

Spectrum Text
2.10.08.

Der Herbst des Kapitals

Helmut Kramer

“94 Jahre Führungsrolle in der Finanzindustrie stellen eine Quelle des Vertrauens unserer Kunden dar. Wettbewerbsfähig bleiben Unternehmen mit Zugang zu Kapital und zur strategischen Beratung, wie dieses optimal einzusetzen ist.“ Hochglanz-Annonce ganzseitig, ganz vorne im Londoner „Economist“ am 20. September 2008. Dazu ein schwarzer Bulle mit herausfordernd erhobenen Horn. Unterschrift: Merrill Lynch. Zum Zeitpunkt des Erscheinens war nicht mehr der Bulle, sondern der Bär los, die Quelle des Vertrauens ist versiegt; der Bulle hatte selbst keinen Zugang zu Kapital mehr und seine Strategie bestimmt fortan die Bank of America. Bei Merrill Lynch war niemand mehr da, der sich um die so grausam überholte Werbung hätte kümmern können.

Für alle Welt sichtbar sind die Speerspitzen des Finanzkapitalismus zersplittert. Die Wall Street wird nie mehr sein, was sie noch vor kurzem war. Von der Londoner City könnte mehr übrig bleiben, wenn sie Wall Street beerbt. Fürs erste gehen aber weit mehr als hunderttausend Jobs verloren: Finanzberater, Broker, Finanzinnovatoren, Modellbauer, Anwälte, Software- und Computerleute. Die Fassungslosigkeit über den Einsturz so gigantischer Luftschlösser an der Südspitze von Manhattan und die möglichen Folgen für die ganze Welt kommt fast an die Stimmung vor acht Jahren heran. Freilich, diesmal brachen nur virtuelle Häuser zusammen, und gottlob sind Menschenleben unmittelbar nicht zu beklagen. Aber das Gefühl, die Welt werde, nachdem sich die Staubwolke gelegt hat, eine andere sein, steigt auf wie damals. Eine Epoche ging zu Ende, das Vierteljahrhundert Amerikas, zuletzt geprägt von Rausch der Finanzmärkte. Der Kater wird noch lange Beschwerden machen.

Diesmal keine spontane Identifikation mit Amerika. Im Gegenteil: ins Entsetzen mischt sich Schadenfreude, gerade auch in Österreich. Schadenfreude über den Hochmut, der zu Fall kam. Schadenfreude aus Ideologie, Schadenfreude, weil man immer schon Bedenken hatte und sich bestätigt fühlt, aber auch, weil man nie verstanden hat, was da eigentlich lief und was nun passiert ist.

Marxistische, christlich-katholische und 68er ideologische Prägungen leben wieder auf. „Zurück zum vorsorgenden Staat! Zurück zu der Hände Arbeit an realen Werkstoffen! Weg von der unproduktiven und unfairen „Spekulation“! Weg vom Finanzkapital, hin zum produktiven Realkapital!“ Der europäische Sozialismus spürt nach Langem wieder Lebensgeister.

Tatsächlich: die Exzesse waren wahnwitzig, die Konstruktionen absurd riskant, Renditemaximierung ohne Nebenbedingungen, sicher auch Gier und Skrupellosigkeit, Kaltschnäuzigkeit von CEOs und jugendlich unerfahrenen Tradern: Hasard auf Kosten der redlichen Menschen.

Unverständlich ist weniger, dass da seriös scheinende Banken hasardierten, um Gewinne und den Bonus für den Vorstand zu maximieren. Unfassbar ist mehr, wie sehr die öffentliche Kontrolle darüber versagte. Nicht nur die amtliche Aufsicht selbst, sondern auch die Rating-

Agenturen, die Wirtschaftsprüfer, die Regierungsberater und der Mainstream der Ökonomen (nicht alle!).

Nun das missratene Kind Finanzkapital mit dem Bad auszuschütten und die Finanzwirtschaft zu verstaatlichen, wäre falsch. Produktives Realkapital und „unproduktives“ Finanzkapital gegeneinander auszuspielen ist ein Missverständnis. Ohne effiziente Finanzierung ist auch die Produktivität der Realwirtschaft geringer. Das entspräche haargenau dem untergegangenen Ostblock, der Dienstleistungen und Ideen keinerlei produktive Funktion zubilligte. So zu denken entspricht aber auch dem Wirtschaftsverständnis weiter Kreise der Bevölkerung in Europa, weil auch deren Schulbildung gerade erst die Industrialisierung bewältigt.

