

# Überliquidität, Spekulationsblasen und Wirtschaftskrisen\*

Thieß Petersen



Dr. Thieß Petersen, Diplom-Volkswirt, Senior Project Manager bei der Bertelsmann Stiftung in Gütersloh, Lehrbeauftragter an der Fachhochschule Westküste (Heide) und an der Europa-Universität Viadrina (Frankfurt/Oder). Aktuelle Arbeitsschwerpunkte: Ursachen und Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise, Chancen und Risiken der Globalisierung, Eurokrise.

### Zusammenfassung

In den entwickelten Volkswirtschaften kommt es systematisch zur Bereitstellung einer Überliquidität, die Spekulationsblasen entstehen lässt, deren Platzen eine wirtschaftliche Krise auslöst. Die Überliquidität – also eine Geldmenge, die größer ist als das zur Finanzierung der Transaktionen in der realen Wirtschaft erforderliche Geldvolumen –, kann unterschiedliche Quellen haben: eine expansive Geldpolitik der Zentralbanken, eine Geldschöpfung durch das System der Geschäftsbanken, die Bildung von Ersparnissen auf Seiten der Konsumenten und dauerhafte Leistungsbilanzüberschüsse. Selbst eine restriktive Geldpolitik der Zentralbanken ist angesichts dieser endogenen Liquiditätsquellen nicht in der Lage, die Entkopplung der Geldwirtschaft von der realen Wirtschaft zu verhindern.

## 1. Einleitung

Ökonomische Krisen begleiten die Menschheit seit jeher. Während Wirtschaftskrisen in den Zeiten ökonomisch wenig entwickelter Gesellschaften primär ein exogenes Ereignis waren, haben sie sich in den Industrienationen bzw. im Zeitalter der Globalisierung zu einem systemimmanenten Element der Ökonomie und damit zu einem endogenen Phänomen entwickelt. Wirtschaftskrisen sind dabei definiert als starke Rückgänge der Produktion und Beschäftigung, also als ein Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts und ein Anstieg der Arbeitslosigkeit mit entsprechenden Folgewirkungen für die Staatsfinanzen und den sozialen Zusammenhalts. Der abrupte und massive Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts folgt auf eine Phase mit einem starken wirtschaftlichen Aufschwung. Letzterer ist das Resultat übertrieben optimistischer Zukunftserwartungen und einer hohen Liquidität. Kurz gefasst ist eine Wirtschaftskrise das Resultat einer geplatzten Spekulationsblase. Die Objekte dieser Spekulationsblase können sehr unterschiedlich sein: bahnbrechende Innovationen, Immobilien, Aktien, Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, Staatsanleihen oder Edelmetalle. Entscheidend ist nur, dass eine kritische Menge von Sparern und Investoren glaubt, dass der Kauf eines bestimmten Vermögensobjektes lohnend ist, weil es im Zeitablauf zu Preissteigerungen

systemimmanentes Element der Ökonomie

Wirtschaftskrise: Resultat einer geplatzten Spekulationsblase

kommt, die einen Vermögenszuwachs bedeuten. Neben diesen optimistischen Erwartungen ist eine hohe Liquidität für das Entstehen einer Spekulationsblase erforderlich. Die zentrale These dieses Beitrags lautet, dass es in den entwickelten Volkswirtschaften der Globalisierung systematisch zu der Bereitstellung dieser Liquidität kommt, die dann systematisch in den Erwerb bestimmter Vermögenswerte fließen und eine Spekulationsblase entstehen lassen, deren Platzen eine wirtschaftliche Krise auslöst. Die „Überliquidität“ – also eine Geldmenge, die schneller wächst als die Menge an Gütern und Dienstleistungen und damit größer ist als das zur Finanzierung der realen Wirtschaft erforderliche Geldvolumen –, kann unterschiedliche Quellen haben. Entscheidend ist nur, dass die Liquiditätszuwächse in entwickelten Volkswirtschaften automatisch – d.h. endogen und systemimmanent – entstehen und damit die monetäre Basis für eine Spekulationsblase bereitstellen.

## 2. Psychologische Elemente einer spekulativen Blase

Spekulative Blasen gibt es seit Menschen mit Vermögenswerten handeln. Die erste bekannte Spekulationsblase entstand 1637 in den Niederlanden. Dort entwickelte sich die aus dem Orient eingeführte Tulpe zu einem Statussymbol der Oberschicht. Die Preise für Tulpenknollen schossen in die Höhe. Im Februar 1637 betrug der Preis das Zwanzigfache des Preises, der noch im November 1636 herrschte. In der Spitze erreichten ausgewählte Tulpenarten Preise, die dem damaligen halben Lebenseinkommen einer Durchschnittsfamilie entsprachen. Dann aber kam es zu einer weiteren Auktion, bei der niemand mehr bereit war diese Preise zu zahlen, sodass die spekulative Blase platzte (vgl. Ilgmann/van Suntum 2008: 742).

