

Blasen her!

Description

Nobelpreisträger Krugman hat die These von Summers enthusiastisch gefeiert, wonach die Welt Gefahr läuft, in eine [säkulare Stagnation](#) abzutauchen. Vor diesem Hintergrund preist Summers Assetpreis-Blasen nicht nur als zwangsläufig an, sondern als wünschenswert. Und Krugman, der Preisgekrönte, applaudiert.

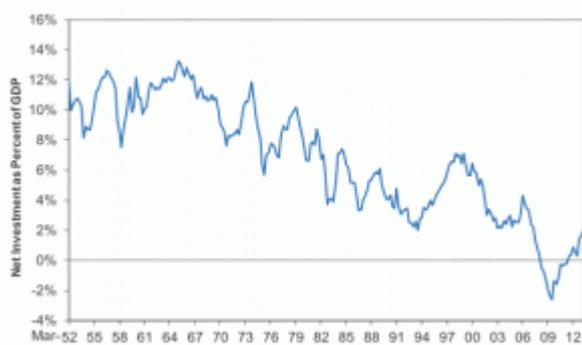
Krugman und Summers sehen die Welt in der Liquiditätsfalle. Nach Summers sind die seit den späteren Reagan-Jahren wiederholt aufgetretenen Blasen nötig, um die Wirtschaft nahe Vollbeschäftigungs-Niveau zu halten und zu verhindern, dass der „natürliche Zins“ negativ wird.

[Krugman belegt diese These eifertig damit](#), dass es trotz der starken Verschuldung der Haushalte in den USA zwischen 1985 und 2007 kaum zu inflationärem Druck und zu stark steigenden Zinsen gekommen ist. In der Ära der Großen Moderation wären die Zinsen ohne die Verschuldungsblase womöglich noch niedriger, wenn nicht negativ geworden.

Krugman sieht als zugrunde liegendes Problem der gegenwärtigen Situation, dass die Zinsen real zu hoch sind. Also muss ein Weg gefunden werden, sie niedriger zu machen. Man sorgt entweder dafür, dass die Inflation angeheizt wird, was durch eine nächste Blase oder durch expansive Fiskalpolitik geschehen kann, bzw. durch sich selbst-erfüllende Erwartung, wie es z.B. Abé in Japan gerade versucht. Oder man greift Summers Vorschläge von der Rekonstruktion des Geldsystems auf, so dass die nominalen Zinsen für Spareinlagen negativ gemacht werden können.

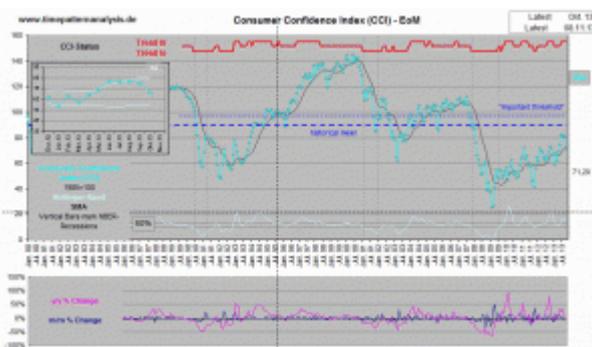
Wie unkritisch Krugman bei seiner Apologie für Summers vorgeht, zeigt sich darin, dass er steigende Schulden der privaten Haushalte als gute Sache preist. Dabei haben Studien längst ergeben, dass mit steigendem Verschuldungsgrad der Haushalte unproduktive (und damit nicht wachstumsfördernde) Aktivitäten finanziert werden.

Summers fragt, warum zu viel gespart wird. **Die wichtigere Frage aber ist: Warum investieren die Unternehmen zu wenig?** Warum kaufen sie lieber eigene Aktien zurück oder zum Zwecke von Akquisitionen die von anderen Firmen? Die Antwort ist, sie sind nicht optimistisch gestimmt, was den kurzfristigen Ausblick angeht.