Nun ist der „Staat“ die einzige Institution, die noch Schlimmeres abwenden kann. Aber: eine notwendige Vorbedingung, dass die Krise sich in den USA derart ausgewachsen hat, war das Versagen gerade des „Staates“. Möglich wurde der Irrsinn durch schrittweise Lockerung der Regeln für Eigenkapital, für Vollständigkeit und Realismus der Bilanzierung und Bewertung und selbstverständlich durch allzu lockere Geldversorgung. Alimentiert wurde die hohe Finanzakrobatik durch „Greenspan's Put“: das Vertrauen der Investmentbanker, dass die US-Notenbank die Zinssätze schon senken werde, wenn die systemischen Risiken zunehmen.

Kein Zweifel: der schwarze September 2008 wird nicht nur das globale Finanzsystem im Kern verändern. Er signalisiert eine neue globale Machtverteilung. Mehr noch: er wird in der westlichen Welt in ein tiefes konjunkturelles Tal führen, dessen Abhang jetzt steiler wird, hinunter auf eine breite Talebene und mit Ausblick auf einen flachen Anstieg irgendwo in der Ferne. Der Rückschlag wird viel mehr Menschen treffen als die Finanzszene in Wall Street und in der Londoner City.

Vor allem der Staat, die Politik wird daraus zu lernen haben. Der Rückgriff auf alte Rezepte aus dem vorigen Jahrhundert wäre verfehlt. Neue Spielregeln, die der globalen Finanzverflechtung entsprechen, sind zu vereinbaren, möglichst auf globaler Ebene und jedenfalls – obwohl hier nicht das Epizentrum lag – auch in der EU. Der „Staat“ wird mehr gefordert sein als dem blauäugigen Glauben mancher Jünger des reinen Marktes lieb ist. Aber nur wenn die „Staaten“ – öffentliche Institutionen aller Ebenen – viel innovativer und viel kooperativer werden als bisher, wird wieder Prosperität einkehren. Prosperität mit anderen Prioritäten! Sich, wie drei Monate nach 9/11, damit zu beruhigen, dass der Dow Jones schon wieder das Niveau vor der Katastrophe erreicht, wird das verlorene Vertrauen nicht wieder herstellen.

Das gilt auch für Österreich. Hoffentlich sorgt eine höhere Macht, die diesem Land oft unverdient gnädig war, auch nach der progressiven Niveaulosigkeit der letzten Zeit dafür, dass jene Regierungsverantwortung übernehmen, denen Verständnis für so komplexe Aufgabe noch am ehesten zuzutrauen ist. Und wenn wir schon beim Wünschen sind: hoffentlich sehen letztere, dass nationaler „Grenzschutz“ ebenso aussichtslos ist wie eine Aufblähung der Bürokratie.

Die Weltfinanzkrise 2007/2008 hat ihre Wurzeln in den USA: in der Euphorie des „Siegess“ des Kapitalismus und des Hochmuts der offenbar einzigen Weltmacht; in dem daraus vielleicht erklärlichen missionarischen Eifer, das Erfolgsmodell auf die ganze Welt auszudehnen („Washington Consensus“, „flache Welt“), dem viele Politiker, viele Publizisten und Prediger und nicht wenige Ökonomen erlagen. Die Überlegenheit der amerikanischen Marktwirtschaft wurde am steigenden Kurs-Gewinn-Verhältnis des Standard&Poor's-Aktienindex gemessen. Der vermeintlich grenzenlose Boom, technisch möglich gemacht von

den erst am Beginn stehenden Potenzialen der neuen Informations- und Kommunikationswelten mit hoher Produktivität und geringer Inflation, verleitete dazu.

Dieser Illusion unterlag auch die amerikanische Notenbank, die Fed (Federal Reserve System) unter Führung des begnadeten Magiers Alan Greenspan. Sie verantwortete, jedenfalls ab Mitte der neunziger Jahre, die unorthodoxe Zufuhr von viel heißer Luft in eine monetäre „Blase“ (bubble), deren Ausmaß alle derartigen Phänomene der Neuzeit schon vor der Jahrhundertwende bei weitem übertraf. Erstens gehöre es nicht zu den Aufgaben einer Notenbank, wird zur Rechtfertigung argumentiert, Inflation auf den Kapitalmärkten (asset price inflation) zu verhindern, solange sie keine Folgen für die Konsumentenpreise hat. Zweitens sei das Entstehen von „Blasen“ als solche nicht zu erkennen. Drittens sei es gefährlich, sie von der Notenbank anzustechen.