Spekulationsblasen sind in erheblichem Maße ein psychologisch bedingtes Phänomen. Zunächst einmal können Gier und Neid zu einer Spekulationsblase führen. Wenn Bekannte im sozialen Umfeld eines Menschen durch den Kauf von Vermögensobjekten, z.B. einer bestimmten Aktie, reich geworden sind, will der Einzelne dies auch schaffen, also kauft er die Aktie selbst bei steigenden Kursen. Dieses Verhalten kann schnell zu einem Herdentrieb führen. Wenn viele Anleger glauben, dass der Kurs einer bestimmten Aktie steigt, werden sie diese Aktie kaufen. Wegen der hohen Nachfrage steigt deren Kurs. Dies stellt einen Kaufanreiz für weitere Interessenten dar. Auch Fondsmanager neigen dazu, die Aktien zu kaufen, die alle anderen Fondsmanager auch kaufen. Selbst wenn deren Kurs irgendwann später einbrechen sollte, geraten die Manager dann nicht in Rechtfertigungsnot (vgl. Aigner 2008: 25). Von besonderer Bedeutung ist schließlich die Überzeugung vieler Menschen, schlauer als der Markt zu sein: Selbst wenn die Marktteilnehmer wissen, dass der Kurs einer bestimmten Aktie überhitzt ist, steigen sie als Käufer in den Markt ein, weil sie davon ausgehen, dass sie trotzdem noch jemanden finden, dem sie die Aktie später zu einem höheren Kurs verkaufen können.

Wenn es diese psychologischen Elemente im menschlichen Verhalten gibt, stellt sich die Frage, ob das Überhitzen der Vermögensmärkte verhindert wer-

den kann. Die experimentelle Ökonomie ist hier außerordentlich skeptisch. Vor mehr als 20 Jahren begann Vernon Smith damit, in Experimenten das Verhalten von Menschen auf simulierten Finanzmärkten zu untersuchen (vgl. Smith/Suchanek/Williams 1988). Entsprechende Experimente sind seitdem zahlreich durchgeführt worden. Das zentrale Resultat aller Versuche lautet: Sobald die Zahl der Handelsphasen in den Versuchen größer als 15 oder 30 ist, kommt es zu einer Spekulationsblase, die in einem rasanten und heftigen Preisabsturz endet. Auch Variationen der Versuchsanordnungen – z.B. die Einführung einer Transaktionssteuer, die Begrenzung der Preisschwankungen oder die Festlegung des Preises, zu dem das gehandelte Wertpapier am Ende des Versuchs von der Spielleitung zurückgekauft wird – können Spekulationsblasen nicht verhindern. Wenn dies also schon unter idealen Laborbedingungen nicht möglich ist, ist zu befürchten, dass sich auf realen Finanzmärkten spekulative Blasen und deren Platzen erst recht nicht verhindern lassen.

experimentelle  
Ökonomie

### 3. Monetäre Basis einer Spekulationsblase

Für die Entstehung einer Spekulationsblase ist neben den psychologischen Ursachen auch genügend Liquidität erforderlich. Diese wird von den entwickelten Volkswirtschaften im Zeitalter der Globalisierung systematisch zur Verfügung gestellt. Vier Quellen spielen dabei eine besondere Rolle:

- die expansive Geldpolitik der Zentralbanken
- die Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken
- die Ersparnisse der privaten Haushalte und
- die globalen Leistungsbilanzüberschüsse.

#### 3.1. Expansive Geldpolitik der Zentralbanken

Ein weit verbreitetes Instrument zur Verhinderung von wirtschaftlichen Abschwüngen ist eine expansive Geldpolitik, also die Ausweitung der Geldmenge und eine damit einhergehende Senkung der Zinsen. Sinkende Zinsen führen in der Regel zu einem Anstieg der Investitionen. Die Steigerung der Investitionen hat positive Auswirkungen auf die Beschäftigung: Wenn in einer Volkswirtschaft mehr Investitionen durchgeführt werden, erhöht dies zunächst einmal die Beschäftigung in den Unternehmen, die die notwendigen Investitionsgüter herstellen. Der Beschäftigungsanstieg bewirkt bei den Personen, die nun einen Arbeitsplatz haben, eine Erhöhung der Einkommen. Damit steigt deren Kaufkraft, also auch deren Nachfrage nach Konsumgütern. Dies bewirkt eine höhere Produktion in der Konsumgüterindustrie, die wiederum zu einer steigenden Beschäftigung führt. Gleichzeitig müssen in der Konsumgüterindustrie die Produktionskapazitäten erhöht werden, was Investitionen erforderlich macht. Die höhere Nachfrage nach Investitionsgütern erhöht die Produktion und die Beschäftigung in der Investitionsgüterindustrie und setzt so die positive wirtschaftliche Kettenreaktion fort.

Sinkende Zinsen  
Anstieg der  
Investitionen  
Erhöhung der  
Einkommen  
Kaufkraft

