

US-Immobilienkrise – Bankenkrise – Aktiencrash – Was nun?

Vortrag vom 11. November 2008 anlässlich einer Kundenveranstaltung der Stadtsparkasse Remscheid

Meine sehr geehrten Damen und Herren,

Vielen Dank, Herr Schmitz, für Ihre freundlichen Worte. Ich hoffe allerdings, dass Sie die Latte damit für mich nicht zu hoch gelegt haben. Erstens war ich selbst in jüngeren Jahren kein besonders guter Hochspringer. Außerdem möchte ich mein Gefühl nicht verhehlen, dass Sie mich mit Ihrem Ansinnen, vor diesem Auditorium über die aktuelle Finanzkrise zu sprechen, in eine ziemlich schwierige Lage gebracht haben. Diese Finanzkrise hat doch schon so viel Verwirrung gestiftet. Erst hieß es: „Krise? Welche Krise?“ Als dann die IKB am Abgrund stand, sagte man: „Wieso haben eigentlich *wir* eine Krise? Was geht *uns* das an, wenn in Los Angeles die Grundstückspreise fallen?“ Zuletzt mussten wir als Steuerzahler dann mitansehen, wie die Regierung Hunderte Milliarden Euro mobil machte, um unser Bankensystem zu retten.

Wenn ich jetzt etwas über Subprime-Kredite oder Mortgage Backed Securities erzähle, kann das, so befürchte ich, nicht gut ausgehen. Ich will doch die Verwirrtheit im Auditorium nicht so weit steigern, dass der eine oder andere Zuhörer hinterher den Weg nach Hause nicht mehr findet.

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

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.

Deshalb gründete die Regierung damals 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 Hypotheken 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 Shopping-Malls mit grellbunten Reklametafeln an. Viele dieser Hypothekengeber achteten keineswegs auf Qualitätsstandards und die Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner. Eine amerikanische Zeitung schrieb darüber: 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 wunderbaren Verwandlung von Stroh in Gold herein. In ihr Jahresgutachten 2007 schrieben die „Wirtschaftsweisen“:

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 die „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 so hoch sein müssen, dass sie die Zinssätze der ihnen zugrunde liegenden Hypotheken in solche Höhen

katapultiert hätte, dass die anvisierten, nicht sehr zahlungskräftigen Käufergruppen solche Zinssätze keineswegs hätten aufbringen können.

Mit anderen Worten: Die Risiken, die in den Suprime-MBS-Papieren steckten, sind durch allerlei Rechentricks, 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.

Kehren wir gedanklich nach Deutschland zurück.

Bei uns in Deutschland verorteten viele Menschen für lange Zeit die Gegend, in der sich die Krise abspielte, in einem völlig abstrakten Raum: irgendwo zwischen San Diego, Las Vegas und Miami, wo die Grundstückspreise fielen, und den Vorstandsetagen der Hochfinanz, wo die Eigenkapitalquoten fielen. Auf jeden Fall viel zu weit weg von der eigenen, persönlichen Lebenswelt, um sich über so etwas aufzuregen. Vom 11. September 2001, vom Mauerfall in Berlin gibt es Bilder, die sich jedem von uns tief ins Gedächtnis eingebrannt haben. Von der Finanzkrise gibt es nur Bilder von erschöpften oder verzweifelten Börsenhändlern, wie man sie schon aus früheren Börsenkrisen kennt. Die geben nicht viel her. Auch deswegen ist diese Krise für viele Menschen so wenig anschaulich und begreifbar.

Als die Finanzkrise mit alarmierenden Schlagzeilen der „BILD“-Zeitung dann doch noch in deutschen Wohnstuben einschlug, war man bass erstaunt. Vor ein paar Tagen hörte ich zufällig im Radio ein ganz wirtschaftsfernes Interview mit dem amerikanischen Künstler Jeff Koons. Fragte der Reporter: Herr Koons, seit zwei Monaten haben wir jetzt die Finanzkrise... Seit zwei Monaten! Tatsächlich haben seit zwei Monaten plötzlich alle Deutschen außer Josef Ackermann Angst um ihr Geld und ihren Arbeitsplatz.