Der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde die Fed als leuchtendes Beispiel pragmatischer „keynesianischer“ Konjunkturpolitik vorgehalten. Linke Ökonomen tadelten sie ob ihrer Zögerlichkeit angesichts von Stagnation und Arbeitslosigkeit in Europa nach 2001. Den bevorstehenden Zusammenbruch des Finanzkapitalismus wollen sie schon immer vorhergesehen haben. Die Finanzwelt könne ja nicht Werte schaffen. Freilich wurde die kommende Krise den hohen Realzinsen der neunziger Jahre zugeschrieben; nicht den absurd niedrigen, die die Fed nach 2000 produzierte. Die niedrigen Zinsen führten nicht zu realen Investitionen, sondern zur zügellosen Verschuldung der privaten Haushalte in den USA.

Wenn Kapital keinen Preis mehr hat, ist, ganz nach Lehrbuch, eine Fehlallokation von Ressourcen die Folge, diesfalls im Weltmaßstab. Der Überschuss an Liquidität veranlasste die US-Banken, Konsumenten zu untragbar hohen Schulden zu verführen. Und auf der anderen Seite erliegen Banken und andere Finanzinstitute der Versuchung, absurd hohe Renditen einfahren zu wollen, indem sie das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital (leverage) immer weiter strecken, stellenweise bis auf 40:1. Die Fed legte in der Greenspan-Ära das Fundament für den heutigen Crash, parallel zur Lockerung der Regeln und Sitten durch die amerikanische Finanzmarktaufsicht (SEC).

Auch die EZB sieht es bisher nicht als ihre Aufgabe, Finanzblasen zu bekämpfen, und sie meint auch keine Instrumente dagegen in ihrem Arsenal zu haben. Aber ganz wohl ist ihr dabei offenbar nicht. Beurteilt man ihre relative Unbeweglichkeit wohlwollend, so versuchte sie wenigstens, sich „gegen den Wind zu lehnen“ (Paul de Grauwe). Nun wird sie wohl akzeptieren müssen, dass minimalistische Selbstbeschränkung auf Eindämmung der Verbraucherpreis-inflation, nicht mehr genügen darf.

Hat die Wirtschaftswissenschaft versagt? Man soll den Zeigefinger nicht unterschiedslos auf die Ökonomen richten: schon bald (1997) erhoben einige ihre warnende Stimme dagegen, am kräftigsten Paul Krugman und Joseph Stiglitz, aber auch viele andere, in Österreich Erich Streissler. Die Kritiker meinten, wie sich zeigt, zu Recht, die reichste Volkswirtschaft der Welt könne nicht uferlos auf Pump von der übrigen Welt leben. Aber China, Japan, andere asiatische Länder, auch die EU und jüngst dazu noch die Ölexporteure und Brasilien, waren und sind im Interesse ihrer Exporte und des Werterhalts ihrer riesigen Dollarguthaben unerschütterlich bereit, die immer stärker defizitäre Leistungsbilanz Amerikas klaglos und zu niedrigen Zinsen zu finanzieren.

Da die immer wieder angesagte Rezession in den USA nicht kam, nicht nach dem Zusammenbruch des Dotcom-Marktes im Frühjahr 2000 und nicht nach „9/11“, mochten

viele den warnenden und den immer schon Bedenken tragenden Stimmen nicht mehr glauben und setzten eher auf noch unerforschte ökonomische Paradigmata des neuen Jahrhunderts.

Der Ausbruch der Subprime-Krise im August 2007 alarmierte dann die Branche der Ökonomen doch: die Immobilienpreise könnten kollabieren und einen gefährlichen Flächenbrand im Finanzsystem, auch in dessen gesunden Teilen, auslösen. Die Hebelwirkung von Fremdkapital zu Eigenkapital (leverage) sei in der Finanzwelt generell unhaltbar hoch. Die systemischen Zusammenhänge aller globalen Finanzmärkte bedeuten Ansteckungsgefahr.

