

Dimitri Speck

Geheime Goldpolitik

Warum die Zentralbanken den Goldpreis steuern

FinanzBuch Verlag

DIE WUNDERBARE WELT DER BLASEN

In den Sechzigern hätte man sich diese Entwicklung wohl kaum vorstellen können, aber damals begann sie, weil man aus heutiger Sicht minimale Fehlentwicklungen nicht korrigierte. Die größte Fehlentwicklung lag allerdings nicht im Außenhandel, sondern in der stetig zunehmenden Verschuldung. Wir wollen uns nun der Verschuldung zuwenden. Verschuldung ist dabei immer nur die eine Seite der Medaille, zu jeder Schuld gehört ein Guthaben, eine Forderung. Die Forderung ist die Gegenseite der Schuld. Bei Schuld, Forderung und dem neutralen Begriff Kredit geht es um das Gleiche, sie meinen aber jeweils etwas anderes davon. Wenn man von Verschuldung spricht, legt man auch die Betonung auf die Mühe des Bedienens der Schuld. Die Finanzminister klagen, wenn die Verschuldung steigt, denn sie müssen im Folgejahr mehr für die Bedienung der Zinsen aufbringen. Die Mühen des Bedienens einer Schuld können eine große Last darstellen und für persönliche Schicksale den Sturz in großes Unglück bedeuten, gesamtwirtschaftlich sind die potenziellen Probleme auf der Forderungsseite ungleich größer.

Denn jeder Forderung ist eine Forderungsmacht inne, das Potenzial, im Markt Güter nachzufragen und eine Inflation in Gang zu setzen, aber auch eine Forderungsohnmacht, das Risiko, auszufallen, eine Kettenreaktion des Nachfragerückgangs in Gang zu setzen und einen deflationären Kollaps auszulösen. Beide, drohende inflationäre Entwertung oder drohender deflationärer Kollaps, sind die Schatten, die jede Volkswirtschaft begleiten, in der Forderungen auftreten. Seitdem in Gesellschaften Forderungen in gesamtwirtschaftlich relevanter Größe auftreten, gibt es diese Probleme. Rund um den Globus und durch die Geschichte gab es Tausende von Fälle, in denen diese Schatten ihre Wirkung entfalteten. Es entstanden forderunggetriebene Blasen und sie platzten. Es kam zu Rezessionen, Krisen und zu totalen Kollapsen. Von allen Geld- und Kreditpro-

blemen ist das der Blase das einzige, das bisher nicht gelöst ist. Es ist auch das einzige, das nicht grundsätzlich lösbar ist. Man kann es aber besser machen. Es gehört daher zum Wichtigsten in der Ökonomie, forderungsgetriebene Blasen zu verstehen.

Als Alan Greenspan 1987 den Vorsitz der Fed übernahm, stand ausgerechnet er als entschiedener Befürworter einer freien Wirtschaft der obersten Regulierungsbehörde vor. Als Greenspan 1987 den Vorsitz der Fed übernahm, wurde er sogar Chef einer Einrichtung, deren Existenz er ausweislich eines 1966 erschienenen Artikels früher entschieden abgelehnt hatte.⁸³ – Das Leben ist immer wieder für Überraschungen gut. – 1966 war er Befürworter des regelmäßigen Abbaus von übermäßigem Kreditwachstum durch anschließende Rezessionen. Jetzt leitete ausgerechnet er eine Institution, die genau diese Rezessionen vermeiden sollte und so das Kreditwachstum förderte. Indem er bei jeder Krise ausreichend Liquidität zur Verfügung stellte (was man dann sogar »Greenspan-Put« nannte), betrieb er intensiv das Gegenteil seiner früheren Auffassung. In der praktischen Politik angekommen, schaute er auf zeitnahe Lösungen.

