

## **US-Immobilienkrise – Aktiencrash – Weltwirtschaftskrise – Was nun?**

Vortrag vom 22. April 2009 anlässlich einer Mitgliederveranstaltung der Wirtschaftsjunioren Mannheim-Ludwigshafen

Vielen Dank, Frau Oppinger, für Ihre freundlichen Worte. Ich hoffe allerdings, dass Sie die Latte für mich damit nicht zu hoch gelegt haben. Aber ich freue mich natürlich, heute Abend vor diesem beeindruckenden Auditorium sprechen zu können, denn Journalisten sind nicht immer nur neugierig, sondern stets auch ziemlich mitteilnehmend.

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

niemand, der sich über die aktuelle Wirtschaftslage äußert, kommt an dem Umstand vorbei, dass diese Krise von Anfang an vor allem Verwirrung gestiftet hat. Erst hieß es: „Krise? Welche Krise?“ Als dann die IKB Bank am Abgrund stand, sagte man: „Wieso haben eigentlich *wir* in Deutschland eine Krise? Was geht es uns an, wenn in Los Angeles oder Las Vegas die Grundstückspreise fallen?“ Dann mussten wir als Steuerzahler plötzlich mitansehen, dass Regierungen rund um den Globus Hunderte Milliarden Dollar oder Euro in die Hand nahmen, um das Bankensystem zu retten. Und neuerdings verschenkt die Bundesregierung Geld, damit wir Konsumenten etwas kaufen, das wir eigentlich nicht wirklich brauchen. Unter solchen Umständen stellt sich schnell der Eindruck ein, die Welt sei aus den Fugen geraten.

Wenn ich Ihnen nun etwas über Ursprünge und Hintergründe der Krise und über die weitere Entwicklung erzählen soll, dann ist die Gefahr groß, dass ich die Verwirrung nur noch steigern werde. Das fängt schon damit an, dass wir bei vielen Nachrichten von der Krisenfront nicht recht wissen, ob wir weinen oder lachen sollen. Damit wären wir dann schon nah am Kabarett, wo es einem ja oft ähnlich geht. Mit seiner Fähigkeit, selbst noch die kompliziertesten Probleme auf eine einfache und witzige Pointe zu reduzieren, bringt uns ein guter Kabarettist erst mal zum Lachen. Später merken wir dann, dass die geschilderten Sachverhalte eigentlich eher zum Weinen sind.

Die Aufgabe, mit der ich mich hier vor Ihnen konfrontiert sehe, empfinde ich deshalb als ausgesprochen schwierig. Der Kabarettist kann wenigstens versuchen, mit seiner Vortragskunst zu brillieren. Er ist ja auch Schauspieler. Ich dagegen bin nur ein

schreibender Journalist, der immer ein Blatt Papier braucht, um sich daran festzuhalten. Und Humor habe ich auch nicht. Ich bin so humorlos, dass ich ganze Bücher über die Finanzkrise geschrieben habe, in denen es nichts, aber auch gar nichts zu lachen gibt.

Ich tröste mich deshalb mit dem Umstand, dass Sie es sich freiwillig angetan haben, sich meinem Vortrag auszusetzen. Das gibt mir den Mut, das Ding jetzt auch durchzuziehen.

Am Anfang dieser Krise war ich zugegebenermaßen selbst ziemlich verwirrt. Wieso eigentlich kaufen Banken Kredite? Es gehört doch zu ihrem ureigenen Geschäft, selbst Kredite zu vergeben. Wieso müssen sie da noch welche dazukaufen? Und das auch noch mit der Erwartung, an den zugekauften Krediten mehr zu verdienen als mit denen, die sie selbst vergeben haben? Heute wissen wir, dass ist jetzt gründlich schiefgegangen.

Die nächste Frage, die ich mir gestellt habe, fand ich persönlich noch interessanter: Wieso eigentlich *verkaufen* Banken Kredite? Ich rede jetzt nicht von Kreditgewährung, sondern vom Verkauf ausgelegter Kredite an Investoren. Warum behalten Banken die Kredite, die sie an ihre Kunden vergeben haben, nicht selbst?

Zumindest für die USA fand ich da bald Antworten. Die Ursache liegt hier in den 1930er Jahren nach der Weltwirtschaftskrise. Damals, nach dem großen Aktien-Crash und dem katastrophalen Bankenkrach, untersagte der US-Gesetzgeber dem Kreditgewerbe Geschäfte über die Grenzen einzelner Bundesstaaten hinweg. Jede Bank durfte nur in ihrem eigenen Bundesstaat tätig werden. Nun gab es damals in dem großen Land stark entwickelte Regionen, in denen mehr gespart als investiert wurde, und andere Regionen, in denen es umgekehrt war.

Etwas vereinfacht ausgedrückt könnte man sagen: Der Westen der USA brauchte Kapital, im weiter entwickelten Osten lagen die Ersparnisse brach.

Zumindest für den Wohnungsbau fand die amerikanische Regierung bald eine Lösung: Sie gründete die Federal National Mortgage Association, abgekürzt FNMA und ausgesprochen Fannie Mae. Die hatte zur Aufgabe, Banken im ganzen Land Hypothekenkredite abzukaufen, sie zu bündeln, und im Paket in Form renditestarker Anleihen an Sparer und Investoren weiterzuverkaufen. Diese Anleihen wurden als Mortgage Backed Securities (abgekürzt MBS) bezeichnet. Zu deutsch: mit Hypothe-

ken besicherte Anleihen. Auf diese Weise konnte das Kapital nun über bundesstaatliche Grenzen hinweg von Ost nach West und von Nord nach Süd wandern – oder umgekehrt, je nachdem, wo es gerade gebraucht wurde.

