine Totalblockade von Taiwan ins Werk setzen sollte oder Russland im Dezember 2026 oder erst zwei oder drei Jahre später das Baltikum angreift, um die NATO zu testen, dann hätte finanzielle Repression bezüglich der Entschuldung noch wenig geholfen, aber bezüglich des Wirtschaftswachstums enorm geschadet. Auf den derzeitigen hohen Schuldenstand würden weitere sehr hohe Schulden für noch höhere Verteidigungsausgaben gesetzt werden. Deshalb sollte jenseits des wahrscheinlichen Szenarios einer ausgeprägten finanziellen Repression – allein schon aus eigenen sicherheitspolitischen Interessen – die strategische Frage nach Alternativen zur finanziellen Repression gestellt werden:

Welches alternative Entschuldungsszenario könnten Europa und die USA unabhängig voneinander wählen?

Da die schrittweise Entschuldung der Staaten der Europäischen Union und insbesondere der Eurozone aber auch die der USA bislang erfolglos war und vermutlich auch weiterhin erfolglos bleiben wird und da auch die reale Gefahr besteht, dass für eine schrittweise Entschuldung kaum mehr Zeit mehr bestehen könnte, sollte die Möglichkeit einer Entschuldung in einem Schritt in Betracht gezogen werden. In den vergangenen Jahren hatte das Flossbach von Storch Research Institute ein derartiges Entschuldungsszenario in einem Schritt im Sinne einer Geldreform wiederholt beschrieben,¹⁶ weshalb die folgenden Ausführungen möglichst knappgehalten werden.

III.

Der ökonomische Problemdruck, der aus den hohen Staatsschulden folgt, hat in den letzten Jahren mitnichten abgenommen, sondern nimmt – wie oben beschrieben – stetig zu, so dass das von uns präferierte Entschuldungsszenario politisch und geopolitisch immer größere Plausibilität gewinnt. Dieses Szenario hat drei Elemente. Es könnte zu einem politisch geplanten Stichtag oder auch in einer aktuellen Krisensituation umgesetzt werden.

¹⁶ Siehe bspw. THOMAS MAYER und NORBERT F. TOFALL: *Währungswettbewerb zur Rettung des Euro*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 31. Oktober 2018.



Dem sogenannten Chicago-Plan von 1933 folgend¹⁷ könnten die EZB und die Fed *erstens* die Staatsschulden ihrer jeweiligen Länder auf ihre Bilanz nehmen und *zweitens* den Bürgern sichere Bankeinlagen durch Volldeckung mit Zentralbankgeld ermöglichen sowie einen digitalen Euro und einen digitalen Dollar als Vollgeld schaffen.¹⁸ Politische Manipulationen des Zinses würden so erschwert. Darüber hinaus muss *drittens* durch die Zulassung von konkurrierenden Privatwährungen¹⁹ „marktwirtschaftlicher Abwanderungsdruck“ auf- und ausgebaut werden.²⁰

Wenn man bedenkt, dass sich die EZB und die Fed mit ihren Anleihekaufprogrammen seit der Finanzkrise von 2008 de facto seit längerem auf dem Weg befinden, die Staatsschulden ihrer jeweiligen Länder auf ihre Bilanz zu nehmen, dann erscheint die skizzierte Vorgehensweise alles andere als utopisch. Die anderen Elemente der skizzierten Vorgehensweise dienen zur Absicherung, dass der Übergang zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung eingeleitet wird und dass nach dem einmaligen Schritt der Entschuldung das bisherige fiskal- und geldpolitische Spiel nicht erneut beginnt.

Durch die Schaffung einer sicheren Bankeinlage kann der Staat Banken – wie alle anderen Unternehmen in einer Marktwirtschaft auch – in Konkurs gehen lassen, weil die durch 100 Prozent Zentralbankgeld gedeckte sichere Einlage bei einer Bankenpleite nicht untergeht. Der Kunde muss der Abwicklungsbehörde lediglich den Namen einer anderen Bank mitteilen, zu der seine sichere Einlage transferiert wird. Ein digitaler Vollgeld-Euro und ein digitaler Vollgeld-Dollar dienen dazu, dass die Geldmenge mittels einer in einem Algorithmus niedergelegten Regel – beispielsweise dem Potentialwachstum in Sinne von Milton Friedman – ausgeweitet wird und nicht aufgrund politischer Opportunitäten. Und die allumfassende Zulassung

¹⁷ Siehe IRVING FISHER: *100% Money and the Public Debt*, Economic Forum April-June 1936, pp. 406-420 sowie JAROMIR BENES and MICHAEL KUMHOF: *The Chicago Plan Revisted*, IMF-Working Paper, WP/12/202, August 2012. Zu den Befürwortern einer 100-Prozent-Reservepflicht für Geschäftsbanken gehörte neben Irving Fisher auch Milton Friedman, siehe MILTON FRIEDMAN: *A Program for Monetary Stability, Band 3: The Millar Lectures*, New York (Fordham University Press) 1961.