Anfangs, als Greenspan 1987 den Vorsitz der Fed übernahm, war er noch für eine straffe Geldpolitik. Er war der Einzige, der erkannte, dass sich an den Aktienmärkten eine Blase entwickelt hatte. Seine Kollegen und der aus 200 Finanzexperten bestehende Beraterstab waren ahnungslos. Greenspan bemerkte, dass der Anstieg der Vermögenspreise die Leute sich reicher fühlen und zusätzliche Ausgaben tätigen ließ, was zu einer Überhitzung der Wirtschaft führte und zu drohender Geldentwertung. Greenspan setzte deshalb im September 1987 die erste Diskontsatzserhöhung seit drei Jahren durch, um einen weiteren Anstieg der Aktien zu bremsen. Wenig später kam es zum Aktiencrash, vielleicht war das eine prägende Erfahrung und Anlass, fortan von straffer Geldpolitik Abstand zu nehmen.

Als Greenspan 1987 den Vorsitz der Fed übernahm, waren die USA in einer Situation, in der gesamtwirtschaftlich die Schulden relativ zu einer re-

⁸³ Greenspan, Alan: »Gold and Economic Freedom«, in: Rand, Ayn: *The Objectivist*, Bd. 5, Nr. 7, 1966, nach der Übersetzung von Deutsch, Reinhard: »Gold und wirtschaftliche Freiheit« www.goldseiten.de/content/kolumnen/artikel.php?storyid=96.

alwirtschaftlichen Größe wie dem Bruttoinlandsprodukt im historischem Vergleich hoch waren und in der allenfalls eine von allen relevanten Kräften getragene Bemühung, diese zu reduzieren, noch gefruchtet hätte. Er hätte allein eine Reduzierung des Kreditniveaus im Sinne seines Artikels von 1966 nicht vornehmen können.

Als Greenspan 1987 den Vorsitz der Fed übernahm, wurde er Teil einer Institution, welche die gesetzlichen Ziele der Preisstabilität und des nachhaltigen Wirtschaftswachstums hatte, nicht aber einer Begrenzung der Menge der Kredite. Vielleicht hatte er die Begrenzung im Sinn, vielleicht hing er noch seinen in den Sechzigern getätigten Überlegungen der Notwendigkeit des Abbaus von zu großzügig gewährten Krediten nach, als er sich als Einziger 1987 für die Erhöhung des Diskontsatzes einsetzte und diese dann auch durchsetzte. Seine Äußerungen kreisten aber um die daraus drohende Inflation. Seine Prioritäten lagen bei der Geldwertstabilität, dem Wirtschaftswachstum und dann vielleicht noch dem Abbau staatlicher Schulden, kaum noch bei dem Abbau der Schulden der übrigen Sektoren der Wirtschaft.

Als Greenspan 1987 die Fed übernahm, dürfte er weiterhin mit dem Goldstandard sympathisiert haben. Dafür spricht die Deutlichkeit und Durchdachtheit seiner Thesen in seinem Aufsatz von 1966 sowie die Tatsache, dass er 1981 und übrigens auch noch 1998 mit dem Goldstandard sympathisierte. Dabei hat sich aber anscheinend sein Fokus von der Kreditmenge weg auf die Geldwertstabilität hin verlagert.⁸⁴ Eine derart gefestigte Haltung gibt man nicht binnen weniger Jahre so nebenbei einfach auf. Er wäre aber nicht in der Position gewesen, den Goldstandard gegen die Politik durchzusetzen.

Als Greenspan 1987 den Vorsitz der Fed übernahm, bestand bereits eine Blase, ein gesamtgesellschaftlicher Forderungsüberhang, und Greenspan