Die Hypotheken, die Fannie Mae aufzukaufen bereit war, hatten bestimmte Qualitätsstandards und die Schuldner klare Bonitätskriterien zu erfüllen. Damit wollte man ausschließen, dass es zu allzu vielen Kreditausfällen kam. Die Geschichte lief so gut, dass die US-Regierung Fannie Mae 1968 privatisierte. Und damit das Unternehmen sich nicht wie ein Monopolist aufführte, wurde ihm mit Freddie Mac ein – ebenfalls privater – Konkurrent zur Seite gestellt.

Irgendwann, so ab Mitte der 1990er Jahre, mogelten sich nun immer mehr Geldverleiher ohne Bankstatus in das amerikanische Hypothekengeschäft hinein. Den Bankstatus brauchten diese Kreditgeber nicht, weil sie keine Einlagen entgegen nahmen. Ihre Dienste boten sie nicht in Büros mit edler Ausstattung und teurer Lage, sondern eher am Rande von Shoppings-Malls mit grellbunten Reklametafeln an. Viele dieser Hypothekengeber achteten auch nicht in gleichem Maße wie Fannie Mae auf Qualitätsstandards und die Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner. Eine amerikanische Zeitung schrieb darüber vor ein paar Jahren, auf dem Höhepunkt des Immobilienbooms in den USA: Jeder, der noch die Kraft hat, von der Straße in ein solches Kreditbüro zu kriechen, bekam auch einen Kredit. Die Kreditgeber nahmen dafür zum Teil Zinsen, die anderswo als Wucher angesehen worden wären.

Zur gleichen Zeit – die regionale Beschränkung für Geschäftsbanken war da schon einigermaßen aufgeweicht – interessierten sich die Geschäftsbanken für neue Betätigungsfelder. Die fanden sie im Geschäft der eben schon erwähnten Geldverleiher ohne Bankstatus und mit Kreditkunden, die sich die Kredite, die sie aufnehmen, eigentlich gar nicht leisten können – das sind die berühmten „Subprime“-Kredite. Auf gut deutsch: Kredite an Schuldner mit zweifelhafter Bonität.

Die Geschäftsbanken kauften diese Geldverleiher kurzerhand und reihenweise auf, sicherlich schon mit dem Hintergedanken: Wir geben unseren neuen Partnern das nötige Kapital für eine große Expansion, behalten aber wollen wir die riskanten Kredite nicht.

In den Investmentbanken der Wall Street fanden sie dafür die richtigen Partner. Die wollten Fannie Mae und Freddie Mac mit ihrem riesigen Geschäftsvolumen ohnehin gern Konkurrenz machen. Nur waren die nicht so ganz erstklassigen Kredite anfangs gar nicht loszuwerden. Deshalb ließen die Investmentbanken ganze Heerscharen von Mathematikern, Ingenieuren und Physikern so lange an ihnen herumbasteln, bis die unsicheren Kreditbündel marktfähig erschienen. Die forsche Rhetorik amerikanischer Verkaufstalente besorgte den Rest.

Die Konjunktur der Verwirrung nahm ihren Lauf. Selbst der deutsche Sachverständigenrat für die Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung fiel auf die Mär von der wundersamen Verwandlung von Stroh in Gold herein. Im November 2007, nachdem schon zwei deutsche Banken vor dem Zusammenbruch hatten gerettet werden müssen, schrieben die „Wirtschaftsweisen“ in ihr Jahreshesgutachten:

Neuartige Techniken der Verbriefung „förderten das Modell ‚*originate and distribute*‘, das es Banken in den Vereinigten Staaten erlaubte, Kredite an private Haushalte zu vergeben und sie dann an Investoren in der ganzen Welt zu veräußern.“ Über diese „Strukturierung“ der Kreditbündel sei es möglich gewesen, „aus Kreditportfolios mit zweitklassiger Qualität einen hohen Prozentsatz erstklassig bewerteter Finanztitel zu destillieren.“

Wie die Geschichte ausging, wissen wir alle. Später, als dieses fragile Kreditkartenhaus schon ganz flach am Boden lag, entdeckte die texanische Filiale der US-Notenbank in einer Studie: Die ganze Verbriefung von Subprime-Hypotheken basierte auf einem Konstruktionsfehler. Die Forscher waren einfach folgendem Fragenkomplex nachgegangen: Wie viel Rendite lässt sich mit US-Staatsanleihen erzielen, die als Standard und Maßstab für ein sicheres Investment gelten. Sagen wir vier Prozent. Wie viel Rendite bringen die – ursprünglich – hoch seriösen MBS-Anleihen von Fannie Mae und Freddie Mac? Ein bis zwei Prozentpunkte mehr als US-Staatsanleihen. Und nun die entscheidende Frage: Wie hoch hätte wohl die Rendite der viel riskanteren Subprime-MBS-Anleihen sein müssen, wenn sie eine angemessene Prämie für das viel höhere Ausfallrisiko enthalten hätten? Die Antwort lautete: Bei angemessener Risikoprämie hätte die Rendite bei den Subprime-MBS-Anleihen viel höher sein müssen – und zwar so hoch, dass sie die Zinssätze der ihnen zugrunde liegenden Hypotheken in solche Höhen katapultiert hätte, dass die anvi-

sierten, nicht sehr zahlungskräftigen Käufergruppen solche Zinssätze keineswegs hätten aufbringen können.

Mit anderen Worten: Die Risiken, die in den Subprime-MBS-Papieren steckten, sind durch allerlei Rechenricks, die niemand mehr durchschaut hat, verschleiert worden, damit überhaupt jemand solche Papiere kauft. Ihre Rendite aber war doch immerhin so hoch, dass sie vielen Investoren, die die Risiken nicht durchschauten, als attraktiv erschien.