Die Verwirrung erfasste aber auch Personen, von denen die Menschen eigentlich Führung erwarten. Besagter Josef Ackermann beispielsweise, Chef der Deutschen Bank, hat schon früh zu Protokoll gegeben, dass ihm in dieser Krise sein bisheriges Weltbild abhanden gekommen ist. „Ich glaube nicht mehr an die Selbstheilungskräfte des Marktes,“ hat er gesagt. Und der Ex-Investmentbanker und Noch-US-Finanzminister Henry Paulson musste lernen, dass staatliche Hilfe für Banken oder gar die Verstaatlichung von Finanzunternehmen durchaus Inhalte guter, sinnvoller, ja sogar notwendiger Politik sein können. Am 18. September 2008 begann die französische Tageszeitung „Le Monde“ ihren Bericht über die Verstaatlichung des Versicherungskonzerns AIG und die freundliche Reaktion der Börsen darauf mit den Worten: „Die Märkte lieben den Staat.“

Paulson musste gleich mehrfach hinnehmen, dass seine bisherigen (Denk-) Gewohnheiten in der Krise keine Gültigkeit mehr haben. So musste er erfahren, dass der amerikanische

Gesetzgeber selbst in absoluter Notlage seine Vorgaben nicht, wie früher seine Angestellten bei Goldman Sachs, eins zu eins umsetzte. Dreieinhalb Seiten Gesetzentwurf hatte er im September dem US-Kongress zugeleitet, um die Banken des Landes zu retten. Doch das Repräsentantenhaus zierte sich. Es stimmte erst zu, nachdem viele Abgeordnete tief in ihre Schubladen mit unerledigten, weil aussichtslosen Gesetzesinitiativen greifen und sie dem Banken-Rettungsplan hinzufügen durften. Das verabschiedete Gesetz umfasste schließlich 450 Seiten.

Die 700 Milliarden Dollar, die für den Banken-Rettungsplan vorgesehen sind, hat der Staat nicht. Er muss sie sich leihen, im Ausland. Doch statt die Finanzierung des Rettungsplanes wenigstens teilweise mit höheren Steuereinnahmen sicherzustellen, gewährt das verabschiedete Gesetz den Bürgern auch noch Steuersenkungen im Volumen von 150 Milliarden Dollar. Ferner sieht das verabschiedete Gesetz auch völlig sachfremde Dinge vor. Beispielsweise die Gleichstellung mentaler mit anderen, physischen Krankheiten in der Krankenversicherung... Das mag ja ganz hilfreich sein für entmutigte Investmentbanker, die ihren Job verloren haben...

Nach der Verabschiedung des Gesetzes stiftete Paulson dann selbst Verwirrung. Das geschah, als er sich bei seinen früheren Kollegen im Finanzsektor in seiner neuen Rolle als Staatskommissar der „Volksrepublik Wall Street“ vorstellte. Die Bank-Chefs hatten sich gerade freudig darauf eingestellt, dass der Staat ihnen bald die vergifteten Hypotheken und hypotheckenbesicherten Anleihen abkaufen würde. Als viele Banker vor einem Monat, am 12. Oktober, anlässlich der Herbsttagung von IWF und Weltbank in Washington weilten, bat Paulson die Chefs der neun wichtigsten US-Banken telefonisch für den folgenden Nachmittag zu sich.

Paulson musste nicht sagen, worum es dabei gehen sollte. Die Herren ahnten es schon: um die Modalitäten der Umsetzung des Banken-Rettungsplanes. Angekommen im Konferenzsaal des Finanzministeriums traf sie dann fast der Schlag. Dort wurden sie mit einem einseitigen Dokument konfrontiert, das sie zu unterschreiben hätten, wie Paulson ihnen unmissverständlich klar machte. Mit ihrer Unterschrift würden sie sich bereit erklären, dem Staat Anteile an ihren Banken zu verkaufen.

Paulson hatte damit den Banken-Rettungsplan kurzerhand abgeändert. Jetzt, so erklärte er, wolle Washington sich direkt an Banken beteiligen, sie quasi teilverstaatlichen. Im Gegenzug wolle sich der Staat für ihre erstrangigen Verbindlichkeiten im Volumen von bis zu 1,5 Billionen Dollar verbürgen. Fannie Mae und Freddie Mac lagen schon im Koma, da sollte wenigstens der Interbanken-Geldmarkt wieder in Gang kommen. Dieser wichtige Liquiditäts-Kreislauf war in den Wochen zuvor praktisch zusammengebrochen. Weil Banken einander

kaum mehr Geld ausliehen, konnte es jederzeit passieren, dass weitere Institute sich von einem Tag zum anderen für zahlungsunfähig erklären müssten. So wäre es der irischen Depfa-Bank und ihrer Muttergesellschaft Hypo Real Estate ja dann auch tatsächlich ergangen, wenn nicht die deutsche Regierung geholfen hätte.