⁸⁴ *Time Magazine* vom 5. Oktober 1981 »All That Talk About Gold« www.time.com/time/magazine/article/0,9171,921073,00.htm, und United States. Congress. House. Committee on Banking and Financial Services. Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy: »Conduct of Monetary Policy: Report of the Federal Reserve Board pursuant to the Full Employment and Balanced Growth Act of 1978, P.L. 95-523, and The State of The Economy: Hearing before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy of the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, One Hundred Fifth Congress, Second Session, July 22, 1998.« Washington 1998, S. 24, dort sagte Greenspan: »I am one of the rare people who have still some nostalgic view about the old gold standard, as you know, but I must tell you, I am in a very small minority among my colleagues on that issue.«

war Teil einer Institution, deren Macht gar nicht ausgereicht hätte, die Gesamtheit an Forderungen zu begrenzen oder gar abzubauen. Es war beinahe sogar umgekehrt. Wenn man die gesetzlichen Ziele der Fed, Preisstabilität und nachhaltiges Wirtschaftswachstum, nicht aber die Begrenzung der Forderungen, konsequent umsetzt, führt das zur perfekten Blase. Die Ziele führen nämlich zum Wachstum durch stetige Ausweitung der (vorerst) nicht preiswirksam werdenden Forderungsmenge. So kam es denn auch seit den Neunzigern: Die Wirtschaft wuchs, die Beschäftigungsrate war hoch, die Preise waren stabil, die Vermögen stiegen. Das Paradies. War es ein Scheinparadies? Denn die Forderungsmenge wuchs. Sie könnte den Keim für künftige Probleme bergen. Doch sehen wir uns erst einmal an, wie eine Blase überhaupt funktioniert.

Kreditfinanzierte Blasen entstehen durch kreditfinanzierte Käufe. Schauen wir uns einen solchen Kauf einmal genau an: Sie haben 100 000 Euro auf dem Konto und wollen ein Haus kaufen, das 200 000 Euro kostet. Beide Parteien zusammen, Sie als künftiger Käufer und der spätere Verkäufer, haben also ein Vermögen von 300 000 Euro. Jetzt gehen Sie zur Bank, leihen sich 100 000 Euro und kaufen das Haus. Die Vermögensbilanz beider Parteien lautet jetzt wie folgt: Sie besitzen das Haus für 200 000 Euro und haben Schulden über 100 000 Euro, nach Abzug der Schulden beträgt Ihr Vermögen somit 100 000 Euro. Der Verkäufer hat nun die 200 000 Euro auf dem Konto. Das Gesamtvermögen beider Beteiligten beträgt somit erneut 300 000 Euro. Dies war zu erwarten, denn es wurden keine Werte geschöpft.

Soweit die statische Betrachtung eines Einzelfalls. Die reale Welt ist aber dynamisch und es gibt viele einzelne Fälle. Betrachten wir den kreditfinanzierten Kauf deshalb erneut: Die Kreditfinanzierung hat den Kauf erst ermöglicht, ohne sie wäre es nicht dazu gekommen. Die Kreditfinanzierung selbst hat somit Nachfrage geschaffen. Zusätzliche Nachfrage erhöht aber nach dem Gesetz von Angebot und Nachfrage den Preis. Obwohl also im Einzelfall und in der statischen Betrachtung das Gesamtvermögen beider Beteiligten vor und nach dem Kauf gleich hoch war, ändert es sich in einer dynamischen Welt mit vielen kreditfinanzierten Käufen. Tatsächlich sorgen kreditfinanzierte Käufe für einen Anstieg des Preisniveaus.

Wenn also in einer Gegend viele Leute Kredite aufnehmen, um Häuser zu erwerben, steigen die Preise der Objekte. Sie tun dies, ohne dass sich real etwas geändert hätte. Die Kreditfinanzierung ist der einzige Grund des Preisanstiegs.