Ein amerikanischer Banker, der solche Papiere gekauft hat, gab später im Geschäftsbericht seiner Bank zu Protokoll: „Wegen der Tatsache, dass die Rendite so viel höher letztlich gar nicht war – nämlich nur 25 Basispunkte [bzw. 0,25 Prozent] – bereuen wir die damalige Entscheidung nun umso mehr.“

Auch wenn Sie sich jetzt ungläubig die Augen reiben wegen des Umstandes, dass gestandene Banker wegen lächerlicher 0,25 Prozent mehr Rendite sich wie Lemminge in Risiken stürzten, die sie nicht durchschauten: Viele trieben es ja noch viel schlimmer!

Nahmen wir als Beispiel die Rhineland Funding. Das ist diejenige Schattenbank, die ihrer Muttergesellschaft IKB Bank das Genick brach. Rhineland Funding war mit einem Eigenkapital von ganzen 500 Euro ausgestattet, legte aber 13 Milliarden Euro in irgendwelchen Vermögenswerten an, die sich letztlich als ziemliche Windeier entpuppten. Rhineland Funding nahm dafür Kredite auf, agierte also letztlich wie ein Hedge Fonds. Und so verhielten sich wohl viele Banken.

Ich habe mir einmal die Mühe gemacht, das Kreditgeschäft deutscher Banken statistisch aufzuarbeiten. Dabei habe ich anhand der Bundesbank-Daten Folgendes festgestellt. Das deutsche Bruttoinlandsprodukt ist seit 1985 nominal um rund 150 Prozent gewachsen. Das Inlandskreditgeschäft der deutschen Banken ist gleichzeitig etwas stärker, nämlich um knapp 240 Prozent gestiegen. Das Volumen der im Ausland herausgelegten Kredite hat sich seit 1985 mehr als versechzehnfacht, ist also im Vergleich mit der deutschen Wirtschaftsleistung mit zehnfacher Geschwindigkeit gewachsen. Gleichzeitig haben die deutschen Banken übrigens auch selbst immer höhere Kredite aufgenommen. Die internationalen Kreditverflechtungen im Finanzsystem sind also immer enger geknüpft worden. Die Ansteckungsgefahr im Fall einer Krise ist damit ebenfalls erheblich gestiegen.

Dass die deutschen Banken *nicht allein* so großzügig Kredite vergaben will ich mit einem Zitat von Kurt Richebächer deutlich machen. Der frühere Generalbevollmächtigte und Chefökonom der Dresdner Bank schrieb im Jahr 1999, als der Boom am amerikanischen Häusermarkt gerade erst in einem frühen Anfangsstadium steckte:

„Die Kreditexpansion, die in den letzten Jahren in den USA stattgefunden hat, ist ohne Beispiel in der Geschichte. Sie stellt alle bisherigen Bubble-Erfahrungen in den Schatten. Ebenfalls einmalig in der Geschichte ist es, dass alle Welt, nicht nur unabhängige Beobachter und Kommentatoren, sondern vor allem auch die verantwortlichen Geldpolitiker, über die entfesselten Kreditfluten einfach hinwegsehen. Sie werden nicht einmal zur Kenntnis genommen.“

Sieben Jahre später stellte Eva Srejber, Erste Stellvertretende Gouverneurin der Schwedischen Riksbank in einem Vortrag fest: „Studien haben ergeben, dass die Preise von Vermögenswerten und eine Kreditexpansion sich gegenseitig aufschaukeln.“ Den Gang der Dinge einer solchen kreditinduzierten Vermögenspreisinflation beschreibt die schwedische Notenbankerin so:

„Während eines Wirtschaftsaufschwungs erleichtern steigende Preise von Vermögenswerten eine vermehrte Kreditaufnahme dank der steigenden Werte der Sicherheiten in Gestalt von Finanzwerten, Häusern oder Eigentumswohnungen. Wenn die Situation sich dann umkehrt, zumeist begleitet von einer restriktiven Geldpolitik, schrumpfen die Vermögenswerte und die finanzielle Lage der Haushalte verschlechtert sich. In Fällen, in denen die Bewertungen überoptimistisch waren, kann der Preisverfall dramatische Formen annehmen. Die Banken werden in einer solchen Situation auf die Verschlechterung ihrer eigenen Bilanzen und der ihrer Schuldner reagieren, indem sie die Kreditvergabe einschränken. In der nun folgenden Konsolidierungsphase, werden Inflation und wirtschaftliche Aktivitäten zurückgehen. Im schlimmsten Falle werden die Verluste der Banken aus Krediten groß genug sein, um ihre finanzielle Stabilität zu bedrohen ...“

Aufmerksamen Beobachtern der aktuellen Krise wird diese Beschreibung des Gangs der Dinge wahrscheinlich ziemlich bekannt vorkommen. Doch leider, stellt die zitierte Notenbankerin im Jahr 2006 bedauernd fest, sei diese Kreditzyklustheorie nicht sonderlich weit entwickelt und sie werde wohl von vielen Wirtschaftsforschern unterschätzt. *Mir* fällt dazu im Lichte der jüngsten Ereignisse nur ein: Das ist mal ein Euphemismus, der seinem Namen alle Ehre macht!

Heute stehen wir, steht die ganze Welt vor einem unvorstellbar großen Berg von Krediten. Viele dieser Kredite werden nicht mehr bedient, weil die Schuldner insolvent geworden sind. Der amerikanische Krisenökonom Robert Shiller hat die Immobilienpreisblase in den USA als die größte Spekulationsblase der Geschichte bezeichnet. Deshalb ist nicht mehr nur die Stabilität einzelner Banken bedroht, sondern die

des gesamten weltweiten Finanzsystems. Und weil die Nationalökonomien die soeben erwähnte Kreditzyklustheorie so haben verkümmern lassen, weiß derzeit niemand, wie man den riesigen Kreditberg sozusagen „sozialverträglich“ abtragen könnte.

