# Die Finanzkrise – Ursachen und Folgen

**Günther Grunert***

## 1. Einleitung [1]

Wenn man die gegenwärtige Berichterstattung in den deutschen Medien verfolgt, kann man sich nur verwundert die Augen reiben: Politiker aller Parteien fordern unisono und mit Nachdruck eine strengere Regulierung der Finanzmärkte. Bundeskanzlerin Angela Merkel etwa verbindet ihr Plädoyer für einen stärkeren staatlichen Einfluss auf die Finanzmärkte im „Münchner Merkur" mit den Worten: „Wir brauchen neben nationalen Regeln auch mehr internationale Vereinbarungen gegen unverantwortliche Finanzspekulationen." Selbst die FDP, die Partei des Marktes und der Freiheit, die ansonsten fast überall zu viel staatliche Kontrolle anprangert, spricht sich plötzlich für mehr Regulierung aus. FDP-Finanzexperte Volker Wissing schimpft gar: „Ich finde diese Zockerei, die da geschehen ist, unverantwortlich."

Und natürlich haben es alle schon vorher gewusst und stets vor den Gefahren eines entfesselten Kapitalismus gewarnt. So z. B. der ehemalige Bundesfinanzminister Hans Eichel, der in der „Süddeutschen Zeitung" erklärt, er habe auf internationaler Ebene – ebenso wie Ex-Kanzler Schröder – immer wieder eine bessere Finanzmarktregulierung angemahnt, leider vergebens. Und Eichel kritisiert Finanzinvestoren wie Private Equity-Firmen und Hedgefonds[2], die „drastisch die Risiken an Finanzmärkten" vergrößert hätten.Blicken wir zurück: Im Jahr 1998 wurde Oskar Lafontaine Finanzminister der rot-grünen Bundesregierung und forderte, die internationalen Finanzmärkte stärker zu regulieren und die massive Währungsspekulation zu begrenzen: „Nicht Deregulierung ist das Gebot der Stunde, sondern Regulierung." Das britische Massenblatt „Sun" bezeichnete Lafontaine daraufhin als den „gefährlichsten Mann Europas" und auch die deutschen Medien reagierten mit Unverständnis und Spott („Abstruse Idee" – so titelte z. B. der „Spiegel" damals). Denn das Zauberwort jener Zeit hieß „Deregulierung", ganz egal, ob auf dem Finanz- oder dem Arbeitsmarkt. Weg mit den staatlichen Vorschriften – so das neoliberale Dogma -, der freie Markt regelt alles am besten. Entsprechend schrieb die FDP in ihrem Grundsatzprogramm von 1997: „Ferner muss der politische Einfluss im Bankensektor reduziert werden. Das vergrößert die Chancen des Bankenstandortes Deutschland." Die CDU/CSU stellte noch im Mai 2002 in einem Minderheitsvotum zum Bericht der Enquete-Kommission „Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderung und Antworten" fest: „Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte gelten als gefährlich und als Ursache von Finanzkrisen. Die CDU/CSU-Gruppe betont dagegen die durchweg positiven Auswirkungen der Liberalisierung der Finanzmärkte."

** Dieser Artikel ist bereits in "Politik unterrichten" - 2/2008 erschienen! www.dvpb-nds.de*

*1 Für wichtige Informationen und Hinweise möchte ich mich bei Friederike Spiecker und Lucas Zeise bedanken.*
*Zeises Buch „Ende der Party – Die Explosion im Finanzsektor und die Krise der Weltwirtschaft" (Köln 2008) ist allen an der Finanzkrise Interessierten ebenso uneingeschränkt zu empfehlen wie Flassbeck/Spiecker, „Das Ende der Massenarbeitslosigkeit – Mit richtiger Wirtschaftspolitik die Zukunft gewinnen" (Frankfurt/Main 2007), all denjenigen, die eine fundierte Kritik der herrschenden Volkswirtschaftslehre suchen.*
*Profitiert habe ich darüber hinaus (insbesondere bei den Abschnitten 3 und 4) von Beiträgen, die Wolfgang Münchau für verschiedene Ausgaben der „Financial Times Deutschland" verfasst hat.*

*2 Private Equity-Firmen (die berühmten „Heuschrecken") sind Firmen, die Unternehmen vollständig oder zu großen Teilen aufkaufen, für eine relativ kurze Zeit aktiven Einfluss auf das Management der von ihnen gekauften Unternehmen nehmen und sie später wieder mit möglichst hohem Gewinn verkaufen. Die Unternehmen werden hierbei durch Kostensenkungen, Lohndruck und Personalabbau auf schnelle Rendite getrimmt. Die Manager von Private Equity-Firmen holen sich von institutionellen Investoren wie z. B. Versicherungen oder Pensionsfonds, aber auch von sehr reichen Personen große Beträge für besondere Fonds mit bestimmter Laufzeit. Wichtig ist, dass der jeweilige Fonds den Unternehmenskauf nur zu einem geringen Teil mit eigenen Mitteln (dem Kapital seiner Anleger) und überwiegend mit Bankkrediten finanziert. Denn mit wachsender Verschuldung steigt auch seine Eigenkapitalrendite, jedenfalls solange die Rendite des Gesamtkapitals (Eigen- und Fremdkapital) höher als der Fremdkapitalzins ist (dies wird als Leverage-Effekt bezeichnet).- Hedgefonds sind Unternehmen, die ihre Mittel vorwiegend von Banken, sehr vermögenden Einzelpersonen und Pensionsfonds erhalten und damit – ebenfalls kreditverstärkt - Wertpapierspekulation mit großem Risiko und hohen Renditen (oder Verlusten) durchführen, sich neuerdings aber auch mit kleinen Anteilen in große, börsennotierte Unternehmen einkaufen und dort über Druck auf das Management und die Unternehmenspolitik versuchen, eine schnelle und möglichst hohe Ausschüttung der Gewinne als Dividende zu erreichen.*