Auch in der letzten Expansionsphase vor 2008 waren die Unternehmen schon netto-Sparer. Als wichtiger Grund gilt z.B. für Yves Smith und Martin Wolf (FT), dass für das Management falsche Anreize gesetzt werden. Eine noch so schnell rentierliche Produktidee wird eher nicht umgesetzt, weil sie zunächst Kosten verursacht. Aktienrückkäufe sind da der leichtere Weg, mit den Cash-Beständen die an den Aktienkurs gekoppelten Verdienstbestandteile zu pflegen und (ganz nebenbei...) die Gehälter an Wall Street zu beflügeln. Daran wird kein negativer Zins etwas ändern.

Darüber hinaus liegt das wirkliche Problem bei der Nachfrage. Für die sinkende Nachfrage gibt es viele Gründe, die meisten gehen auf fehlendes Vertrauen in die Zukunft zurück. Eine Rezession wird ausgelöst, wenn die Nachfrage nachhaltig unter die Umsatzerwartungen der Unternehmen fällt. Die dann folgenden Entlassungen und Einkommensverluste verstärken das mangelnde Vertrauen. Diese Phase haben die US-Konsumenten noch immer nicht hinter sich gelassen, wie Verbrauchersentiment und Verbrauchervertrauen zeigen.



Die Präferenz der Cash-Haltung ist nicht Ursache einer Rezession, sondern Folge einer nachhaltig negativen fundamentalen Erwartungshaltung. Auch die Höhe der Zinsen alleine ist nicht entscheidend. Wenn Geld billiger wird, bringt das niemanden dazu, ein höheres Risiko einzugehen, so lange der fundamentale Ausblick trübe bleibt. Für Unternehmen sind Fragen nach Marktpotenzial, Wettbewerbern, neuen Produktideen usw. wichtiger als die Höhe der Zinsen. Diese können zweifelsohne unternehmerische Aktivitäten bremsen, aber sie bestimmen sie nicht grundsätzlich. Das mag bei Finanz-Unternehmen anders sein, für die der Zins eine Art Kostenposition beim Einkauf darstellt.

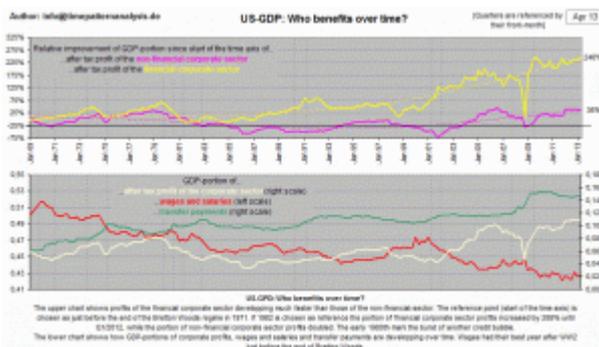
Ist erst einmal eine Rezession erreicht, die das Zeug hat, einen [deflationären Prozess](#) in Gang zu setzen, ist nach Keynes entscheidend, ob und wie der Staat als letztinstanzlicher Nachfrager einspringt, um den Ausfall der privaten Nachfrage zu kompensieren. Wenn man als (Neo)-Liberaler allerdings darauf besteht, den Staat aus dem Wirtschaftsgeschehen möglichst herauszuhalten, kann man wie **Summers tatsächlich die perverse Logik spinnen, Anreize für Blasen zu geben in der Hoffnung, dass zunehmende Risikoneigung in den privaten Portfolios ökonomische Aktivitäten antreibt. Das ist auch der wirkliche Grund hinter QE.**

Wenn eine Blase auf Märkte für Aktien oder Anleihen beschränkt bleibt, sind die negativen Effekte ihres Platzens auf die Realwirtschaft begrenzt. Das gilt erst recht, wenn lediglich ein Segment, etwa eine neue Technologie, betroffen ist, wie das in der Technologie-Blase 2000/2001 der Fall war. Im Gegensatz dazu beschränkten sich die Folgen des Platzens der jüngsten Hauspreisblase nicht auf Assets im Finanzsystem, daher waren die Auswirkungen auch so katastrophal (siehe z.B. [hier](#)).