Deshalb kommt nun die Politik als letzter Rettungsanker ins Spiel. Das ist nun schon der zweite Treppenwitz der Geschichte in dieser Krise. Der erste bestand darin, dass die größten Pakete an verbrieften Subprime-Anleihen in den Tresoren jener Wall-Street-Investmentbanken lagen, die diese Giftpapiere überhaupt erst geschaffen haben. Der Charme der Kreditverbriefung sollte doch gerade darin bestehen, die in ihnen steckenden Risiken weltweit zu verteilen. Da hat offenbar die eine Abteilung nicht gewusst, was eine andere den lieben langen Tag so treibt, und das Management hat nur auf die Renditekennzahlen des Konzerns geschaut.

Nun also der zweite Treppenwitz. Ausgerechnet der Staat, den die Akteure an den Finanzmärkten mit ihrer Zermürbungsstrategie in zweieinhalb Jahrzehnten tief in die Defensive getrieben haben, bis manche Regierungen mit dem Rücken zur Wand standen, gilt nun als der letzte Rettungsanker. Ideengeschichtlich speist sich diese Zermürbungsstrategie aus den Tiefen des 20. Jahrhunderts. Schon in den 1920er und 1930er Jahren suchten eine Reihe aufrechter liberaler Denker dem real existierenden Sozialismus das Ideal der ökonomischen Freiheit entgegenzusetzen. Dieses damals ziemlich verkümmerte, zarte Pflänzchen gelangte erst wieder unter US-Präsident Ronald Reagan und Premierministerin Margaret Thatcher in Großbritannien zu voller Blüte und wurde als Marktliberalismus angelsächsischer Prägung oder einfach als Neoliberalismus bekannt.

Die Grundidee ist noch viel älter und geht auf den Briten Adam Smith zurück. Der hatte im 18. Jahrhundert verkündet, in einer liberalen Wirtschaftsordnung mit freiem, von staatlichen Eingriffen unbehindertem Wettbewerb werde das allgemeine, gesellschaftliche Glück maximiert, wenn jedes Individuum im Rahmen seiner ethischen Gefühle versucht, sein persönliches Glück zu erhöhen.

Jetzt möchte ich Sie bitten, sich mal für einen Moment gedanklich ins 18. Jahrhundert zu versetzen, in die Zeit von Adam Smith. Dieser große Denker war Moralphilosoph. Seine Zeit war durchtränkt von Vorschriften, die das gesamte Leben eines Menschen regelten, vor allem von Vorschriften über Moral und Anstand. Und dann kam Adam Smith und sagte: Leute, denkt auch mal ein bisschen an euch selbst, seid

auch mal egoistisch, und das im Rahmen eurer eigenen ethischen Gefühle! Nichts aber hätte für Adam Smith wohl unvorstellbarer sein können als die heutige individualistische Beliebigkeit der Vorstellungen von Anstand und Moral.

Trotzdem: Schlichtere Gemüter haben aus den Denkansätzen des Philosophen das Dogma herausgefiltert, der Staat solle sich aus der Wirtschaft heraushalten und den Markt sich selbst überlassen. Aber erst in der Ära Reagan/Thatcher fand man dafür die idealen Druckmittel: Steuersenkungen, Sozialabbau und Deregulierung. Die Finanzmärkte steuerten noch das Prinzip des Shareholder Value bei.

Was hat das mit unserer Wirtschaftskrise zu tun? Dazu komme ich jetzt. Noch immer traumatisiert von den Ereignissen der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre hat sich der amerikanische Gesetzgeber lange Zeit vehement dagegen gewehrt, das eigene Bankwesen zu deregulieren. Als 1988 wieder einmal ein solcher Anlauf gescheitert war, erklärte deren Initiator, Senator William Proxmire: „Der Kongress ist an dieser Aufgabe gescheitert, nun muss die Notenbank einspringen.“

Mit anderen Worten: Die Legislative räumte ihr Versagen bei der Gestaltung des US-Bankensystems ein und beauftragte die Exekutive, mithin die Bankaufsichtsbehörden, die Aufgabe zu übernehmen.

Ein Jahr zuvor hatte Alan Greenspan, der sich selbst als Deregulierungsbefürworter sah, sein Amt als Notenbankpräsident angetreten. Er nahm den Auftrag gern an. Nach und nach lockerte er für Geschäftsbanken die Einschränkungen für Wertpapiergeschäfte.

Gegen Warnungen, Banken könnten die wachsenden Spielräume missbrauchen, stellte sich Greenspan taub. Im Jahr 2000 beispielsweise warnte Notenbank-Gouverneur Edward M. Gramlich, dass eine schnell wachsende Gruppe von neuartigen Kreditgebern viele Menschen zur Aufnahme riskanter Kredite verlocke, die diese sich gar nicht leisten könnten. In vertraulichem Gespräch forderte Gramlich US-Notenbankpräsident Alan Greenspan auf, Prüfer der Notenbank diese Praktiken genauer durchleuchten zu lassen. Doch Greenspan lehnte ab. Solche Überprüfungen – und vielleicht gar anschließende Regulierungen – waren nicht nach seinem Geschmack.

Einen weiteren erfolgreichen Coup landeten die Deregulierungsbefürworter im Dezember des gleichen Jahres 2000 mit der Verabschiedung des Commodities Futures Modernization Act. Es war dies das letzte Gesetz, das der 106. US-Kongress kurz



vor der Weihnachtspause am 15. Dezember um 23 Uhr verabschiedete. Bill Clinton war bereits abgewählt, Nachfolger George W. Bush noch nicht im Amt. Erst wenige Tage zuvor war das Gesetz eingebracht worden. Die Abstimmungen fanden in beiden Häusern des Kongresses ohne Anhörungen und ohne Aussprache statt.

Unter anderem ging es bei diesem Gesetz um die Frage, ob bestimmte Finanzinstrumente, darunter auch die sogenannten Swaps, reguliert werden sollten oder nicht. Mit dem *Commodities Futures Modernization Act* bestimmte der Kongress, dass Swaps nicht reguliert werden. Seither können Banken, Hedge Fonds, Pensionsfonds und andere institutionelle Investoren auf alle möglichen Ereignisse oder Entwicklungen wetten. Denn das ist es, worum es bei Swaps im Grundsatz geht.