<p>Dotcom-Blase</p> <p>Abwertungstendenz des US-Dollars</p>	<p>Diese Überlegungen erklären beispielsweise die massiven Zinssenkungen der amerikanischen Zentralbank im Jahr 2001. Nach dem Platzen der spekulativen Dotcom-Blase senkte die US-Notenbank die Zinsen Anfang 2001 mehrfach; nach den Terroranschlägen des 11. September 2001 wurden die Zinsen zusätzlich gesenkt. Während der US-Leitzins Anfang 2001 noch bei 6,5 Prozent lag, betrug er zwischen Mitte 2003 und Mitte 2004 nur noch 1 Prozent. Die sinkenden Zinsen in den USA verringerten den Anreiz, dort Kapital anzulegen. Es kam daher zu einer Abwertungstendenz des US-Dollars, der die Exportchancen der US-Wirtschaft erhöhte und die Exportchancen aller anderen Länder verringerte. Um ein Absinken der Exporte – und damit auch der Beschäftigung – in Europa zu verhindern, senkte auch die Europäische Zentralbank ihre Zinsen. Andere Zentralbanken folgten diesem Vorgehen aus dem gleichen Grund. Damit kam es weltweit zu einer expansiven Geldpolitik der Zentralbanken und einem entsprechenden Rückgang der Zinsen. Noch drastischer fiel die Zinssenkung als Reaktion auf die Pleite der Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 aus: Seit dem 16. Dezember 2008 liegt beispielsweise der US-Leitzins nur noch bei 0,25 Prozent.</p>
<p>systematische Geldmengenausweitung</p> <p>steigende Zinsen reduzieren</p> <p>Investitionen</p> <p>Produktions- und Beschäftigungsrückgang</p> <p>Aufwertung</p>	<p>Problematisch an der systematischen Geldmengenausweitung als Antwort auf wirtschaftliche Schieflagen ist, dass diese Geldmengen nach der Beendigung der wirtschaftlichen Krisen von den Zentralbanken nicht wieder vollständig eingesammelt wurden. Verantwortlich dafür ist der Umstand, dass die dafür erforderliche Erhöhung der Zinsen für die betreffende Volkswirtschaft negative Konsequenzen hat: Hohe bzw. steigende Zinsen reduzieren die gesamtwirtschaftlichen Investitionen. Der damit verbundene Beschäftigungsrückgang verringert das gesamtwirtschaftlich verfügbare Einkommen und damit die Konsumnachfrage, sodass es auch in der Konsumgüterindustrie zu einem Produktions- und Beschäftigungsrückgang kommt. Der Zinsanstieg im Inland erhöht für Investoren aus dem Ausland den Anreiz, ihr Geld im Land mit dem höheren Zins anzulegen. Damit nimmt die Nachfrage nach deren Währung zu, was zu ihrer Aufwertung führt. Die Aufwertung verteuert die heimischen Waren im Ausland, sodass die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Produzenten zurückgeht. Dies verringert die Exporte des Inlands und damit die Beschäftigung in der Exportgüterbranche. Der Zinsanstieg führt auch dazu, dass die Zinsausgaben des Staates steigen. Wenn der Staat jedoch größere Anteile seiner Einnahmen für den Schuldendienst aufwenden muss, reduziert dies seine Möglichkeiten, Güter und Dienstleistungen zu erwerben.</p>
<p>Zinsausgaben des Staates steigen</p>	<p>Diese negativen Effekte sind ein wichtiger Beweggrund für die Zentralbanken, eine Geldmengenausweitung nur halbherzig zurückzunehmen. Ein besonders prominentes Beispiel für eine lang andauernde Niedrigzinspolitik ist Japan: Nach dem Zerplatzen der japanischen Immobilien- und Aktienblase 1990/91 senkte die Zentralbank die Leitzinsen massiv, sodass seit Mitte der 1990er Jahre die Leitzinsen unter 0,5 Prozent lagen. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase kam es sogar zu einer Nullzinspolitik, die bis Mitte 2006 fort-dauerte.</p>

### 3.2. Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken

In modernen Volkswirtschaften versorgen sowohl die Zentralbank als auch die Geschäftsbanken die Gesellschaft mit Geld. Die Zentralbank schafft Geld, indem sie von Nichtbanken Vermögenswerte erwirbt und diese mit Zentralbankgeld bezahlt oder indem sie Kredite an Nichtbanken vergibt, also Nichtbanken ein Sichtguthaben einräumt. Je geringer dabei der Zinssatz ist, desto größer ist das Kreditvolumen und desto größer ist die gesamtwirtschaftliche Geldmenge. Zentraler Treiber einer Geldmengenausweitung ist daher ein niedriger Zinssatz der Zentralbank.

Ergänzt wird der Geldschöpfungsprozess durch die Geschäftsbanken. Sie erhalten Zentralbankgeld, indem sie der Zentralbank Vermögenswerte verkaufen oder sich von der Zentralbank einen Kredit gewähren lassen. Mit diesem Zentralbankgeld sind sie in der Lage, weiteres Giralgeld entstehen zu lassen und damit die gesamtwirtschaftliche Geldmenge anwachsen zu lassen.

Zentralbankgeld  
Giralgeld

Angenommen, eine Geschäftsbank A erhält 1.000 Euro von der Zentralbank für den Verkauf eines Wertpapiers. Diese 1.000 Euro vergibt sie als Kredit an ein Unternehmen, das damit die Rechnung eines Geschäftspartners begleicht. Der Geschäftspartner zahlt den Betrag auf sein Konto bei der Geschäftsbank B ein. Die Geschäftsbank B kann nun einen Kredit an ein anderes Unternehmen gewähren, das damit eine Verbindlichkeit begleicht und die 1.000 Euro auf das Konto des Gläubigers bei der Geschäftsbank C einzahlt. Die Geschäftsbank B hat damit die Geldmenge um 1.000 Euro erhöht. Die Geschäftsbank C kann ihrerseits ebenfalls einen Kredit gewähren und so die Geldmenge erhöhen.