Wenn die Kapital-Effizienz deutlich und nachhaltig sinkt, investieren Unternehmen nicht mehr in dem Maße, wie es erforderlich wäre, Wachstum zu unterstützen. Zum einen haben Manager, Investoren und Wall Street kurzfristige, an Gewinnen orientierte Anreize. Zum anderen (und wichtiger) aber: In einer **Bilanz-Rezession** reduziert der private Sektor, Unternehmen wie Haushalte, seine Schulden, was gleichbedeutend mit Sparen ist. Dadurch wird ein deflationärer Prozess in Gang gesetzt. Niedrigere Zinsen ändern daran erst einmal nichts. Will man in dieser Situation Inflation induzieren, erreicht man eher, dass die Unsicherheit des privaten Sektors über die künftige Entwicklung zunimmt, woraufhin dieser seine realen Ausgaben reduziert und damit die wirtschaftlichen Aktivitäten weiter schwächt.

Ein **wichtiges Grundproblem ist, dass das Kreditsystem von der Spekulation umfassend infiziert** ist. Dieses Problem wurde bisher nicht beseitigt und das macht die Träumerei von wohltuenden Preisblasen besonders gefährlich. Was hat es für einen Sinn, wenn in der zurückliegenden Hauspreisblase zwar zunächst annähernd Vollbeschäftigung erreicht wurde, um dann aber [im folgenden Crash allen dadurch geschaffenen Wohlstand wieder azuradieren](#)? Davon waren insbesondere die mittleren und eher unterdurchschnittlichen Einkommensklassen betroffen, die nicht genügend Cash-Reserven hatten, um die Krisenfolgen abzufedern.

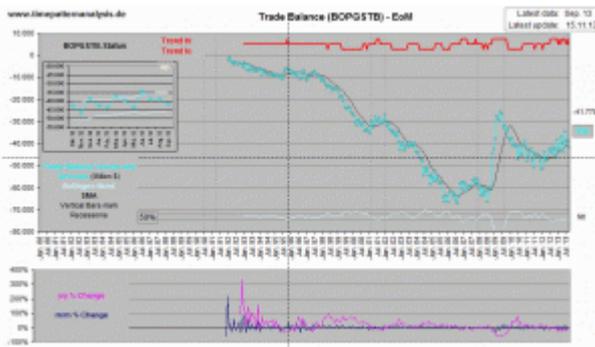
Dies hat eine Entwicklung begünstigt, die vor gut 30 Jahren ihren Anfang genommen hat. **Wohlstand ist in Richtung höherer Einkommenschichten und Richtung Unternehmensgewinne umverteilt worden.** Das dürfte den privaten Verbrauch auf gesamtwirtschaftlicher Ebene gedrückt haben, weil davon auszugehen ist, dass Haushalte mit hohem Einkommen nicht mit gleicher Quote konsumieren wie die mit niedrigen. Hinzu kommt aktuell, dass die Ära der „Baby Boomer“ zu Ende geht und der Anteil der weniger konsumorientierten Älteren zunimmt.



Krugman kommt in seiner Laudatio für Summers interessanterweise nicht auf die seit Reagan fast durchweg bestehenden **Handelsbilanzdefizite** zu sprechen. Als Alvin Hansen nach dem Zweiten

Weltkrieg die Hypothese von der säkularen Stagnation in Volkswirtschaften mit relativ hohem Pro-Kopf-Einkommen vorstellte, wurde ihm alsbald entgegen gehalten, dass in offenen Volkswirtschaften die überschüssige Ersparnis ins Ausland abfließt und eine Abwertung der Inlandswährung herbeiführt. Die daraus folgende Steigerung der Güterexporte wirkt dem Rückgang des inländischen Einkommens entgegen. Das wurde stets auch als Vorteil der Globalisierung angeführt.

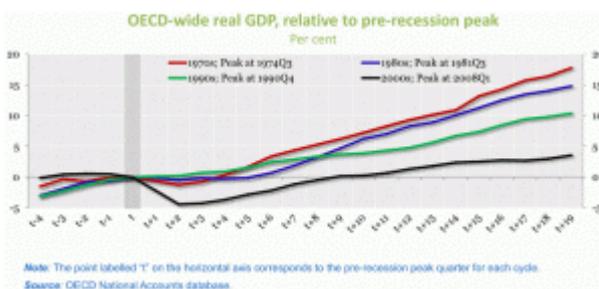
In den USA hat sich entgegen dieser Argumentation insbesondere seit 1997 die Handelsbilanz deutlich defizitär entwickelt.