Jeden Augenblick könnte „Minsky’s moment“ (H.P.Minsky, 1975) gegeben sein: der Ausbruch einer Kettenreaktion mit Jagd auf Liquidität, Flucht in sichere Anlagen, mit verzweifelter Bemühen um frisches Eigenkapital. Für das steht das hässliche Wort: „disorderly deleveraging“ (Luigi Spaventa). Das Centre of Economic Policy Research (CEPR) brachte in aller Eile eine Art Brevier der Krisenbekämpfung mit dem Titel „The First Global Financial Crisis of the 21st Century“ (London, Juni 2008) heraus. Die Überlegungen von rund 30 führenden europäischen Ökonomen sahen ziemlich exakt, was dann von Mitte September eintrat: Minsky’s Moment. Zu spät. Zu spät für „orderly“, nicht panische Gegenreaktionen der Politik. Die Dominosteine illiquider Finanzhäuser aller Art fallen, nicht auf einmal, sondern nacheinander mit kurzen Pausen, die sich aus den hektischen Auffangbemühungen und den ungeheuren Liquiditätsspritzen der Notenbanken erklären. Und niemand weiß, welches das nächste Haus ist, das fällt.

Die Statik von Kartenhäusern ist schwierig zu berechnen und ihr Einsturz, wenn sich ein bisschen Wind am Globus erhebt, nicht exakt vorherzusagen. Die Finanzphysik dahinter durchschaue ich, zugegeben, nur in Umrissen, befinde mich aber in guter Gesellschaft: „Wenige Leute außerhalb der Finanzindustrie haben je verstanden, wie die komplexen Derivative wirken. Und nun stellt sich noch heraus, dass auch nur wenige Insider der Finanzbranche sie wirklich durchschauten.“ (Christopher Caldwell, Financial Times, 20.9.08).

Um die Dollarschwemme irgendwie zu veranlagern, wurden Pakete von Hypothekarkrediten für Konsumenten mit ungenügender Bonität (subprime) in kleinere Portionen zerhackt und mit Forderungen besserer Risikoklassen zu neuen Derivaten zusammengepackt (securitization, zu deutsch: Verbriefung). Die wurden an Anleger verkauft, die hohe Rendite anstrebten und sich nicht viel um den Risikogehalt kümmerten. Auch nicht konnten, weil ihnen dazu Informationen fehlten. Asymmetrische Information nennt das die Ökonomie.

Viel Geschäft wurde aus den Bilanzen der traditionellen Geschäftsbanken ausgelagert und der Finanzmarktaufsicht weitgehend entzogen. Die Rendite war umso höher, die Aufsicht umso geringer, je undurchsichtiger das System konstruiert war. Neben den eigentlichen, streng regulierten Bankgeschäften – gerade wird ja die Risikotransparenz mit dem viel geschmähten „Basel II“ verschärft! - entwickelte sich ein bald ebenso großer Finanzsektor off-balance (aus der Bankbilanz ausgelagert) und häufig off-shore (Jersey! Karibik!). An dem beteiligten sich nicht nur die jetzt untergegangenen Investmentbanken der Wall Street, sondern auch Kreationen europäischer Banken und Zweckgründungen für den Handel mit Zertifikaten, mit Futures, mit Derivaten auf Zertifikate und mit Futures auf Derivate von usw., Private-Equity- und Hedge-Funds nicht zu vergessen. Die Risiken wurden mit Computermodellen berechnet, deren Wirkungsweise höchstens Mathematiker nachvollziehen konnten, oft nicht einmal die.

Um den totalen Kollaps zu vermeiden, gibt es nur eine Bilanz, die ausreichend dimensioniert ist, so viel Miese aufzufangen: den US-Staatshaushalt. Nur der hat noch Zugang zu den Quellen des Kapitals, das notwendig ist. Dessen Besitzer residieren mittlerweile in Asien, am

arabischen Golf, in Sao Paulo und in Moskau. (Preisfrage: weshalb stürzt dennoch gerade der Euro gegen den Dollar ab? Weil es keinen europäischen Staat gibt, und weil die wirtschaftspolitischen Entscheidungen in Europa noch um einiges unkalkulierbarer sind als die Gesetzgebung im amerikanischen Kongress).