Solche Wetten, beispielsweise auf die Kursentwicklung von Aktien, hatte es in den USA schon früher gegeben. Zu Beginn des 20. Jahrhunderts gab es in den Straßen New Yorks und anderer Großstädte sogenannte *Bucket Shops*, Wettstuben, in denen Spekulanten darauf wetten konnten, dass Aktienkurse steigen oder fallen, ohne dafür die Aktien selbst kaufen zu müssen. Diese damals völlig unkontrollierte Spekulation wurde später als eine der Ursachen des Börsenkrachs von 1907 angesehen und unter das Glücksspielverbot gestellt. Damals sagte der Gesetzgeber: „Das soll uns nicht noch einmal passieren.“ Knapp 100 Jahre später ließ der Gesetzgeber die gleiche Art von Wetten wieder zu.

Dabei gibt es auffällige Indizien dafür, dass der Gesetzgeber des Jahres 2000 genau wusste, was er da zuließ. Mit dem CFMA entzog er derivative Finanzinstrumente und Swaps nicht nur dem Zuständigkeitsbereich der Bundesaufsichtsbehörden. Er legte darüber hinaus im Gesetz ausdrücklich fest, dass auch bundesstaatliche Glücksspielverbote und Wettgesetze nicht auf die Wall Street anzuwenden seien.

Was sich aus diesem Stück Gesetzgebung entwickelt hat, ist atemberaubend. Denn diejenigen derivativen Finanzinstrumente, deren Markt sich seither am rasantesten entwickelt hat, sind so genannte Credit Default Swaps, Wetten darauf, ob Schuldner ihre Kredite zurückzahlen oder nicht. Mit Credit Default Swaps (CDS) kann man darauf wetten, ob General Motors seine Kredite und Anleihen zurückzahlt. Mit diesen Swaps kann man auch darauf wetten, ob Einfamilienhausbesitzer ihre Hypotheken zurückzahlen, mit denen MBS-Anleihen unterlegt sind. Und genau für diesen Zweck wurden CDS massenhaft genutzt. Der Fernsehsender CBS bezeichnete später Credit Default Swaps als diejenigen Wetten, die die Wall Street in den Abgrund stürzten.

Unzureichend mit Kapital unterlegte Swaps haben der Investmentbank Bear Stearns das Genick gebrochen und waren der Auslöser für die staatliche Rettung des Versicherungsriesen AIG. Der Rechtsprofessor Harvey Goldsmith, der früher einmal der Börsenaufsicht SEC angehört hat, sagte später: „Das war damals die wildeste und dümmste Phase in vieler Hinsicht. Credit Default Swaps waren der Schlüssel für das, was schief gelaufen ist und was diese enormen Verluste hervorgebracht hat.“

Der unregelmäßige Handel mit Swaps und anderen Derivaten war den Banken aber noch längst nicht genug. Sie wollten noch mehr Freiheiten. Am 3. Juni 2003 veranstalteten sie eine Pressekonferenz zum Auftakt einer neuen Deregulierungskampagne. Dabei attackierten die Herren einen Stapel Papier, der die Regulierungsvorschriften für Banken symbolisieren sollte, mit Seitenschneidern und Baumscheren. James Gilleran, Direktor des Office of Thrift Supervision, griff dabei sogar zur Kettensäge. Die Tatsache, dass dabei neben Repräsentanten des Bankgewerbes mit besagtem James Gilleran und dem stellvertretenden Vorsitzenden der Einlagensicherungsbehörde FDIC auch Vertreter von Bankaufsichtsbehörden auftraten, dokumentierte nur allzu deutlich, dass Deregulierungsbefürworter und Marktliberale längst auch die Spitzen der Bankaufsichtsbehörden erobert hatten.

Der Erfolg der Kampagne ließ nicht lange auf sich warten. Im Januar 2004 befreite das zum US-Finanzministerium gehörende Office of the Comptroller of the Currency die Banken mit nationaler Lizenz und ihre Tochtergesellschaften im Handstreich von allen Gesetzen und Verbraucherschutzvorschriften einzelner Bundesstaaten. Dem Office of the Comptroller of the Currency obliegt die Aufsicht über rund 1700, zumeist größeren Geschäftsbanken.

Zu jener Zeit war die wilde, verwegene Jagd der Banken nach neuen Kreditkunden, ohne Rücksicht auf deren Zahlungsfähigkeit, bereits in vollem Gange. Und *predatory lending*, die unlautere Variante der Vergabe von Krediten, war längst als flächendeckendes Problem in den USA erkannt. So hatte bereits im Jahr 2001 die Fannie Mae Foundation in einer Studie das „predatory lending“ als „eines der vordringlichsten politischen Themen der Finanzdienstleistungsbranche“ bezeichnet. Zahlreiche Bundesstaaten hatten deshalb – zum Teil schon in den 90er Jahren – weitreichende Gesetze zum Schutz der Verbraucher vor unlauteren oder räuberischen Kreditverträgen erlassen. Und diese Gesetze verfehlten ihre Wirkung nicht.

Der Erlass aus dem Finanzministerium befreite die ihm unterstehenden Banken von solchen Vorschriften. Bei Verbraucherschützern, bundesstaatlichen Behörden und im Senat löste der Erlass einen Aufschrei der Empörung aus. Doch es half nichts. Wenig später bestätigte das oberste Bundesgericht die Rechtmäßigkeit dieser Befreiung.