Das wird auch darauf zurückgeführt, dass sich die betroffenen Länder nach der ostasiatischen Währungskrise dem [Diktat des IWF](#) (siehe Kapitel "IWF-Kritik(1): Wahrung der Interessen der Finanzindustrie") entziehen wollten und massive Reserven akkumulierten. So wurden sie selbst zu Kapitalexporthoren, was die Gegenkräfte gegen die säkulare Stagnation schwächte. Stattdessen wurden aus den USA Arbeitsplätze exportiert und so die einheimische Nachfrage gedrückt.

Die Tendenz zu säkularer Stagnation wird auch dadurch begünstigt, dass immer mehr Länder in dieselbe Situation kommen. Dann ergibt sich eher ein Abwertungswettlauf und damit bestenfalls ein Null-Summenspiel. Wer zuerst kommt wie Japans Abé, hat dabei immerhin einen taktischen Vorteil.

Die erlahmenden wirtschaftlichen Erholungskräfte sind Indiz für eine säkulare Stagnation. Sie sind im [folgenden Chart der OECD](#) prägnant zusammengefasst:



Die **Mainstream-Volkswirte sind mit ihrer Annahme vom Tod des Konjunkturzyklus der Illusion der Großen Moderation aufgesessen**. Den Zentralbanken gelang es zwar tatsächlich, durch permanente Geldflut konjunkturelle Einbrüche eine zeitlang glatt zu bügeln. Dafür bekam die Welt 2008 alle zwischenzeitlich zugeschütteten Konjunkturtäler auf einmal serviert.



Jetzt sind die Mainstream-Volkswirte so in der Finanz-zentrierten Sichtweise gefangen, dass sie vor lauter Liquiditätsfallen als einziges Mittel dagegen sehen, die Zinsen möglichst weit zu senken. Und wenn Null nicht reicht, dann müssen sie eben negativ werden. Das aber **läuft dem immer wieder von ihnen selbst angegebenen Charakter des Zinses vollständig zuwider**, mit Werten über Null zukünftige Unsicherheit einzupreisen. Wer heute von negativen Zinsen redet, kann offenbar die Zukunft besser vorhersehen, als sie mal werden wird.

Die Faktoren, die zu einer säkularen Stagnation führen, liegen außerhalb des Finanzsystems, wengleich gerade dessen Allmacht zu der heutigen Situation entscheidend beigetragen hat. Sie haben letztlich zu tun mit kaufkräftiger Nachfrage und wirtschaftlicher Zuversicht.

Die **westlichen Institutionen** waren nach Douglass C. North eine wichtige Rahmenbedingung für den gesellschaftlichen Strukturwandel und die damit einhergehende Wirtschaftsentwicklung. Ihre heutige **Disfunktionalität** ist Syptom und Bedingung für eine Vertiefung der Stagnations-Tendenzen. Denken Sie nur an die [Haushaltssposse der US-Politik](#) im Oktober, denken Sie an den bürokratischen Popanz, den sich Europa in Brüssel leistet oder das Kasperletheater, was wir oft genug in Berlin erleben. Zu dieser Disfunktionalität zähle ich auch, dass die Politik weltweit vom erpresserischen „too big to fail“-Spiel der großen Banken beherrscht wird. Und schließlich, um den Bogen zum US-Immobilien Sektor zurückzuschlagen, hat das Bemühen, die Hauspreise hoch zu halten, damit die Hypothekenkreditgeber möglichst gut davon kommen, auch einen disfunktionalen Aspekt: Junge Leute können sich immer schwerer Immobilieneigentum leisten, was ihrem Vertrauen in die Zukunft nicht gerade förderlich sein dürfte.

[Unter Verwendung von Material von Yves Smith auf „[naked capitalism](#)“]

Die These von der säkularen Stagnation dürfte zutreffend sein. Die Gegenmittel, die Summers & Co vorschlagen, sind entweder unzureichend oder absurd.

Dass Ideen von der Wohltat von Preisblasen überhaupt Anklang finden, hängt auch mit der Disfunktionalität von Politik und (Sozial-)Wissenschaften zusammen.

Hierzu passt auch "[Wachstumsillusionen | Teil 3](#)"!