Dreieinhalb Stunden dauerte die Diskussion im US-Finanzministerium mit den Bankenchefs, wenn man deren eilige Telefonate mit Rechtsexperten und Aufsichtsgremien mitzählt. Am Ende stellte Kenneth D. Lewis, Chairman der Bank of America resigniert fest: „Ich weiß gar nicht, warum wir darüber noch lange reden müssen. Wir wissen doch, dass wir alle unterschreiben werden.“

Mit diesem Coup hat der US-Finanzminister den eigenen Banken-Rettungsplan einfach dem europäischen Modell angeglichen. Das war auch deutlich klüger eingefädelt als das amerikanische Pendant.

Bundeskanzlerin Angela Merkel hatte in den Tagen und Wochen vor der IWF-Tagung immer wieder Alleingänge einzelner Regierungen kritisiert, beispielsweise die einseitige Garantieerklärung der irischen Regierung für alle Bankeinlagen. Sie strebte eine gemeinsame, eine international abgestimmte Lösung der Bankenkrise an.

An dieser Stelle reizt es mich nun doch, einmal einen Kabarettisten zu zitieren. Nämlich Volker Pispers. Der hat schon vor Jahr und Tag Merkels ganzes Regierungskonzept so beschrieben: Egal bei welcher Gelegenheit und aus welchem Anlass, die Kanzlerin wiederhole doch nur immer den Satz: „Wir müssen eine gemeinsame Lösung finden.“

Beim „Plan B“, den Bundesfinanzminister Peer Steinbrück voreilig angekündigt hatte, hat sich dieses Merkel-Konzept allerdings bestens bewährt. Und so funktionierte es: Als erstes überredete Steinbrück im Vorfeld der IWF-Tagung seine G7-Ministerkollegen zu dem Beschluss: „Wir lassen keine systemrelevante Bank mehr pleite gehen.“ Das dürfte die wichtigste Aussage der Rahmenvereinbarung der sieben größten Industrienationen zur Entschärfung der Bankenkrise gewesen sein.

Zwei Tage später, bei Gipfeltreffen der Euro-Staaten plus Großbritannien, konnten die Regierungschefs dann großzügig Details festlegen. Beinahe leichten Herzens konnten sie jetzt mit gigantischen Geldbeträgen hantieren. Allein der deutsche „Plan B“ sieht ja Staatsgarantien im Volumen von 400 Milliarden Euro für Bankverbindlichkeiten vor. Zum Vergleich: Der gesamte Bundeshaushalt 2008 hat nur ein Volumen von 283,2 Milliarden Euro.

Derartige Garantieverprechen konnten die Regierungen der Euro-Länder nur im Vertrauen darauf geben, dass alle G7-Länder Wort halten. Denn wenn tatsächlich keine große Bank

mehr pleite gehen darf, dann werden ja alle Institute ihre Zahlungsverpflichtungen auf Heller und Pfennig erfüllen. Der Garantiefall wäre demnach ausgeschlossen. Der Steuerzahler wird nicht in Anspruch genommen und die Staatsgarantie ist nur eine Luftnummer.

Eine bedeutsame allerdings. Denn 400 Milliarden Euro sind auch als reine Bürgschaft weder „Peanuts“ noch Pappenstein. Dieser Betrag – und vergleichbare Garantieverprechen wurden ja auch von anderen europäischen Regierungen abgegeben – ist so gigantisch, dass er selbst noch den abgebrühtesten Bankier beeindruckt. Wirtschaft besteht nun einmal zu großen Teilen aus Psychologie. Die Botschaft von der Bürgschaft hat gewirkt, die Zinssätze am Geldmarkt, die zuvor schwere Verwerfungen signalisiert hatten, sind tatsächlich gesunken – zuletzt auf den niedrigsten Stand seit mehr als acht Monaten.

Nach der Eil-Verabschiedung des deutschen „Finanzmarktstabilisierungsgesetzes“ sorgte wiederum Deutsche-Bank-Chef Ackermann für Verwirrung. Erst, im Frühjahr, verabschiedete er sich von der These von den Selbstheilungskräften des Marktes und setzte damit quasi auf die heilende Wirkung der öffentlichen Hand. Als die dem kränkelnden Finanzgewerbe dann tatsächlich zu Hilfe eilte, wies er sie brüsk zurück. Mit Erstaunen müssen wir nun zur Kenntnis nehmen, dass Ackermann den Staatsbeistand nur für andere Banken gefordert hat, nicht aber für seine. Und das wohl nicht ohne Hintergedanken: Wenn andere Kreditinstitute, mit denen die Deutsche Bank Geschäftsbeziehungen unterhält, nicht pleite gehen können, dann ist auch die Deutsche Bank stark.