Leiter des Office of the Comptroller of the Currency war damals ein gewisser John D. Hawke, der zuvor drei Jahrzehnte lang als Wirtschaftsanwalt in einer Washingtoner Kanzlei gearbeitet hat, die sich auf das Bankrecht spezialisiert hat. In dieser Zeit kämpfte er im Auftrag seiner Mandanten gegen die Regierung, die sich lange Zeit geweigert hat, das Bankwesen zu deregulieren. Die New York Times schrieb anlässlich der Berufung Hawkes zum Comptroller of the Currency: „Aggressive Finanzinstitutionen stützen sich auf Anwälte wie Hawke, um das Gesetz auszutricksen.“ Und der Vize-Präsident der Konferenz der bundesstaatlichen Bankaufsichtsbehörden sagte über Hawke: „Er handelt mehr wie eine Verteidiger der Banken denn als deren öffentlicher Aufseher.“

Soviel zu der Rolle eines von neoliberalen Ideen durchsetzten Staates im Vorfeld der aktuellen Krise. Und plötzlich ist alles ganz anders. Am 18. September 2008, nachdem die amerikanische Regierung den Versicherungsriesen AIG gerettet hat, beginnt die französische Tageszeitung „Le Monde“ ihren Bericht darüber mit dem Satz: „Les marchés aiment l’Etat.“ Die Märkte lieben den Staat.

Seit jenen Septembertagen des vergangenen Jahres ist die Krise ja nun auch in den Köpfen derjenigen Deutschen Zeitungsleser angekommen, die nicht als erstes den Wirtschaftsteil aufschlagen. Das meiste, was seither geschehen ist, haben wir alle noch gut im Gedächtnis. Was bleibt, sind zwei Fragen.

1. Wie konnte die Finanzkrise sich zu einer solchen Wirtschaftskrise auswachsen?
2. Wie gut ist der Staat auf seine neuen Aufgaben als Retter von Banken und Wirtschaft ausgestattet?

Zu Frage Nr. 1: Dass die hoch verschuldeten amerikanischen Verbraucher den Gürtel enger schnallen müssen, ist wohl unumstritten. Sie können nicht länger auf Pump leben, weil ihre Banken selbst klamm sind und weil ihre im Wert sinkenden Häuser nicht mehr als Sicherheiten erhalten. Das erklärt aber noch nicht, warum beispielsweise der schwedische Lkw-Hersteller Volvo im dritten Quartal 2008 in Europa nur

noch 151 Lkw verkaufte – nach knapp 42.000 Lkw im gleichen Vorjahresquartal. Die Antwort lieferte mir deren Pressesprecher.

Im Januar 2008 habe die Lieferfrist bei Volvo noch 12 Monate betragen. Als diese Frist bis Mitte des Jahres auf drei Monate zusammengeschrumpft war, rief Volvo alle seine Kunden an und fragte, ob diese den bzw. die bestellten Lkw noch abnehmen wollten. Die meisten sagten „Nein“, so der Pressesprecher. Die einen, weil sie keinen Kredit mehr bekommen könnten, die anderen aus Unsicherheit über den weiteren Geschäftsverlauf angesichts der Finanzkrise. Wenn diese Antwort symptomatisch ist für den Übergang von der Finanzkrise zur Wirtschaftskrise, dann ist dafür eine Mischung aus Kreditmangel und psychologischen Faktoren ausschlaggebend.

Zu Frage 2 nach der Rolle des Staates als Rettungsanker: Wäre Richard Nixon noch am Leben, so könnte er wiederholen, was er schon einmal in den 1970er Jahren gesagt haben soll: „Heute sind wir alle Keynesianer.“ Der britische Ökonom John Maynard Keynes hat bekanntlich folgendes Rezept gegen die Krise empfohlen: Wenn Unternehmen nicht mehr investieren und Verbraucher nicht mehr konsumieren (können) und wenn zugleich die Instrumente der Geldpolitik nicht mehr ausreichen, um die Nachfrage anzuregen, dann müsse der Staat mit zusätzlichen, kreditfinanzierten Ausgaben die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigern, bis der Pessimismus von Unternehmern und Verbrauchern gebrochen sei.

Keynes hat aber auch noch etwas anderes gesagt, nämlich über den eigenen Berufsstand: Solange die Nationalökonomien leben, nimmt niemand von ihnen Notiz, und wenn sie tot sind, richten sie großen Schaden an.

Keynes selbst war ein anderes Schicksal beschieden. Schon zu Lebzeiten war er ein Star. Uns heutigen bleibt nur zu hoffen, dass sich auch der zweite Teil seines Orakelspruchs nicht bewahrheitet. Obwohl die Welt sich doch sehr geändert hat, seit der britische Lord seine Rezepte gegen die Krise entwickelt hat.

Damals, in den 1930er Jahren, hatten die großen europäischen und nordamerikanischen Volkswirtschaften jede für sich eine breite industrielle Basis. Und nach außen hin waren die Länder in viel höherem Maße abgeschottet als heute. Damals konnte der Staat ziemlich sicher sein, dass seine zusätzlichen Ausgaben zur Konjunkturstimulierung bei heimischen Unternehmen landeten und dort Arbeitsplätze sichern. Trotzdem haben die Regierungen damals ihr Heil im Protektionismus gesucht.

Dazu bestünde heute noch viel mehr Anlass. Das lässt sich am Beispiel der Abwrackprämie wunderbar demonstrieren. Sicherlich teilen Sie meine Einschätzung, dass Leute, die ein zehn oder 15 Jahre altes Auto fahren, dies nicht deshalb tun, weil sie ihre Rostlaube schicker finden als einen nagelneuen Audi, BMW oder Mercedes. Ihnen fehlt zumeist einfach das Kleingeld dafür. Die meisten, die jetzt die Abwrackprämie in Anspruch nehmen, kaufen sich deshalb ein kleineres, nicht so teures Auto. Dieses Marktsegment aber ist die Domäne von Autoherstellern aus Japan, Südkorea, Rumänien und anderswo. Die jüngsten Neuzulassungszahlen spiegeln das bereits wider. So stiegen die Neuzulassungen von Pkw ausländischer Hersteller im März um 65 Prozent im Vergleich zum März 2008, die inländischer Autos dagegen nur um 27 Prozent. Ein großer Teil der Staatsausgaben für die Abwrackprämie floss somit ins Ausland und sicherte dort Arbeitsplätze. Unter anderen Umständen wäre so etwas dem deutschen Steuerzahler kaum zu vermitteln.