Was aber bedeutet der Preisanstieg für die Vermögensbilanz? Nehmen wir an, der Wert des Hauses steigt durch die vielen kreditfinanzierten Käufe in der Umgebung von 200 000 Euro auf, sagen wir, 300 000 Euro. Abzüglich der Schulden haben Sie nun ein Vermögen von 200 000 Euro, der Verkäufer hat weiterhin 200 000 Euro auf dem Konto.⁸⁵ Das Gesamtvermögen beider Beteiligten beträgt somit nun 400 000 Euro! Die zusätzlichen Käufe, die durch zusätzliche Kredite ermöglicht wurden, sorgen im Beispiel für einen Vermögenszuwachs von 100 000 Euro, ohne dass irgendjemand den Finger gekrümmt und etwas Reales hergestellt hätte. In einer kreditfinanzierten Blase kommt es also durch zusätzliche kreditfinanzierte Käufe zu einem Anstieg des Preisniveaus der Vermögen. Die Gesamtheit aller Kreditfinanzierungen führt in einem dynamischen Prozess dazu, dass die Beteiligten einen Vermögenszuwachs buchen, ohne dass etwas geschaffen wurde. Sie fühlen sich reicher, ohne dass sich real etwas geändert hat.⁸⁶

Damit haben wir aber ein Entscheidungsproblem: Die Bücher spiegeln nicht die reale Welt wider! Durch bloße Finanzierungsvorgänge wurde aus einem Gesamtvermögen von 300 000 Euro eines von 400 000 Euro. In der Realwirtschaft hätte dazu etwas produziert werden müssen, etwa das Haus um die Hälfte erweitert werden müssen. Das Problem ist nun aber nicht, dass real nichts geschaffen wurde, denn auch Gewinne in der Finanzwirtschaft können volks- und betriebswirtschaftlich Sinn ergeben. Das Problem bei der kreditfinanzierten Blase ist, dass alle Beteiligten reicher wurden, dass es also keinen Verlust gab, wo woanders ein Gewinn entstand. Wenn aber alle Beteiligten durch bloße Buchungsvorgänge ver-

⁸⁵ Zur Eruierung des Wirkmechanismus von Blasen wird hier so weit wie möglich vereinfacht. Der Zins etwa, der sich aufzudrängen scheint (»Exponentialfunktion«), ist beim Blasenphänomen erst sekundär von Bedeutung.

⁸⁶ Es kann auch nichtkreditfinanzierte Blasen geben, die nicht durch kreditfinanzierte Käufe, sondern durch Umschichtungen entstehen, wenn es etwa modebedingt zu einem Run auf bestimmte Güter kommt. Sie sind hier nicht Thema, da ihre finanziellen Folgen ebenfalls bloß aus Umschichtungen bestehen.

möglicher werden, wird eine maßgebliche Entscheidungsgrundlage beeinflusst. Denn die durch den Preisanstieg ausgewiesenen Gewinne werden zwar gebucht, haben aber keine Grundlage in realen Änderungen der wirtschaftlichen Umstände. Ihre einzige Grundlage sind die kreditfinanzierten Käufe selbst.

Indem in Blasen kreditfinanzierte Käufe das Preisniveau anheben und so eine Wohlstandsmehrung vortäuschen, die es nur in den Büchern, aber nicht in der Realität gibt, setzen sie die zeitnahen Regulierungskräfte des Marktes außer Kraft. Ein Markt kann nicht effizient sein, wenn bloße Buchungsvorgänge zu derselben Änderung bei der Entscheidungsgrundlage führen wie reale Produktionstätigkeiten. Der kreditfinanzierte Kauf, der sich selbst rentabel macht, ist von seiner Natur her Erschaffer eines Trugbildes. Er ist nur gerechtfertigt, wenn es an anderer Stelle des Systems zu einer entsprechenden Rückführung eines anderen Kredits kommt, sodass sich durch dessen Rückzahlung die Gesamtmenge aller Kredite nicht erhöht (oder nur entsprechend dem Wirtschaftswachstum).

Das Versagen der Markteffizienz durch Vortäuschung eines Gewinns macht kreditfinanzierte Blasen zu Vorgängen, die nicht sofort, sondern ähnlich wie Kettenbriefsysteme verspätet korrigiert werden. Die Wirtschaftsgeschichte ist voller Beispiele, in denen kreditfinanzierte Blasen erst zu einem Boom führten, der später durch schmerzhafte Preisrückgänge und Rezessionen korrigiert wurde. Der Zeitpunkt dieser Korrektur kann bereits ein Jahr nach Beginn der Blase erfolgen, oft sind es aber mehrere Jahre, mitunter sogar Jahrzehnte. Historisch kam es wohl immer zu dieser Korrektur, wenn sie nicht durch staatliche Eingriffe verhindert wurde.