Erschüttert wurde im Verlauf der Finanzkrise auch eine andere feste Überzeugung vieler Ökonomen und Marktbeobachter: So, wie die Dinge sich in den USA entwickelten, müsse der US-Dollar an den Devisenmärkten wohl unweigerlich abstürzen. Tatsächlich hat der Dollar gut 37 Prozent seines Wertes verloren – allerdings schon im Zeitraum von Ende 2005 bis Mitte dieses Jahres. Seit aber die Finanzkrise im Spätsommer und Herbst 2008 neuen Höhepunkten entgegen strebte, entpuppte sich der Greenback als „mein feste Burg“ aller gedemütigten Banker und Investoren. War der Dollar im Juli nur noch 62 Euro-Cent wert, so kletterte er bis Ende Oktober 2008 auf über 80 Euro-Cents – ein Wertzuwachs von fast 30 Prozent.

Anfangs mögen es noch notleidende US-Banken oder Hedge Fonds gewesen sein, die den Dollar wieder erstarren ließen. Viele Finanzunternehmen haben sich in händeringendem Bedarf nach Cash von Auslandsengagements getrennt und die Erlöse heim in die USA transferiert. So beispielsweise geschehen beim Verkauf der deutschen Citibank durch den US-Bankenriesen Citigroup.

Diese Erklärungen reichten mir aber nicht, ich suchte andere. Und bald stellte ich fest: Hier sind tatsächlich andere Kräfte am Werk. Dies hat nun wieder mit US-Finanzminister Henry Paulson und seinem Banken-Rettungsplan zu tun. Denn Paulson braucht Geld, viel Geld. Viele Hundert Milliarden Dollar. Im Juli hat er den riesigen, aber notleidenden Hypotheken-Refinanzierern schon eine erste Milliarden-Hilfe zugesagt. Als das nicht reichte, hat er die Pleite-Kandidaten ganz verstaatlicht. Hinzu kam die staatliche Liquiditätshilfe von 85 Milliarden Dollar für den Versicherungskonzern AIG, die nun wohl auch noch verdoppelt werden muss. Und dann noch der Banken-Rettungsplan. Von den Kosten für die Kriege im Irak und in Afghanistan ganz zu schweigen.

Dem eigenen Steuerzahler wollte der Kongress das alles nicht aufbürden. Im Gegenteil. Mit dem Bankenrettungspaket hat der amerikanische Gesetzgeber ja gerade noch Steuererleichterungen geschaffen. Der amerikanische Kapitalmarkt gibt aber auch gar nicht so viel her, weil die Amerikaner schon seit Jahren kaum mehr Ersparnisse bilden. Also muss Paulson Schulden machen, und das vorwiegend im Ausland.

Tatsächlich sprengt die jüngste Kreditaufnahme der US-Regierung mittlerweile alle Grenzen. Schon seit Anfang 2005 haben die US-Schuldenmanager dem internationalen Kapitalmarkt im Durchschnitt pro Monat rund 46 Milliarden Dollar abgezapft. Im diesem Herbst aber ist die Neuverschuldung regelrecht explodiert. Allein im September stieg der öffentliche Schuldenstand um knapp 380 Milliarden Dollar an. Im Oktober kamen fast 550 Milliarden Dollar hinzu. Und heute morgen konnte man in einigen Zeitungen lesen, dass das US-Finanzministerium die Märkte mit weiteren Staatsanleihen überschwemmt.

Durch eine derart hohe Kreditaufnahme zieht das US-Finanzministerium nun wie ein Staubsauger Kapital von den internationalen Märkten ab. Diese Sogwirkung hat ihrerseits den Effekt, sich selbst noch zu verstärken. Die Rezessionsangst geht ohnehin schon um in der Welt. Weil nun auch noch überall internationales Finanzkapital abzieht, erleidet eine Währung nach der anderen einen Schwächeanfall. Nun hat der Internationale Währungsfonds alle Hände voll damit zu tun, einem Land nach dem anderen mit Nothilfe-Krediten zur Seite zu stehen: Island, Ungarn, Ukraine, Weißrussland, Pakistan... Die Schwächsten kippen zuerst.