Eines will ich an dieser Stelle ausdrücklich betonen: Nichts gegen ausländische Autos! Ein „Kauft-deutsch“-Slogan stünde dem Exportweltmeister Deutschland nicht gut zu Gesicht. Tatsache bleibt aber, dass das Geld für den Kauf ausländischer Autos für andere Konsumausgaben im Inland nicht mehr zur Verfügung steht. Wer mit einem neuen Pkw bei Aldi oder Lidl vorfährt, der muss erst einmal seinen Autokredit bezahlen, eher er Eier, Butter und Käse kaufen kann.

Lichter wird es auch nicht, wenn man die als „historisch“ gefeierten Beschlüsse des Londoner Welt-Finanzgipfels betrachtet. Die Verabredung strengerer Regeln für Banken und deren bessere Beaufsichtigung war sicherlich unverzichtbar und unumgänglich, um das weltweite Finanzsystem zu stabilisieren. Aber deswegen geht aktuell bei keinem Industrieunternehmen oder Dienstleister ein zusätzlicher Auftrag ein. Diese Beschlüsse beugen nur einer Wiederholung des Desasters an den Finanzmärkten vor.

Der zweite Punkt: Die Austrocknung von Steueroasen hat gleich überhaupt nichts mit der aktuellen Krise zu tun. Sie ist nur der lange gehegte Wunsch aller finanzklammen Regierungen.

Und für den Beschluss der G20, soundsoviel Billionen Euro oder Dollar zur Konjunkturanfurbelung in die Wirtschaft zu pumpen, dafür gilt das zur Abwrackprämie Gesagte: In Zeiten der Globalisierung und der tiefen internationalen Arbeitsteilung bele-

ben zusätzliche Staatsausgaben, für die ja die Steuerzahler aufkommen müssen, die Tendenz zum Protektionismus.

Übrigens: Was Keynes seinerzeit weder wissen noch erahnen und deswegen auch nicht berücksichtigen konnte: Heute gibt es – anders als in den 1930er Jahren – in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern bereits eine Reihe automatischer Ausgabenprogramme, die im Falle einer Krise konjunkturstabilisierend wirken. Wir bezeichnen diese Ausgabenprogramme zumeist als Sozialversicherungen.

Das Kurzarbeitergeld hilft Unternehmen und ihren Mitarbeitern, kurzfristige Nachfragestörungen zu überbrücken. Die Arbeitslosenversicherung unterstützt Arbeitslose, damit diese nach dem Verlust ihres Arbeitsplatzes nicht gleich in ein tiefes Loch stürzen und als Konsumenten ausfallen. Die Pflicht-Krankenversicherung bezahlt auch für Arbeitslose Krankheitskosten. Und die Rentenversicherung bezahlt den Rentnern auch dann noch die Rente, wenn ihre Einnahmen wegen wegbrechender Beschäftigung drastisch sinken.

Der Staat sollte und muss all diese Ausgaben finanzieren, sonst droht ihm ein massiver Legitimationsverlust. Da wird auf die Bundesregierung wohl noch einiges zukommen. Doch vorerst ist Wahlkampf. Gut möglich, dass die große Koalition in den kommenden Monaten noch einmal in die große Kreditkiste greift, um den Wählern weitere Geschenke zu machen.

Nach der Bundestagswahl Ende September aber wird der neue Bundesfinanzminister eine neue Rechnung aufmachen müssen. Aller Voraussicht nach wird er dann bei den Sozialversicherungen in tiefe, gähnende Finanzierungslöcher blicken, und insgeheim – oder sogar offen und laut – die Vorgängerregierung beschimpfen, die vor der Wahl so großzügig Geschenke verteilt hat. Das Geld, das jetzt für Abwrackprämien und Kinderboni ausgegeben wird, wird ihm dann bitter fehlen. Die Folge wird sein, dass der Staat sich ab 2010 noch stärker verschulden muss. Ansonsten müsste er dem Bürger über höhere Steuern und Abgaben das wieder wegnehmen, was er gerade verteilt hat.

Das bringt uns zu der Frage, die mir im Thema des heutigen Abends ebenfalls vorgegeben ist: Was nun? An dieser Stelle würde ich mich ja eigentlich gern hinter den

Worten des Soziologen Ulrich Beck verstecken. Der hat vor ein paar Wochen geschrieben: Diese Krise ist u.a. dadurch gekennzeichnet, dass niemand wissen kann, was als nächstes passiert. Aber die Veranstalter des heutigen Abends kannten da keine Gnade. Ich solle doch bitte Antwort geben auf die Frage: Was nun?

Bevor ich mich darin versuche, muss ich sie allerdings vorwarnen. Als Autor, der in den Abgründen dieser Finanzkrise herumstochert, entwickelt man schnell eine *déformation professionnelle* – auf gut deutsch: eine Berufskrankheit. Ich nehme die düstersten Ereignisse dieser Krise aber auch deswegen genussvoll wahr, weil jeder neue Höhepunkt und jedes neue Drama den Absatz meiner Bücher beschleunigt. Ich oute mich hiermit also quasi als „Krisengewinnler“.

Zu Ihrer Beruhigung möchte ich deshalb vorweg schicken: Auch nach dieser Krise wird es noch Leben auf unserem Planeten geben. Täglich wird die Sonne aufgehen und genügend Licht spenden, damit wir sehen können, ob die Aktienkurse gerade steigen oder fallen oder ob ein neuer Kunde vor der Tür steht.

Was haben wir nun konkret zu erwarten?