Eine solche Korrektur ist durch eine Umkehrung der Vorgänge gekennzeichnet, die das vorherige Entstehen der Blase begleiteten. Das angehobene Preisniveau kommt zurück und die Kreditmenge wird ebenfalls reduziert. Letzteres geschieht durch Ausfall der Forderungen, also durch Schuldnerbankrott. Wie beim Entstehen einer Blase die durch Krediterschöpfungen ermöglichten zusätzlichen Käufe das Preisniveau anhoben, gibt es beim Platzen einer Blase Verkäufe durch Kreditausfälle und damit

eine Senkung des Preisniveaus (es wirken aber noch weitere Mechanismen, weshalb es auch bereits vor Schuldnerausfällen zu einer Senkung des Preisniveaus kommt). Beim Platzen der Blase wird aber auch der Wohlstand, der zuvor bloß gebucht und nicht geschaffen wurde, vernichtet. Er verschwindet aus den Büchern, aber auch aus den Köpfen der Leute. Sie fühlen sich nun wieder ärmer. Es ist letztlich der dem Menschen innewohnende Wunsch, reich zu sein, der für das Entstehen von Blasen sorgt und der es so schwer macht, ihr Platzen zu akzeptieren.

Nicht die Marktgesetze versagen, sondern deren Effizienz. Die Marktgesetze verschaffen sich auch in Perioden mit Blasen Geltung, sie tun dies nur mit Verzögerung. Während der Blasen kommt es aber zu vielfältigen Fehlentwicklungen. Einen eigenständigen Sinn haben kreditfinanzierte Blasen in aller Regel nicht. Sie können zwar Trends beschleunigen, dennoch ist ihr Preis höher als ihr Nutzen, denn die dabei auftretenden Fehlentwicklungen sind mannigfaltig (Details dazu gleich). Es gibt nur wenige Fälle, bei denen kreditfinanzierte Blasen einen eigenständigen Sinn aufweisen, etwa wenn ein lokaler Preisanstieg vorweggenommen wird (etwa bei Immobilien in einer abgeschlossenen Bucht, die durch eine Straße touristisch erschlossen wird). Allerdings ist dies auch nur dann der Fall, wenn der Anstieg der Kreditmenge an dieser Stelle einhergeht mit einer Reduktion an anderer Stelle, es sich also um eine Umschichtung handelt, oder er durch Wirtschaftswachstum untermauert ist. Sonst ist nämlich letztlich doch die ganze Volkswirtschaft betroffen.

Immer wenn eine kreditfinanzierte Blase den Forderungsbestand einer ganzen Volkswirtschaft erhöht, weist sie den Charakter der sich selbst rentierenden Kreditschöpfung auf. Dabei spielt es keine Rolle, wo die Blase stattfindet. Häufig sind Blasen an den Immobilienmärkten oder an den Aktienmärkten, also bei Unternehmen. Es gab aber historisch auch Blasen, die im Rückblick eher erstaunen, etwa bei Blumen wie in der Tulpenblase im 17. Jahrhundert. Blasen können auch von einem Gegenstand auf den nächsten überspringen, wie die Blase bei den Technologiewerten in den USA Ende der Neunziger des vorigen Jahrhunderts, die zum Jahrtausendwechsel durch eine an den Immobilienmärkten abgelöst wurde. Kreditfinanzierte Blasen können auch mehrere Anlageklassen gleichzeitig

erfassen, etwa Immobilien und Aktien wie in Japan Ende der Achtziger, oder sich letztlich auf die ganze Volkswirtschaft ausweiten.