Für die USA hat der plötzliche Dollar-Anstieg die unangenehme Wirkung, dass sich die Wirtschaft erst einmal nicht durch einen Wechselkurs-induzierten Exportboom sanieren kann. Die befürchtete Rezession wird deshalb umso heftiger ausfallen. Gleichzeitig destabilisiert der Kredithunger der US-Regierung im Ausland ganze Volkswirtschaften. Selbst die Russen haben aus Angst vor einer Abwertung ihres Rubels schon damit begonnen, ihre Ersparnisse in Dollar oder Euro umzutauschen.

Nun ist nicht mehr nur davon die Rede, die Finanzmärkte international besser zu regulieren und zu kontrollieren. Nun werden auch Stimmen wie die des britischen Premierministers Gordon Brown immer aufmerksamer wahrgenommen, die nach einem neuen Bretton Woods, einer grundlegenden Neuordnung des Weltwährungssystem verlangen. Man könnte auch sagen: Diese Krise ist noch lange nicht zu Ende.

Was nun? Auch diese Frage ist mir im Thema des heutigen Abends vorgegeben. 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 meines Buches beschleunigt. Ich oute mich hiermit also quasi als „Krisengewinnler“.

Zu Ihrer Beruhigung möchte ich deshalb vorweg schicken: Auch nach dieser Finanzkrise wird es noch Leben auf diesem Planeten geben. Täglich wird die Sonne aufgehen und genügend Licht spenden, damit wir sehen können, ob die Aktienkurse gerade steigen oder fallen.

Was haben wir nun konkret zu erwarten?

1. Ich halte es für ausgeschlossen, dass die deutsche oder die europäische Wirtschaft sich an einer Rezession vorbeimogeln könnte. Im zweiten Quartal dieses Jahres ist die deutsche Wirtschaft schon geschrumpft, das dritte wird wohl nicht besser ausgefallen sein. In ein paar Tagen, wenn das Statistische Bundesamt die Zahlen bekannt gibt, werden wir Genaueres wissen.

Viele wichtige Handelspartner der deutschen Wirtschaft befinden sich bereits in einer Rezession: Frankreich, Irland, Italien, die baltischen Länder. Britische Wirtschaftsforscher erwarten, dass die Rezession auf der Insel wohl das ganze Jahr 2009 anhalten wird. Heute konnte man sogar lesen: die ganze Eurozone stecke bereits in einer Rezession. In einem solchen Umfeld wird es nicht ausbleiben, dass die deutsche Exportwirtschaft in eine unangenehme Flaute gerät. Und die Verbraucher sind nicht gut genug bei Kasse, um mit einer höheren Binnennachfrage die Rolle einer Konjunktur-

lokomotive zu übernehmen. In den Jahren seit 2003 ist das sogenannte Masseneinkommen der Deutschen – dahinter verbergen sich Löhne, Gehälter und staatliche Transferzahlungen – immer nur gesunken, und das trotz wachsender Beschäftigungszahlen.

Dazu ein paar Zahlen aus der Logistik. Die Logistik im weitesten Sinne – früher haben wir diesen Wirtschaftszweig einfach als Transportgewerbe bezeichnet - betrachte ich deswegen als eine Schlüsselbranche, weil sie aktuelle Trends widerspiegelt, noch bevor diese sich in Quartalsberichten und Bilanzen zeigen. Nehmen wir die Seefrachtraten. Der Baltic Index bildet einen Durchschnitt der Preise nach, die Reeder ihren Kunden für Seetransporte in Rechnung stellen. Dieser Baltic Index ist gegenüber seinem Höchststand in diesem Frühjahr um rund 90 Prozent gefallen.

Transporte über Land werden, wie wir als leidgeprüfte Autofahrer wissen, zumeist mit Lkw durchgeführt. Die Spediteure und Transportunternehmen rechnen da offenbar mit weniger Transportvolumen. Auf jeden Fall ist der Auftragseingang beim Nutzfahrzeughersteller MAN im dritten Quartal um 30 Prozent eingebrochen. Schlimmer noch hat es den Konkurrenten Volvo erwischt. Der schwedische Lkw-Hersteller hat im dritten Quartal letzten Jahres in Europa noch Aufträge für knapp 42.000 Lkw verbuchen können. Im gleichen Quartal dieses Jahres waren es nur noch Aufträge für 115 Lkw – ein Rückgang um mehr als 99 Prozent. Diese Zahl, meine Damen und Herren, hat mich ehrlich schockiert. Zum Glück lief es für Volvo in anderen Weltregionen besser.