Ohne Restriktionen kann sich dieser Prozess der Geldschöpfung durch Kreditvergabe endlos fortsetzen. In der Praxis gibt es zwar Restriktionen, die der multiplen Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken Grenzen setzen. Zu diesen Restriktionen gehört an erster Stelle der Mindestreservesatz. Faktisch sind diese Restriktionen jedoch nur schwach ausgeprägt. Darüber hinaus können Geschäftsbanken auch dadurch Giralgeld entstehen lassen, dass sie Wertpapiere, Devisen oder Sachvermögen von Nichtbanken erwerben und dafür dem Verkäufer ein Sichtguthaben einräumen (vgl. dazu ausführlicher Jarchow 1993: 15-35). Für die Geschäftsbanken lohnt sich die Kreditvergabe, solange die damit erzielbaren Zinsen höher sind als die eigenen Refinanzierungskosten. Sofern dies der Fall ist, gibt es für die Geschäftsbanken den Anreiz, über eine Kreditvergabe die gesamtgesellschaftliche Geldmenge zu erhöhen.

Mindestreservesatz

### 3.3. Ersparnisse der privaten Haushalte

Eine weitere Quelle für eine wachsende Liquidität sind private Haushalte, die ihr Einkommen nicht vollständig für Konsumzwecke verausgaben, sondern einen Teil ihres verfügbaren Einkommens sparen. Hierzu lässt sich ein einfaches Zahlenbeispiel entwickeln:

Angenommen wird eine Volkswirtschaft, die aus zehn Personen besteht. Diese zehn Personen produzieren zusammen ein Bruttoinlandsprodukt in Höhe von 1.000.000 Euro. Für die Produktion ist annahmegemäß nur der Faktor Arbeit erforderlich, d.h. es gibt kein Kapital und keine Investitionen. Alle Personen sind in diesem Beispiel gleich produktiv, sodass jede

Person Güter und Dienstleistungen im Wert von 100.000 Euro produziert und ein entsprechendes Einkommen erhält. Damit hat jede Person einen Anspruch auf den Konsum von Gütern im Wert von 100.000 Euro. Es gibt in diesem Beispiel kein Wachstum und keine Inflation, d.h. dieser Zustand kann über Jahre hinweg fortgesetzt werden. Nun wird angenommen, dass neun Personen alle Güter konsumieren, auf die sie in Folge ihrer Produktionstätigkeit einen Anspruch haben. Die zehnte Person spart hingegen jedes Jahr 20.000 für schlechte Zeiten, konsumiert also pro Jahr nur Güter im Wert von 80.000 Euro. Die verbleibenden 20.000 Euro (monetäre Betrachtung) leiht sie den anderen neun Personen, sodass diese mehr konsumieren können, als ihnen aufgrund ihrer Produktionsleistung zusteht (reale Betrachtung). Ein Zins wird dafür nicht verlangt. Durch den teilweisen Konsumverzicht einer Person ergeben sich weit reichende Konsequenzen für die gesamte Volkswirtschaft. Jedes Jahr wird das Bruttoinlandsprodukt in Höhe von 1.000.000 Euro vollständig verbraucht. Der Gütermarkt ist geräumt, gleiches gilt für den Arbeitsmarkt, sodass Vollbeschäftigung herrscht. Die zehnte Person häuft ein stetig wachsendes Geldvermögen an, das nach 50 Jahren einen Wert von 1.000.000 Euro erreicht und damit dem Wert des gesamten Bruttoinlandsprodukts entspricht. Die anderen neun Personen haben Schulden angehäuft, die nach 50 Jahren ebenfalls 1.000.000 Euro betragen. Wenn die Person mit dem Geldvermögen jetzt alle Forderungen einlöst, hat sie Anspruch auf das gesamte Bruttoinlandsprodukt. Die restlichen neun Personen würden nichts konsumieren und verhungern – ein undenkbarer Zustand.

Bei einer gesamtgesellschaftlichen Betrachtung ergeben sich aus diesem Beispiel weitere Konsequenzen: In jedem Jahr sind der Konsum und die Produktion identisch sind. Gesamtgesellschaftlich ist die Ersparnis daher gleich Null. Auch die aggregierten Finanzierungssalden addieren sich zu Null auf. Der jährliche Finanzierungsüberschuss der zehnten Person in Höhe von 20.000 Euro entspricht dem gesamten Finanzierungsdefizit der restlichen neun Personen. Dennoch wachsen die Forderungen in dieser Gesellschaft permanent an. Mit Blick auf die endogene Bereitstellung von Liquidität lässt sich daher feststellen: Sobald einige Wirtschaftsakteure nicht alles konsumieren, was ihnen aufgrund ihres Beitrags zur Herstellung des Bruttoinlandsprodukts zusteht – also Konsumverzicht üben und sparen – wachsen die Forderungen (Geldvermögen) und Schulden in dieser Gesellschaft. Die Summe aller individuellen Forderungen bzw. Schulden wird dabei früher oder später vom Volumen her größer als der Wert der produzierten Güter und Dienstleistungen, also das Bruttoinlandsprodukt. In Deutschland ist diese Entwicklung schon längst eingetreten: Am Ende des Jahres 2010 betrug das Geldvermögen der inländischen Sektoren – dazu gehören nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, finanzielle Kapitalgesellschaften, der Staat und die privaten Haushalte – in Deutschland 18.135,5 Milliarden Euro (Deutsche Bundesbank 2011: 25). Das Bruttoinlandsprodukt hatte 2010 hingegen nur einen Wert von rund 2.475 Milliarden Euro.