Hank Paulson, der amerikanische Finanzminister, zimmerte in aller Eile ein riesiges Rettungsboot, in das den wacklig gewordenen Finanzinstituten abgekaufte „kontaminierte“ Kreditpakete zwischengelagert werden. Letztlich muss der Steuerzahler dafür gerade stehen. Ob der schließlich mehr oder weniger zum Handkuss kommt, hängt von der Wiederbelebung der Weltwirtschaft und von der Inflation in Zukunft ab. Kritiker meinen, im Interesse der Steuerzahler und der Geschäftsdisziplin wäre vorzuziehen, wenn der Staat statt „toxische“ Kredite zu kaufen mit Eigenkapital in diese Unternehmen einsteigt. Ich teile diese Ansicht.

Aber Hank Paulson stand unter enormem Zeitdruck und unter dem Einfluss der Wahlkampagne. Welchen der eben gewählten österreichischen Politiker möchten Sie sich am ehesten in seiner Situation vorstellen?

Phase zwei der Krise: was bekommt davon die Realwirtschaft ab?

Wenn Finanzhäuser ihr überspanntes Leverage (Exponiertheit gegenüber Fremdkapital) abbauen müssen, müssen sie ihre Kunden zwingen, das gleiche zu tun. Die Banken erhöhen die Ausleihungszinsen und die Risikozuschläge. Das beginnen sie eben ihren Kunden in diskreten Briefen mitzuteilen. Wenn's noch dramatischer wird, mündet das in einen credit crunch (Kreditklemme), in dem auch Schuldner ausgezeichneter Bonität mit guten Investitionen keinen Zugang zu Fremdkapital mehr bekommen. Konsum und Investitionen sinken. Und die Psychologie meidet jedes Risiko.

Die Auslastung der Wirtschaft sinkt, Arbeitslosigkeit entsteht. Nächster Schritt: die Rettungsaktionen werden alle Budgetziele des Staates – des amerikanischen und aller europäischen – von sich aus über den Haufen werfen. Und dazu kommen noch die automatischen Effekte des Konjunkturrückschlags. Vergesst Maastricht!

Und schließlich, schon sichtbar: die amerikanische Volkswirtschaft ist auf längere Sicht als Konjunkturlokomotive ausgefallen. Sie muss ihr Gleichgewicht wieder finden. Immerhin hat die Liquiditätsschwemme in den USA ja auf die Exporteure der ganzen Welt, vor allem in Asien, über Jahre hinaus als einer der stärksten Konjunkturimpulse gewirkt; und auch die europäische Konjunktur getragen. Wie tief die Rezession wird, kann niemand verlässlich prognostizieren. Aber dass darauf eine lange Rekonvaleszenz folgen wird, ist wahrscheinlich.

Nein, Europa ist nicht davongekommen. Auch hier müssen bereits täglich Banken gerettet werden und die Regierungen versichern, dass der Einlagenschutz für die Sparer intakt sei. Vielleicht ist das hier verwurzelte Geschäftsbankenmodell mit eigenem Zugang zu Einlegern (Primärkapital) etwas robuster als das Investment Banking, möglicherweise beugen auch die bisher konservativeren Bewertungsregeln Ärgerem vor. Aber immerhin sind sogar schon Pfandbriefe, der Inbegriff der Mündelsicherheit, in Diskussion geraten.

Europa hat zwar eine Zentralbank, aber leider keine zentrale Finanzmarktaufsicht mit Biss. Die wäre bei der EZB anzusiedeln, mit dezentralen Agenturen (in Österreich der FMA) in allen EU-Ländern. Und, wie gesagt, über einen Staatshaushalt, der ausreichend Spielraum hätte, in großem Stil Finanzschrott aufzufangen und zu recyceln, darüber verfügt Europa schon gar nicht. Jetzt ist vor aller Augen klar geworden, dass Europa viel mehr und nicht viel

weniger gemeinsame Wirtschaftspolitik braucht. Der Ruf nach noch viel strengerer Regulierung ertönt nach jeder Krise.

Tröstlicher Ausblick: es wird in Zukunft wieder mehr um die Zukunft (future) gehen, brillante Köpfe können sich ihr wieder mehr widmen, wenn sie sich weniger mit futures beschäftigen müssen. „We need to get back to investing in our future and not just betting on it” (Thomas L. Friedman, International Herald Tribune, 18.9.08).

Zum Autor

Helmut Kramer, geboren 1939 in Bregenz, Professor für Wirtschaftspolitik, Leiter des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung 1981 bis 2005, Rektor der Donau-Universität Krems 2005-2007.