Ich glaube deshalb, dass der Konjunkturpessimismus in Deutschland seinen Höhepunkt noch nicht erreicht hat. Das wird erst geschehen, wenn die Rezession sich auch am Arbeitsmarkt in konkreten Zahlen niederschlägt.

2. Blicken wir in die USA: Eigentlich müsste der neue Präsident sein Amt mit einer Blut-Schweiß-und-Tränen-Rede antreten. Die Verbraucher sind überschuldet. Die Preise ihrer Häuser befinden sich in freiem Fall. Renten werden wohl gekürzt werden müssen, weil viele Pensionsfonds sich am Aktienmarkt und manche wohl auch mit Hypothekendarlehen verspekuliert haben. Jeden Tag benötigt das Land 1,5 bis zwei Milliarden Dollar an ausländischem Kapital, um über die Runden zu kommen. Mit über 10 Billionen Dollar nähert sich die öffentliche Verschuldung rapide dem Volumen des eigenen Bruttoinlandsprodukts eines ganzen Jahres. Die US-Wirtschaft hängt traditionell weniger am Export als am Tropf des inländischen Verbrauchs. Nun *haben* die amerikanischen Verbraucher schon jahrelang über ihre Verhältnisse gelebt. Sie haben Kredit aufgenommen, um ihren täglichen Konsumbedarf zu befriedigen. Jetzt fehlt es ihnen nicht nur an frischem Geld, weil die Banken klamm sind. Auch ihr Ver-

mögen schrumpft wegen sinkender Aktien- und Immobilienpreise. Das macht die US-Verbraucher weniger kreditwürdig. Die Zeitschrift „Business Week“ hat ihren Lesern bereits im vergangenen Jahr geraten: „Stellen sie sich darauf ein, den Gürtel in Zukunft enger schnallen zu müssen.“ Nun scheint es soweit zu sein. In der vergangenen Woche wurden die Ergebnisse einer Umfrage unter großen Einzelhandelsunternehmen und -ketten veröffentlicht. Demnach beklagen viele Einzelhändler einen zweistelligen prozentualen Rückgang ihrer Umsätze. Fazit: Auch die USA werden in eine Rezession eintreten.

Die letzte Meldung von gestern: Einer Studie der Deutschen Bank zufolge ist General Motors ohne Hilfe des Staates nicht in der Lage, seinen Betrieb über den Dezember hinaus zu finanzieren. Direkt und indirekt wären von einer Pleite von GM etwa 2,5 Millionen Arbeitsplätze betroffen.

3. Wie sieht es mit der Weltwirtschaft aus? Die Regierungen vieler Schwellenländer haben in den Währungskrisen der 90er Jahre erfahren, wie gefährlich eine hohe Auslandsverschuldung sein kann. Beinahe über Nacht hat sich das Auslandskapital damals zurückgezogen und viele Länder in eine Krise gestürzt. Daraus haben Regierungen Konsequenzen gezogen. Statt Kredite aufzunehmen, haben sie hohe Währungsreserven gebildet, um sich gegen eine Wiederholung ähnlicher Phänomene wie in den 90ern zu schützen.

Der frisch gekürte Empfänger des diesjährigen Nobelpreises für Ökonomie, Paul Krugman, hat dieser Tage allerdings darauf hingewiesen, dass der Privatsektor vieler dieser leidgeprüften Schwellenländer noch nicht die gleichen Erfahrungen gemacht hat. Viele Unternehmen haben sich während der vergangenen Jahre in US-Dollar verschuldet, weil bei Dollar-Krediten die Zinsen niedriger waren. Weil jetzt die Wechselkurse ihrer Heimatwährung in den Sinkflug übergegangen sind, kommt selbst diejenigen Unternehmen in Zahlungsnöte, deren Kreditlinien noch nicht gekündigt wurden. Die bekannten Probleme der Banken, neue Schwierigkeiten bei Hedge Fonds, deren Kunden ihr Geld abziehen und Schwellenländer, deren Währungen unter dem Abzug ausländischen Kapitals leiden, könnten sich gegenseitig verstärken, befürchtet Krugman. Dabei könnte ein neues Epizentrum dieser Krise entstehen.

Der Internationale Währungsfonds hegt wohl ähnliche Befürchtungen. Deren Volkswirte rechnen für das Jahr 2009 nun mit der ersten Rezession der Weltwirtschaft seit 1945.