1. Die amerikanische Notenbank kämpft bereits mit allen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln gegen die drohende Deflation. Sie tut dies umso entschlossener, damit erst gar keine Deflationserwartung aufkommt. Denn wenn sich in den Köpfen erst einmal die Erwartung einnistet, dass alles billiger wird und somit die Kaufkraft des Geldes steigt, dann halten die Verbraucher vernünftigerweise ihr Geld beisammen und geben noch weniger aus. Wenn nun aus den Geldfluten, mit denen die Notenbank die Wirtschaft überschwemmt, Inflationen entstehen, dann ist ihr dies nicht nur recht. Die Notenbank strebt mit ihrer aktuellen Geldpolitik sogar an, Inflationserwartungen zu wecken. Wer nämlich drei, vier oder fünf Prozent Geldentwertung erwartet, für den macht es keinen Sinn, Ersparnisse zu zwei Prozent Zinsen bei Vater Staat oder bei einer Bank anzulegen. Die Notenbank will dem Geld Beine machen, damit es dorthin geht, wo es nachfragewirksam ausgegeben wird. Man könnte auch sagen: Der Rubel soll wieder rollen, damit die Wirtschaft wieder auf Touren kommt.
2. Die Europäische Zentralbank ist noch nicht so weit. Und vielleicht muss es hier auch nicht so weit kommen. In weiten Teilen der Eurozone sind die

Verbraucher nicht so hoch verschuldet wie in den USA. Vor allem in Deutschland hat sich die private Verschuldung in den letzten Jahren deutlich entspannt. Die deutsche Wirtschaft leidet derzeit viel mehr unter dem Rückgang der Exportnachfrage, und die lässt sich mit Mitteln und Instrumenten der Geldpolitik kaum beeinflussen. Nach sechs Jahren sinkender realer Masseneinkommen – das ist die Summe aller Nettolöhne und -gehälter zuzüglich der monetären Sozialleistungen – sind allerdings auch keine großen Konsumsprünge möglich. Daher sind die Verbraucher kaum in der Lage, die dramatischen Einbrüche im Export durch zusätzliche Konsumausgaben auszugleichen. Gleichzeitig investieren viele Unternehmen wegen ausbleibender Aufträge oder aus Unsicherheit weniger und viele Banken sind schwer angeschlagen. Deshalb ist auch die deutsche Wirtschaft in eine konjunkturelle Abwärtsspirale geraten. Zusätzliche Staatsausgaben können diese Spirale bremsen, aber kaum stoppen. Dazu sind die Einbrüche im Exportgeschäft und die Abhängigkeit der deutschen Konjunktur von Exporterfolgen einfach zu groß.

3. Viele Anzeichen deuten darauf hin, dass im Verlauf dieser Krise auch die fundamentalen Ungleichgewichte im Welthandel beseitigt oder doch wenigstens abgeschwächt werden müssen. Der große Schwerpunkt dieses Ungleichgewichts liegt auf dem riesigen Leistungsbilanzdefizit der USA. Man darf gespannt sein, ob der Abbau dieses Defizits ohne eine weitere deutliche Dollarabwertung zu bewerkstelligen ist. In jedem Fall betrifft dies auch die deutsche Wirtschaft. Denn so hohe Exportüberschüsse wie in der jüngsten Vergangenheit kann Deutschland nur erwirtschaften, wenn andere Länder bereit und in der Lage sind, ein Außenhandelsdefizit zu finanzieren. Diese Bereitschaft und Fähigkeit wird wohl in naher Zukunft deutlich nachlassen. Eine Rückkehr der deutschen Wirtschaft auf den Wachstumspfad wird deshalb wohl stärker als während der letzten Konjunkturzyklen von der Entwicklung der Binnennachfrage abhängen. Deren Belebung aber wird nicht mit den Rezepten von gestern gelingen.
4. Die Rezepte von gestern hießen: Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Standortes Deutschland und seiner Unternehmen. Das Ergebnis war, dass die Beschäftigung erstmals in der Geschichte der Bundesrepublik die Schwelle von 40 Millionen Menschen überschritten hat. Nur musste sich die wachsende Zahl der Arbeitnehmer eine sechs Jahre lang real schrumpfende Lohn- und



Gehaltssumme teilen. Obendrein schrumpfte auch noch die Kaufkraft der empfangenen Sozialleistungen. So lässt sich die inländische Verbrauchernachfrage nicht ankurbeln. Wenn also der Export als Konjunkturmotor weitgehend ausfallen sollte, lässt sich Wachstum erst wieder durch eine steigende Beteiligung der Arbeitnehmer am Volkseinkommen erreichen. Im Verlauf der Krise wird sich dies ganz automatisch ergeben, weil die Unternehmensgewinne zurückgehen und bei zunehmender Kurzarbeit und steigender Arbeitslosigkeit die Sozialleistungen steigen. Doch selbst beim Aufstieg aus dem Konjunkturtal wird es den Unternehmen – vor allem den exportorientierten – wohl schwer fallen, das gleiche hohe Gewinn-Niveau wie vor der Krise zu erreichen.

5. Die deutsche Wirtschaft steht damit vor einem tiefgreifenden strukturellen Wandel. Deutschland muss und wird wohl seine Handelsgrenzen offen halten. Leistungsbilanzüberschüssen von 150 oder fast 200 Milliarden Euro – wie 2007 – werden aber ein Phänomen der Vergangenheit bleiben. Das ist meine Vermutung. Anstelle des Titels „Exportweltmeister“ wird wohl wieder der Begriff „außenwirtschaftliches Gleichgewicht“ in Mode kommen.

So, mancher von Ihnen im Auditorium wird nun wohl denken: Jetzt hat der Kerl schon so lange geredet, ohne diesen oder jenen Aspekt, den Sie vielleicht als wichtig erachten, überhaupt zu erwähnen. Ich will es erst mal bei diesen Ausführungen belassen und freue mich auf eine angeregte Diskussion.

Ich bedanke mich für Ihre Geduld.