Kreditfinanzierte Blasen sind selbstrentabel. Daraus folgt das typische Blasenphänomen, dass sich Blasen selbst verstärken. Die Bewegung beschleunigt sich dabei oft gegen Ende der Blase. Hintergrund ist, dass durch die Wertsteigerung objektbezogen eine Reduzierung der Schulden stattfindet – zumindest ausweislich der Bücher. In obigem Beispiel war die Immobilie anfänglich 200 000 Euro wert und mit 100 000 Euro beliehen. Nach Anstieg des Preisniveaus stand das Haus bei 300 000 Euro, die Schulden aber standen immer noch nur bei 100 000 Euro. Die Immobilie war also erst zu 50 Prozent beliehen, dann nur noch zu 33,33 Prozent.

Ein jetziger Käufer dieser oder einer vergleichbaren Immobilie könnte bei gleicher Beleihung von 50 Prozent ein Darlehen von 150 000 Euro aufnehmen und so seinen Beitrag dazu leisten, dass das Preisniveau ein weiteres Mal angehoben wird. Dies führt zu einem Kreislauf, in dem die sich selbst rentierenden Käufe durch Kreditschöpfung einander gegenseitig verstärken und das Preisniveau immer weiter anheben. Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht den sich selbst verstärkenden Kreislauf bei einer kreditfinanzierten Aktienblase. Da die Wirkmechanismen nur den Wohlstand in den Büchern, nicht aber den in der Realität mehren, platzen kreditfinanzierte Blasen typischerweise nach einiger Zeit.

Ein kurzer Rückblick auf den Gold-Carry-Trade: Er führte nämlich zur ersten inversen Blase der Geschichte! Der Blasenkreislauf beim Carry-Trade war genau invers zum üblichen Blasenkreislauf: Gold wurde geliehen und verkauft – bei der konventionellen Blase wird Geld geliehen und etwas anderes (wie Immobilien) gekauft. Das zusätzliche Angebot führte zum Rückgang der Preise – bei der konventionellen Blase führt die zusätzliche Nachfrage zum Anstieg der Preise. Der Rückgang der Preise führte zum Profit der Goldleiher allein durch die Verkäufe des geliehenen Goldes – bei der konventionellen Blase führt der Anstieg der Preise zum Profit der Geldleiher. Dieser Profit eröffnet wiederum die Möglichkeit, noch mehr Gold zu leihen und den Blasenkreislauf in Gang zu setzen – bei der konventionellen Blase wird entsprechend erneut Geld geliehen.



Abb. 70: Konventionelle Kreditblase

Eine inverse Blase ist also genau spiegelbildlich zur konventionellen Blase. In den Neunzigern kam es so durch den Gold-Carry-Trade (und allgemein formuliert durch die Goldleihe) zur ersten inversen Blase der Geschichte, sofern man Blasen (wie meist üblich) auf die Preise von Gütern bezieht (und nicht etwa auf Währungen oder auf eine einzelne Aktie). Voraussetzung war nämlich die hohe Verfügbarkeit der Güter, wie sie nur bei Gold durch die Lagerung eines Vielfachen des Jahresverbrauchs gegeben ist. Weitere Voraussetzung war die Einführung der Goldleihe nach Aufhebung der Goldbindung ab Anfang der Achtzigerjahre. Die Hintergründe der zweiten Phase der Interventionen Ende der Neunziger sind nicht genau bekannt und wir können die Profite privater Bullionbanken als ein Hauptmotiv nur vermuten. Die Vorgänge sind aber leichter nachvollziehbar, wenn man berücksichtigt, dass eine inverse Blase vorlag. Der Rück-

gang des Goldpreises von 400 auf 250 Dollar je Unze Ende der Neunzigerjahre war der »Höhepunkt« – und vom Kursverlauf her gesehen der »Tiefpunkt« – der ersten inversen Blase der Geschichte.



Abb. 71: Inverse Blase des Gold-Carry-Trade