Aber bitte, ich habe Sie vorgewarnt, ein wirklich rosiges Bild der näheren Zukunft kann ich ihnen zur Zeit nicht ausmalen – noch nicht. Wer helleres Licht am Horizont sucht, der muss,

so befürchte ich, sein Fernglas nehmen und den Blick auf das Jahr 2010 richten. Was ich dort derzeit zu erkennen vermag, ist immerhin von einigermaßen beruhigender Vertrautheit. Die Marktwirtschaft existiert noch, wenngleich in Teilen mit strengeren Regeln. An den Börsen wird immer noch gehandelt, womöglich wird es aber keine Leerverkäufe mehr geben. Das lässt sich, denke ich, verschmerzen.

Jetzt sind die Regierungen vieler Länder damit beschäftigt, mit Steuersenkungen und/oder neuen Ausgabenprogrammen die Konjunktur zu stützen. Die Lehren von John Maynard Keynes kommen plötzlich wieder in Mode, obwohl sich mancher Politiker noch ziert, den Namen des britischen Krisenökonomen im Munde zu führen. Da wird es nicht lange dauern, bis die Menschen sich wieder Sorgen machen wegen der sprunghaft steigenden Staatsverschuldung.

Die eigentlich wichtige Frage nach dem künftigen Verhältnis zwischen Markt und Staat ist mit neuen Konjunkturankurbelungsprogrammen allerdings noch nicht beantwortet. Ich würde mich nicht wundern, wenn Gesellschaft und Politik bald wieder die Bibliotheken nach den Schriften derjenigen durchsuchen, die sich vor 60/70 Jahren selbst als Neoliberale bezeichnet haben. Ja, sie haben richtig gehört: als Neoliberale.

Es sind die Ökonomen und Gesellschaftstheoretiker wie Walter Eucken, Wilhelm Röpke und Alexander Rüstow, die als Vordenker der Sozialen Marktwirtschaft gelten. Es gehört zu den Ironien der Geschichte, dass diese Neoliberalen der 30er und 40er Jahre des letzten Jahrhunderts gemeinsam mit anderen Liberalen wie Ludwig von Mises und Friedrich August von Hayek den Kapitalismus und die Freiheit des Individuums retten wollten. Später trennten sich ihre Wege. Eucken, Röpke und Rüstow konnten ihre Ideen in der Sozialen Marktwirtschaft verwirklichen. Hayek und von Mises dagegen galten später als Vordenker und Begründer des radikalen Marktliberalismus, der mitverantwortlich ist für die Krise, in der wir gerade stecken.

Die deutschen Ökonomen gingen davon aus, dass die Marktwirtschaft einen starken Staat braucht, der dem Markt klare Regeln setzt, innerhalb derer die Unternehmen agieren können. Diese Grundsätze werden wohl bald auch wieder auf den Finanzsektor angewendet werden. In anderen Bereichen haben wir dieses Modell ja nie verlassen. Schließlich ist noch niemand auf die Idee gekommen, das deutsche Gesundheitswesen ganz der Pharmaindustrie zu überlassen und sie gleichzeitig zu deregulieren.

Was machen in der Zwischenzeit die Geldanleger?

Sie gewöhnen sich notgedrungen an neue Verhältnisse an den Anlagemärkten. In den vergangenen Jahren wurden viele Investoren mit hohen Renditen verwöhnt. In vier der letzten fünf Jahre ist der Dax mit zweistelligen Raten gestiegen, um jeweils mehr als 20 Prozent. In so wunderbaren Zeiten gerät das eigentlich wichtigste Ziel jedes Geldanlegers leicht in Vergessenheit: der substanzielle Erhalt des Vermögens – nach Steuern und Inflation. An dieses Ziel sind während der vergangenen Monate viele Anleger mit Schmerzen erinnert worden. Erreicht hat dieses Ziel zuletzt noch derjenige, der auf festverzinsliche Werte von Schuldern erstklassiger Bonität gesetzt hat. Ja, auch mit vielen Zertifikaten war das Ziel des Vermögenserhalts zu erreichen. Aber auf diesem Feld, gestehe ich freimütig, bin ich nicht sonderlich sattelfest. Zu unübersichtlich ist für mich die Vielzahl der Konstruktionen und Varianten. Und auf die, so mein flüchtiger Eindruck, kam es besonders an, damit man im Rückblick die Spreu vom Weizen der Zertifikate trennen kann.

Auch die meisten Offenen Immobilienfonds weisen bis heute recht ordentliche Renditen aus. Der Immobilienmarkt ist ja traditionell ein konjunktureller Spätzünder – auch im Abschwung – und bei uns in Deutschland hat es keine Immobilien-Spekulationsblase gegeben. Etwas mehr Vorsicht ist demnächst vielleicht bei Immobilienfonds angebracht, die stark in London investiert haben. Wenn dort Zehntausende von Bankern ihren Job verlieren, steigen dort die Leerstände.