Konsumverzicht

Bruttoinlands-  
produkt

### 3.4. Globale Leistungsbilanzüberschüsse

Eine weitere Quelle für die hohe globale Liquidität resultiert aus den globalen Leistungsbilanzungleichgewichten (vgl. ausführlicher Petersen 2010b). Ein Leistungsbilanzüberschuss stellt den gesamtgesellschaftlichen Konsumverzicht dar und führt zu einem Vermögensaufbau gegenüber dem Rest der Welt. Dies lässt sich wie folgt zeigen:

Vermögensaufbau

Die von einer Volkswirtschaft innerhalb eines Jahres produzierte Menge an Gütern und Dienstleistungen ( $Y$ ) kann entweder im Inland konsumiert werden ( $C$ ), für die Vergröße-

zung des Produktionsapparates verwendet – also investiert – werden (I) oder ins Ausland exportiert werden (EX). Die Konsummöglichkeiten des Inlands werden durch den Import von Gütern und Dienstleistungen (IM) erweitert. Damit gilt:  $Y + IM = C + I + EX$  bzw. umgeformt:  $Y - C = I + EX - IM$ . Die Differenz zwischen den Exporten und Importen entspricht dem Leistungsbilanzsaldo. Der Teil der Güter, der nicht konsumiert wird, stellt die Ersparnisse dar ( $S = Y - C$ ). Daraus ergibt sich folgender Zusammenhang:  $S - I = EX - IM$ . Dies bedeutet: Wenn eine Volkswirtschaft mehr spart als sie zur Finanzierung ihrer Investitionen benötigt ( $S > I$ ), kann sie die nicht verbrauchten Güter ins Ausland exportieren und damit einen Leistungsbilanzüberschuss ( $EX > IM$ ) realisieren.

Dieser Leistungsbilanzüberschuss hat die Konsequenz, dass das betreffende Land durch den Export von Gütern und Dienstleistungen mehr Geld einnimmt als es für den Erwerb von Gütern und Dienstleistungen aus dem Ausland ausgibt. Für Überschussländer bedeuten die Leistungsbilanzungleichgewichte daher einen Zufluss an Forderungen gegenüber dem Ausland, u. a. in Form einer Zunahme der Devisenbestände. So hat China durch die jahrelangen Exportüberschüsse Ende des Jahres 2011 Währungsreserven im Wert von über 3.200 Milliarden US-Dollar angehäuft. Diese Reserven wurden bisher für den Kauf von amerikanischen Wertpapieren, vornehmlich amerikanischen Staatsanleihen, verwendet. Die steigende Wertpapiernachfrage bewirkt einen Preisanstieg, der zum Entstehen einer Spekulationsblase führen kann. Leistungsbilanzüberschüsse erhöhen somit die Gefahr von Spekulationsblasen.

Überschussländer

#### 4. Überliquidität und wandernde Spekulationsblasen

Die Konsequenz des Zusammenspiels der vier geschilderten Mechanismen zur Bereitstellung von Geld ist eine endogene Zunahme der globalen Liquidität, wobei die Liquidität stärker wächst als die Menge der weltweit hergestellten Güter und Dienstleistungen. Es kommt daher zu einer Entkopplung der Geldmenge bzw. der Geldwirtschaft von der realen Wirtschaft. Ein Indikator für eine Geldmenge, die größer ist als der Bedarf zu Finanzierung von Gütern und Dienstleistungen, ist der Zinssatz. Ein geringer bzw. sinkender Zins bedeutet, dass das Angebot an Liquidität größer ist als die Nachfrage, denn dieser Angebotsüberschuss bewirkt einen Preiserückgang – also eine Reduzierung des Zinsniveaus. Andreas Hoffmann und Gunther Schnabl haben gezeigt, dass das Zinsniveau in den letzten 30 Jahren weltweit gesunken ist und dass die realen Zinsen (Nominalzins abzüglich der Inflationsrate) im Durchschnitt der großen Wirtschaftsregionen (USA, Europäische Währungsunion und Japan) mittlerweile sogar negativ sind (siehe Hoffmann/Schnabl 2009: 18). Es kann daher von einer globalen „Überliquidität“ gesprochen werden.

Entkopplung der Geldwirtschaft von der realen Wirtschaft

Zinssatz

globalen Überliquidität

Die Kombination aus einer weltweit zunehmenden Liquidität und den psychologischen Grundlagen von spekulativem Verhalten hat dazu geführt, dass es spätestens seit Mitte der 1980er Jahre »wandernde Spekulationsblasen« gibt. Dies bedeutet, dass die weltweit zur Verfügung stehende hohe Liquidität Spekulationsblasen hervorruft und nach deren Platzen neue Vermögensobjekte findet, die zu einer erneuten Spekulationsblase führen. Hoffmann und Schnabl haben in ihren Untersuchungen fünf große Spekulationsblasen in der Zeit zwi-

schen 1985 und 2009 identifiziert (vgl. Hoffmann/Schnabl 2009: 18-20): die japanische Aktien- und Immobilienblase 1989, die starken Kursanstiege an den Börsen der asiatischen Schwellenländer Mitte/Ende der 1990er Jahre, die Dot-com-Blase um 2000, die US-Immobilien- und Kreditblase um 2007 und schließlich die 2009/2010 stark wachsende Nachfrage nach Rohstoffen mit entsprechenden Preissteigerungen inklusive großer Kursanstiege des chinesischen Aktienmarktes. Sofern die These der wandernden Spekulationsblasen zutreffend ist, ist das Entstehen und anschließende Platzen der nächsten Blasen nur eine Frage der Zeit.