¹⁸ Siehe THOMAS MAYER: *Ein digitaler Euro zur Rettung der EWU*, Studie des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 24. Oktober 2019.

¹⁹ Siehe FRIEDRICH A. VON HAYEK: *Entnationalisierung des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel*, Tübingen (Mohr) 1977.

²⁰ Siehe bereits FRANK SCHÄFFLER und NORBERT F. TOFALL: „Euro-Stabilität durch konkurrierende Privatwährungen“, in: DIRK MEYER (Hg.): *Die Zukunft der Währungsunion. Chancen und Risiken des Euros*, mit Beiträgen von Helmut Schmidt, Václav Klaus, Arnulf Baring, Roland Vaubel, Wolf Schäfer, Hans-Olaf Henkel, Charles B. Blankart und anderen, Berlin (LIT) 2012, S. 275 – 288 sowie NORBERT F. TOFALL: *Währungsverfassungsfragen sind Freiheitsfragen. Mit Kryptowährungen zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung?*, Studie zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 15. Januar 2018.



von konkurrierenden Privatwährungen wie Kryptowährungen ermöglicht zum einen eine flexible Gesamtgeldmenge, verhindert aber zum anderen als marktwirtschaftliche Schuldenbremse, dass Euro und Dollar zielgerichtet liberalisiert werden, weil die Bürger bei einem weiteren Wertverlust aus ihnen abwandern können.

Kryptowährungen sind ein Anwendungsfall von konkurrierenden Privatwährungen im Sinne von Friedrich August von Hayek. Da Kryptowährungen, wenn sie entsprechend digital konzipiert werden, trotz des staatlichen Geldmonopols letztlich nicht verboten werden können bzw. ein Verbot nicht ohne weiteres durchsetzbar ist, kommt ihnen eine besonders relevante Rolle im Prozess der Entstehung von dezentraler Gegenmacht zum staatlichen Geldmonopol zu. Beachtet werden sollte zudem, dass eine marktwirtschaftliche Geldordnung,²¹ die wir leider (immer noch) nicht haben, durch die in ihr wirksamen Schuldenbremsen die Überschuldungskrise von Staaten und Banken erst gar nicht hätte entstehen lassen:

„Durch Gewährung von vollständiger Produzenten- und Konsumentenfreiheit im Finanzsektor könnte es jedem einzelnen Bürger ermöglicht werden, zwischen staatlichem und anderem Geld zu wählen. Dazu müßte das staatliche Geldmonopol fallen und lediglich zugelassen werden, daß sich in dezentralen Entdeckungsverfahren parallel zum staatlichen Zahlungsmittel alternative Währungen, konkurrierende Privatwährungen, entwickeln können. Da niemand freiwillig schlechtes Geld hält, wird der sich entwickelnde Währungswettbewerb die privaten, aber auch die staatlichen Geldproduzenten dazu anhalten, besseres Geld zu produzieren. Die Produktion von schlechtem Geld und die Verschlechterung von gutem Geld würde von den Menschen aufgrund ihrer freien Wahlmöglichkeit zwischen unterscheidbaren privaten und staatlichen Währungen, also aufgrund ihrer Konsumentenfreiheit, durch Abwanderung zu konkurrierendem Geld bestraft werden.²²

Der Staat müßte bei gesunkener Kaufkraft seiner Währung zur Deckung seiner Ausgaben entweder die Steuern erhöhen, sparen oder neue Schulden aufnehmen. Sollten diese Anleihen in der eigenen staatlichen Währung aufgenommen werden und aus purer Geldschöpfung bestehen, dürfte erneut die private Nachfrage nach der staatlichen Währung und somit ihr Wert sinken. Dieser Entwicklung könnte nur durch höhere Zinsen für das staatliche Geld entgegengewirkt werden. Höhere Zinsen verteuern jedoch die

²¹ Unter einer marktwirtschaftlichen Geldordnung wird eine wettbewerbliche Geldordnung verstanden oder genauer: ein reputationsbasiertes wettbewerbliches Geldsystem. Dieses unterscheidet sich vom Free Banking im engeren Sinne, das in der Regel auf dem Goldstandard basiert, durch die Zulassung unterscheidbarer Währungsstandards, siehe hierzu: PAUL TERRES: *Die Logik einer wettbewerblichen Geldordnung*, Tübingen (Mohr) 1999, S. 166 – 277.

²² Dagegen wird oft „Gresham’s Law“ angeführt, das besagt, dass schlechtes Geld gutes Geld verdrängt. Das gilt jedoch nur, wenn schlechtes Geld mit staatlichem Annahmewang versehen ist. Ohne diesen Annahmewang müsste der Empfänger von schlechtem Geld damit rechnen, dass er es nicht mehr gegen ein werthaltiges Objekt los wird. Folglich würde er die Annahme verweigern.