Die bis vor einem Jahr so erfolgreichen Aktien und Aktienfonds stehen dagegen tief, tief im Minus. Was lehrt uns das?

In der Krise und bei starken Turbulenzen an den Finanzmärkten ist Sicherheit Trumpf.

Nur: Wie geht's jetzt weiter?

Die Renditen festverzinslicher Wertpapiere werden bis auf weiteres niedrig bleiben, zumindest so lange, bis sich die dunklen Wolken vom Konjunkturmilieu verzogen haben. Darüber sollte sich jedoch niemand grämen. Denn bei Schuldnern erstklassiger Bonität kann der Anleger wenigstens einigermaßen sicher sein, am Ende der Laufzeit eines Papiers sein Geld in voller Höhe zurückzubekommen. Der Reiz dieser Papiere liegt, solange die Krise nicht ausgestanden ist, in der Sicherheit. Das gilt natürlich auch und ganz besonders für die Inhaberschuldverschreibungen des Sparkassen-Sektors.

Apropos Schuldverschreibungen: Wer die Liste der Unternehmensanleihen genauer durchforstet, der kann darin durchaus einige Leckerbissen entdecken. In der Krise haben sich die Anleger ja beinahe blind von allen Investments zurückgezogen, auf deren Etikett in irgendeiner Sprache „Risiko“ stand. Manche Unternehmensanleihen hatten das Etikett aber gar nicht verdient.

Der Aktienmarkt befindet sich nach meinem Eindruck in einer ausgeprägten Baissephase. Blickt man vom 8000-Punkte-Stand des Dax am Jahresende 2007 auf das heutige Kursniveau herab, dann kommen einem die Aktien heute billig vor. Ein kluger Spekulant und Schriftsteller hat aber einmal geschrieben: An der Börse kommt es darauf an zu erkennen, ob eine Aktie auf dem Weg nach oben billig ist oder auf dem Weg nach unten.

Nach meinem Eindruck ist der Tiefpunkt an den Aktienmärkten noch nicht erreicht. Um dies zu illustrieren, will ich einmal zu versuchen, sie an das Frühjahr 2003 zu erinnern. Zwei Jahre zuvor war die Internet-Spekulationsblase geplatzt. Die Wirtschaft stak in einer Rezession. Weltweit grassierte die Angst vor neuen terroristischen Anschlägen. Und Amerika bereitete sich auf den Irak-Krieg vor. Der Pessimismus saß so tief, dass kaum jemand mehr Aktien kaufen wollte. Es gab allerdings auch kaum noch jemand, der etwas verkaufen wollte, weil alle diejenigen, die verkaufen wollten und konnten, bereits verkauft hatten. Damit war der Wendepunkt in der damaligen Baisse erreicht.

In der aktuellen Krise sind wir an diesem Punkt noch nicht angelangt. Weiten Teilen der Bevölkerung sind die Ausmaße der Finanzkrise erst vor gut zwei Monaten ins Bewusstsein vordrungen. Außerhalb der Finanzwelt kommen die Schäden, die die Krise dort angerichtet hat, erst jetzt an die Oberfläche. Der Arbeitsmarkt ist noch immer mit dem Ausläufer des jüngsten Aufschwungs beschäftigt.

Trotzdem gibt es offenbar Investoren, die ein Kursniveau von 4000 oder 4500 Punkten beim Dax für ein günstiges Einstiegsniveau halten, obwohl kaum ersichtlich ist, wo bessere Nachrichten bzw. höhere Gewinne in den nächsten Quartalsberichten der Unternehmen herkommen sollen. Ich will ihnen auch nicht verheimlichen, dass die US-Bank Morgan Stanley vor einer Woche verkündet hat, ihre Marktbeobachtungssysteme hätten für die europäischen Aktienmärkte ein „Full House“-Kaufsignal für die kommenden sechs Monate angezeigt.

Wer die Situation so ähnlich einschätzt, der sollte sein Glück versuchen. Probieren sie's aus. Ich möchte mit meiner Schwarzmalerei nicht wegen entgangener Gewinne gescholten werden. Mein Rat ist aber: Gehen Sie tröpfchenweise vor. Mit kleinen Investments. Damit es nicht so schmerzt, wenn die Kurse doch noch mal sinken.

Vielen Dank für Ihre Geduld mit mir.