## 5. Übertragung einer geplatzten Spekulationsblase auf die Realwirtschaft

Das Platzen der US-Immobilienblase im Jahr 2007/2008 hatte sich bereits nach kurzer Zeit auf die reale Wirtschaft ausgeweitet. In den USA kam es 2008 zu einem Anstieg der Zahl der Arbeitslosen von rund 2,6 Millionen. Dies war der größte Beschäftigungseinbruch in den USA seit 1945. Die Zahl der Arbeitslosen lag im Dezember 2008 bei 11,1 Millionen. Auch alle anderen großen Spekulationsblasen haben sich systematisch auf die Produktion und den Arbeitsmarkt ausgeweitet. Kenneth S. Rogoff und Carmen M. Reinhart haben Finanzkrisen und deren Auswirkungen in 66 Ländern über einen Zeitraum von 200 Jahren analysiert (vgl. Reinhart/Rogoff 2008). Die betrachteten Finanzkrisen zeichneten sich dadurch aus, dass es nach den Preisstürzen bei den Vermögenswerten zu Einbrüchen bei der Produktion und Beschäftigung kam, und dieser realwirtschaftliche Einbruch schließlich zu einem Anstieg der Staatsverschuldung führte. Konkret ergaben sich in den untersuchten Volkswirtschaften folgende Konsequenzen: Die Arbeitslosenquote stieg um durchschnittlich 7 Prozentpunkte, der Anstieg der Arbeitslosigkeit zog sich im Durchschnitt aller betrachteten Finanzkrisen über 4,8 Jahre hin. Der größte Anstieg der Arbeitslosigkeit fand in den USA im Zuge der Weltwirtschaftskrise 1929 statt. Der Zuwachs der Arbeitslosigkeit betrug rund 22 Prozentpunkte und zog sich über einen Zeitraum von vier Jahren hin. Das reale Bruttoinlandsprodukt pro Einwohner sank im Durchschnitt um 9,3 Prozent, die Phase dieser Schrumpfung dauert rund 1,9 Jahre und war damit erheblich kürzer als der Zeitraum der steigenden Arbeitslosigkeit. Den größten Einbruch erlitten die USA im Zuge der Weltwirtschaftskrise 1929 (Rückgang um rund 28 Prozent, Dauer rund vier Jahre). Die reale Staatsverschuldung war drei Jahre nach Ausbruch der Finanzkrisen im Durchschnitt 86,3 Prozent größer als im Jahr der Finanzkrise. Die größten Anstiege der Staatsverschuldung fanden in Kolumbien (1998) und Finnland (1991) statt. Dort stieg die öffentliche Verschuldung um rund 170 Prozent. Jede Finanzkrise erreichte somit über kurz oder lang die reale Wirtschaft.

Für die Übertragung einer geplatzten Spekulationsblase auf die Realwirtschaft gibt es eine Reihe von Ursachen. Mit dem Platzen einer Spekulationsblase ist zunächst einmal ein Vermögensverlust bei den Besitzern der Vermögensgegenstände verbunden, die das Objekt der Spekulationsblase (Aktien, Wertpapie-

Anstieg der  
Staatsverschuldung

re, Immobilien, Währungen etc.) besitzen. Der Vermögensverlust hat unter anderem zur Folge, dass die Konsumnachfrage dieser Personen nachlässt. Die sinkende Konsumnachfrage verringert die Absatz- und Gewinnaussichten der Unternehmen in der Konsumgüterindustrie, sodass deren Aktienkurse sinken. Dies bedeutet einen weiteren Vermögensverlust mit einer Konsumeinschränkung.

Vermögensverlust

Der generelle Kurseinbruch bewirkt eine allgemeine Vertrauenskrise. Die steigende Unsicherheit führt bei vielen Konsumenten zu einem Angstsparen, was die Konsumnachfrage weiter reduziert. Die Vertrauenskrise betrifft zudem das Vertrauen in die Sicherheit der Spareinlagen. Kunden ziehen ihre Spareinlagen ab und verringern damit die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken. Insgesamt geht die Kreditvergabe zurück, weil die Banken nicht mehr darauf vertrauen, dass ihre Kredite zukünftig zurückgezahlt werden. Die Vertrauenskrise hat außerdem die Folge, dass die Renditeerwartungen bezüglich anstehender Investitionsprojekte in der Wirtschaft zurückgehen. Damit geht die Investitionsgüternachfrage zurück. Die Vertrauenskrise betrifft schließlich auch die Erwartung bezüglich der Rückzahlung von Krediten. Dies führt dazu, dass die Risikoprämien, die die Banken für einen Kredit verlangen, steigen. Damit steigen die Zinsen weiter an. Die sinkende Bereitschaft zur Kreditvergabe verringert das gesamtwirtschaftliche Kreditangebot, sodass die Zinsen steigen. Steigende Zinsen führen zu einem weiteren Rückgang der Investitionen. Die sinkende Investitionsgüternachfrage infolge sinkender Renditeerwartungen und steigender Zinsen verringert die Absatz- und Gewinnaussichten der Unternehmen in der Investitionsgüterindustrie, sodass deren Aktienkurse sinken. Dies bedeutet einen weiteren Vermögensverlust für Aktienbesitzer mit einer weiteren Konsumeinschränkung.