Rückzahlung der Staatsschulden. Ein Staat würde folglich durch die Zulassung von konkurrierenden Privatwährungen und eines allumfassenden Währungswettbewerbs gezwungen, eine nachhaltigere Haushaltspolitik zu verfolgen.“²³

Die Entwicklung von konkurrierenden Privatwährungen in Form von Kryptowährungen hat in den letzten Jahren zu mehr Währungswettbewerb geführt, was bereits im Zuge der Finanzkrise von 2008 gefordert²⁴, aber damals von den meisten politischen Entscheidungsträgern entweder belächelt oder verteufelt wurde. Heute haben selbst die Zentralbanken eingesehen, dass sie Kryptowährungen, wenn diese entsprechend konzipiert werden, letztlich nicht verbieten können. Die Zentralbanken arbeiten deshalb an digitalen Zentralbankgeld, um privaten Kryptowährungen Konkurrenz zu machen und deren disziplinierende Wirkung auf die staatliche Geldpolitik zu begrenzen, verpassen dabei aber eine Chance, die Möglichkeiten der Digitalisierung für eine Geldreform zu nutzen.²⁵

Deshalb muss den Zentralbanken die Arbeit an digitalem Zentralbankgeld aber nicht wie von Donald Trump in den USA verboten werden. Ein digitaler Dollar im Sinne des hier dargestellten Entschuldungskonzepts würde durchaus Sinn ergeben, wenn ein digitaler Dollar als Teil einer Geldreform entsprechend konzipiert wird und ein allumfassender Währungswettbewerb zugelassen wird.

Bezüglich Regulierungen von privaten Kryptowährungen gilt darüber hinaus das, was Hayek bezüglich Vorschriften einer materiellen Deckung von Währungen oder einem verpflichtenden Goldstandard ausgeführt hat. Derartige Vorschriften und Verbote sind nach Ansicht von Friedrich August von Hayek sowohl unnötig als auch schädlich. Denn der „Wettbewerb würde sicherlich die emittierenden Institutionen weit wirksamer dazu zwingen, den Wert ihres Geldes (in Bezug auf ein festgesetztes Güterbündel) konstant zu halten, als es irgendeine Verpflichtung zur Einlösung des Geldes in diese Güter (oder in Gold) könnte.“²⁶ Natürlich könnte es geschehen, dass sich bei freiem Wettbewerb zwischen verschiedenen Geldarten zunächst Gold (oder Bitcoin) als die beliebteste Geldart erweist. Die zunehmende Nachfrage nach Gold (oder Bitcoin) würde aber vermutlich zu einem solchen Anstieg und eventuell

²³ FRANK SCHÄFFLER und NORBERT F. TOFALL: „Währungswettbewerb als Evolutionsverfahren. Der Übergang vom staatlichen Papiergeldmonopol zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung ist evolutionär mittels Wettbewerb möglich“, in: PETER ALTMIKS (Hg.): *Im Schatten der Finanzkrise. Muss das staatliche Zentralbankwesen abgeschafft werden?* München (Olzog) 2010, S. 135 – 155.

²⁴ Siehe THORSTEN POLLEIT, MICHAEL VON PROLLIUS, FRANK SCHÄFFLER und NORBERT F. TOFALL: „Überwindung der Krise durch gutes Geld“, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 5. Juni 2009, Nr. 128, S. 12.

²⁵ Siehe NORBERT F. TOFALL: *Digitales Zentralbankgeld. Verspielt die EZB gerade eine Chance*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 14. Februar 2020.

²⁶ FRIEDRICH A. VON HAYEK: *Entnationalisierung ...* a.a.O., S. 32.



zu heftigen Schwankungen des Goldpreises (oder Bitcoin-Preises) führen, dass Gold (oder Bitcoin) aufhören würde, sich als Geldeinheit für den Geschäftsverkehr und das Rechnungswesen zu eignen.²⁷

Und damit zurück zum eigentlichen Entschuldungsszenario. Durch das skizzierte Entschuldungsszenario würden sowohl die geldpolitischen Manipulationen der letzten Jahrzehnte beendet als auch die fiskalpolitisch unverantwortlichen Staatsschuldenbudgets begrenzt. Da dadurch ein neues Wachstumspotential geschaffen würde, könnten die Volkswirtschaften Europas und der USA ihre erhöhten Verteidigungsausgaben dauerhaft solide finanzieren, wenn sie die Alternative „Entschuldung qua Geldreform“ der wachstumshemmenden finanziellen Repression vorziehen.

Ceterum censeo: Der Dreh- und Angelpunkt sind die Staatsschulden. Die Staatsschulden müssen reduziert und unsere monetäre und fiskalische Ordnung muss neu aufgestellt werden. Denn geopolitische Macht ist ohne solide Staatsfinanzen, ohne eine starke Wirtschaft, ohne freie Finanz- und Kapitalmärkte und ohne eine attraktive Währung nicht zu sichern.

²⁷ Vgl. ebenda, S. 102 und 127 sowie NORBERT F. TOFALL: *Bitcoin, Altcoins oder Gold? Für Privatanleger und für Zentralbanken? Oder für eine Geldreform?* Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 27. Januar 2025.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / *Graurheindorfer Str.* 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 18. Juli 2025