allgemeine Vertrauenskrise

Risikoprämien

Konsum-einschränkung

Der generelle Rückgang der Güternachfrage führt zu einer Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Dies geht einher mit einer Verringerung der Beschäftigung, also einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Diese Entwicklung wird durch die negativen Erwartungshaltungen der Konsumenten verschärft. Wenn beispielsweise Arbeitnehmer diese Wirkungszusammenhänge befürchten, müssen sie damit rechnen, dass die Wahrscheinlichkeit arbeitslos zu werden steigt. Damit sinkt das erwartete Einkommen, sodass es nicht unwahrscheinlich ist, dass diese Personen zur besseren Zukunftsvorsorge ihren gegenwärtigen Konsum weiter einschränken. Gleiches gilt für Sparer und Aktionäre, die Kursverluste sowie sinkende Zins- und Dividendeneinnahmen befürchten. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit bedeutet für den Staat steigende Ausgaben im Bereich der sozialen Sicherung. Gleichzeitig ist der Beschäftigungsrückgang mit einer Verringerung der Steuer- und Beitragszahlungen verbunden, also mit einem Rückgang der Staatseinnahmen. Beides führt dazu, dass die staatliche Güternachfrage sinkt. Im Ergebnis führen die Vermögensverluste, die aus dem Platzen einer Spekulationsblase resultieren, zu einem Wirtschaftsabschwung sowie einem Anstieg der Arbeitslosigkeit.

steigende Ausgaben im Bereich der sozialen Sicherung

Rückgang der Staatseinnahmen

Wirtschaftsabschwung

Im Zeitalter der Globalisierung beschränken sich die negativen Auswirkungen einer geplatzten spekulativen Blase nicht mehr nur auf das Ursprungsland dieser Spekulationsblase. Der Rückgang von Produktion, Beschäftigung und Einkommen in den USA im Jahr 2008 hatte unter anderem die Folge, dass die amerikanischen Importe zurückgingen. Da die amerikanischen Importe die

Nachfragerückgang  
Produktions-  
rückgängen  
Arbeitslosigkeit

Exporte des Auslands – also z.B. Deutschlands – sind, ging in Deutschland die Exportnachfrage zurück. Die geringere Exportnachfrage bedeutete einen Nachfragerückgang in Deutschland und führte auch dort zu Produktionsrückgängen. Die mangelnde Ausnutzung vorhandener Produktionskapazitäten reduzierte den Bedarf an Investitionen, bewirkte also einen Rückgang der Nachfrage nach Investitionsgütern. Die geringere Güternachfrage bedeutete schließlich eine geringere Nachfrage nach Arbeitskräften, d.h. einen Anstieg der Arbeitslosigkeit in Deutschland. Die negativen realwirtschaftlichen Folgen der geplatzten Immobilien- und Kreditblase in den USA wurden folglich über den amerikanischen Importrückgang auf andere Länder übertragen, sodass auch dort die Produktion und die Beschäftigung zurückgehen. Damit kam es zu einem weltweiten Rückgang der Güternachfrage und der Beschäftigung.

## 6. Wirtschaftspolitische Konsequenzen

psychologische  
Grundlagen  
Spekulationsobjekte

Angesichts der gravierenden negativen realwirtschaftlichen Konsequenzen, die sich aus dem Platzen einer spekulativen Blase ergeben, ist die Verhinderung weiterer Spekulationsblasen dringend geboten. Die politischen Stellschrauben hierfür sind jedoch begrenzt. Eine erste Voraussetzung für Spekulationsblasen sind deren psychologische Grundlagen, die sich aller Voraussicht nach nicht eindämmen lassen. Zudem deuten die Ergebnisse der experimentellen Ökonomie darauf hin, dass es auch nicht gelingen wird, die Finanzmärkte so zu gestalten, dass die Effekte von Gier und Herdentrieben auf die Entwicklung von Vermögenspreisen eingedämmt werden können. Das Spekulationsverhalten der Menschen lässt sich daher unter realistischen Erwartungen zukünftig nicht zügeln, sodass diese Quelle von Spekulationsblasen bestehen bleibt. Eine zweite Voraussetzung für Spekulationsblasen ist die Existenz geeigneter Spekulationsobjekte. Diese Objekte wird es immer geben. Um das Entstehen von Spekulationsblasen zu verhindern wäre es erforderlich, zu starke Preissteigerungen gesetzlich zu verbieten, also staatlich fixierte Höchstpreise einzuführen. Abgesehen davon, dass damit alle für eine arbeitsteilige Marktwirtschaft relevanten Preisfunktionen außer Kraft gesetzt werden – allen voran der Umstand, dass der Preis ein Knappheitsindikator ist – gibt es keine objektiven Kriterien dafür, welche Preissteigerungen spekulative Entwicklungen sind und welche Preissteigerungen tatsächliche Knappheiten widerspiegeln. Auch zukünftig wird es daher immer wieder Spekulationsobjekte geben.

restriktive  
Geldpolitik aller  
Zentralbanken

Dabei verbleibt als einziger Ansatzpunkt die dritte Voraussetzung für die Entstehung einer spekulativen Blase: eine hohe Liquidität. Dies verlangt zunächst einmal eine restriktive Geldpolitik aller Zentralbanken. Angesichts der in Abschnitt 3.1 skizzierten ökonomischen Nachteile, die in einer Volkswirtschaft auftreten, wenn sie ihre Zinsen erhöht, ist der Anreiz für einzelne Volkswirtschaften groß, auf eine restriktive Geldpolitik zu verzichten. Die Angst, dass Zinssteigerungen zu einem Rückgang der Investitionen, der Produktion und der Beschäftigung führen, sorgt dafür, dass die Zentralbanken die Liquidität, die sie zur Bekämpfung wirtschaftlicher Abschwungstendenzen in den

Markt pumpen, nie vollständig einsammeln. Erschwerend kommt hinzu, dass die Zentralbanken die gesamtwirtschaftliche Geldmenge nur in begrenztem Umfang steuern können, weil auch die Geschäftsbanken über eine Kreditvergabe eine Geldschöpfung betreiben können. Denkbare Instrumente zur Beschränkung der Geldschöpfungsmöglichkeiten der Geschäftsbanken sind eine Erhöhung der Mindestreservesätze, eine Erhöhung der Anforderungen an die Eigenkapitalquote der Geschäftsbanken bzw. als Extremlösung der Einsatz eines Geldsystems, in dem nur die Zentralbank Geld schöpfen darf. Ein solches Vollgeldsystem, in dem es nur Zentralbankgeld gibt, entspricht einer Eigenkapitalquote der Geschäftsbanken von 100 Prozent.

Geschäftsbanken  
Mindestreservesätze

Vollgeldsystem  
Eigenkapitalquote

Selbst bei einer Einschränkung der Geldschöpfungsmöglichkeiten der Zentral- und der Geschäftsbanken bleibt jedoch der partielle Konsumverzicht als Liquiditätsquelle bestehen. Sobald einzelne Wirtschaftsakteure nicht ihr gesamtes Einkommen für Konsumzwecke ausgeben, bilden sie Ersparnisse und damit Forderungen in Form von Geldvermögen. Mit wachsendem Einkommen – sowohl der einzelnen Wirtschaftsakteure als auch der gesamten Volkswirtschaft – nimmt das gesamtgesellschaftliche Geldvermögen zu. Da jeder Geldforderung eine entsprechende Verbindlichkeit gegenübersteht, wachsen die Schulden in gleichem Ausmaß. Selbst ein Zinsverbot löst diese Problematik eines langfristig wachsenden Geldvermögens und Schuldenstands, die beide schneller als das Bruttoinlandsprodukt wachsen, nicht: In dem einfachen Beispiel mit zehn Personen in Abschnitt 3.3. waren Zinsen explizit ausgeschlossen. Sobald Geld eingeführt wird und es damit für einzelne Personen möglich wird, dass sie Konsumansprüche, die sich durch ihren Beitrag zur Produktion des Bruttoinlandsprodukts erworben haben, in die Zukunft verschieben (zeitliches Auseinanderfallen von Produktion und Konsum), bauen sich folglich Geldvermögen auf. Damit kommt es langfristig zu einem immer größeren Geldvermögensüberhang im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt, also zu einer Überliquidität. Traditionell wird ein Geldüberhang durch Inflation entwertet und schließlich durch einen Währungsschnitt abgebaut. Beide Entwicklungen haben jedoch gravierende Umverteilungseffekte sowie negative Effekte für Produktion und Beschäftigung (vgl. Petersen 2010a und 2010c) und sind daher keine erstrebenswerten Handlungsalternativen.

Alles in allem gibt es angesichts der beschriebenen Wirkungszusammenhänge wenig Anlass zu der Hoffnung, dass sich die Gefahr neuer Spekulationsblasen und der mit ihnen verbundenen Wirtschaftskrisen verhindern lassen. Dennoch sollte die Staatengemeinschaft alles daran setzen, diese Krisenmechanik besser in den Griff zu bekommen, denn weitere Wirtschaftseinbrüche vom Ausmaß der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 werden die meisten Staaten nicht mehr finanzieren können.

wenig Anlass zu  
Hoffnung

## Anmerkung

\* Der Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Meinung des Autors wider.

## Literatur

- Aigner, Tobias (2008): Wie die Börse wirklich tickt. In: *Capital* 11/2008, S. 21-32.
- Deutsche Bundesbank (2011): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 2005 bis 2010, Frankfurt am Main.
- Hoffmann, Andreas/Schnabl, Gunther (2009): A Vicious Cycle of Manias, Crashes and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View, CESIFO Working Paper No. 2855, München.
- Ilgmann, Cordelius/ van Suntum, Ulrich (2008): Ist die Finanzkrise eine Krise der Marktwirtschaft? In: *Wirtschaftsdienst*, 88. Jg., S. 741-745.
- Jarchow, Hans-Joachim (1993): *Theorie und Politik des Geldes: Geldtheorie*. 9. Aufl., Göttingen.
- Petersen, Thieß (2010a): Billiges Geld – Globale Liquiditätsschwemme und Anti-Inflationspolitik. In: *economag*, Heft 05/2010.
- Petersen, Thieß (2010b): Appendix: Balancing Mechanisms in Trade and Payments Balances. In: Stefan Collignon, Richard N. Cooper, Masahiro Kawai, Zhang Yongjun: *Rebalancing the Global Economy: Four Perspectives on the Future of the International Monetary System*, Europe in Dialogue 2010/01. Gütersloh 2010, S. 128-137.
- Petersen, Thieß (2010c): Die gerufenen Geister – Inflationsgefahren einer expansiven globalen Geldpolitik. In: *economag*, Heft 04/2010.
- Reinhart, Carmen M./Rogoff, Kenneth S. (2008): The Aftermath of Financial Crisis, Paper prepared for presentation at the American Economic Association meetings in San Francisco, Saturday, January 3, 2009 at 10:15 am. Session title: "International Aspects of Financial Market Imperfections", December 19, 2008.
- Smith, Vernon L./Suchanek, Gerry L./Williams, Arlington W. (1988): Bubbles, Crashes, and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets. In: *Econometrica*, Vol. 56, S. 1119-1151.