So wurde also fleißig dereguliert: Im Jahr 2001 ließ Hans Eichel, der angebliche frühe Kämpfer für mehr Regulierung, die Gewinne aus der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen steuerfrei stellen, 2004 wurden von Rot-Grün Hedgefonds und Derivate[3] zugelassen, 2005 schrieben CDU und SPD im rot-schwarzen Koalititonsvertrag die Förderung des Kreditverkaufs fest und 2008 gab es weitere Steuergeschenke an Finanzinvestoren.
Umso erstaunlicher der plötzliche und radikale Sinneswandel der Politiker: Jetzt ist Regulierung angesagt, Deregulierung ist völlig „out". Dieser Aufsatz befasst sich mit dem Hintergrund dieser noch vor wenigen Monaten für undenkbar gehaltenen Kehrtwende, der globalen Finanzkrise. Dazu wird zunächst in Abschnitt 2 der Boom der US-amerikanischen Wirtschaft ab 2002 und die damit einhergehende Immobilien- und Hypothekenblase dargestellt. Abschnitt 3 beschreibt den Handel mit Krediten, der dabei entstand, und Abschnitt 4 die Expansion des Kreditversicherungsmarktes. In Abschnitt 5 geht es um das Platzen der Spekulationsblase und die ausbrechende Finanzkrise, deren realwirtschaftliche Folgen in Abschnitt 6 kurz beleuchtet werden. Abschnitt 7 behandelt und bewertet die Maßnahmen der Bundesregierung und der Europäischen Zentralbank gegen die Krise. Abschnitt 8 schließlich beendet mit einem Fazit die Untersuchung.

## 2. Der Häuserboom in den USA

Im Jahr 2002 setzte in den USA eine wirtschaftliche Aufschwungphase ein, die mit einer ausgeprägten Spekulationsblase im Immobilienmarkt verbunden war: In der Zeit zwischen 2001 und 2006 verdoppelten sich die durchschnittlichen Hauspreise in den Vereinigten Staaten.
Ein Grund für den Aufschwung waren die rasch sinkenden Zinsen: Um der Gefahr einer tiefgreifenden Rezession nach den wirtschaftlichen Schocks der Jahre 2000/2001 (Börsencrash, 11. September, Ölpreisanstieg) vorzubeugen, hatte die US-Notenbank im Januar 2001 begonnen, den Leitzins drastisch zu senken, von 6,5% Anfang 2001 auf nur noch 1% im ersten Halbjahr 2003. Das Ergebnis war eine deutliche Kreditexpansion, mit der die Rezession schnell überwunden wurde. Die stärkste Kreditausweitung vollzog sich dabei bei den Hypothekarkrediten: Die Nettodarlehensaufnahme der Haushalte bei Hypothekarkrediten wuchs im Zeitraum 2000 bis 2005 von 385 Mrd. Dollar auf einen Höchststand von 963 Mrd. Dollar (Evans 2008, S. 146).
Neue Hypotheken verbilligten sich und viele Haushalte nutzten die fallenden Zinsen, ihre alten durch neue Hypotheken abzulösen (in den USA lassen sich Hypotheken ohne größere Kosten für den Schuldner ablösen und refinanzieren). Da der Wert ihrer Häuser gestiegen war, liehen sich viele Haushalte eine wesentlich höhere Summe, als die Ablösung ihrer alten Hypothek erforderte, und verwendeten das zusätzliche Geld größtenteils zur Finanzierung von Konsum. Andere Haushalte wiederum nahmen Kredite auf die Wertsteigerungen ihrer Häuser auf, um ihren Konsum deutlich zu erhöhen.

Die enorme Verschuldung der US-amerikanischen Haushalte, die sich auf diese Weise entwickelte, war für einen Großteil der Steigerung der Konsumausgaben in den Jahren 2001-2005 verantwortlich und damit auch die Triebkraft für die wirtschaftliche Expansion ab 2002, die in hohem Maße vom privaten Konsum getragen wurde. Steigende Preise für Wohnimmobilien bedeuteten, dass so-wohl Banken als auch Hauskäufer einen starken Anreiz hatten, Hauskauf und Hypothekenvertrag so rasch wie möglich abzuschließen. Auch dies führte – neben den massiv sinkenden Zinsen – dazu, dass mehr Wohnhäuser gekauft wurden (was wiederum die Preise nach oben trieb). Die Entwicklung spiegelt sich im Anteil des Wohnhausbaus an den Gesamtinvestitionen wider, der sich in den USA von 4,5% im Jahr 2000 auf 6,5% im Jahr 2005 erhöhte.
Die Immobilienblase führte zur Hypothekenblase. Es tauchten jetzt immer abenteuerlichere Konstruktionen auf, beispielsweise Hypotheken mit sehr niedrigen Startzinsen (unterhalb der Marktzinsen), dafür aber später mit umso höheren Zinsen. Und es entstand eine Form von Hypothek, die später zum Krisenauslöser werden sollte – die Subprime-Hypothek an Kunden mit geringer Kreditwürdigkeit (Arbeitslose, Geringverdiener etc.), die keine normale Hypothek im Markt erhalten. Da Banken oder spezielle Makler davon überzeugt waren, dass der Anstieg der Häuserpreise in den USA immer so weitergehen würde und die Immobilien ja als Sicherheit für den Kredit standen, vergaben sie nun oft Hypothekenkredite ohne jede Prüfung der Antragsteller.

Subprime-Hypotheken wurden vor allem von ärmeren Haushalten aufgenommen, nicht selten von schwarzen oder Latinofamilien. Dabei suchten Kreditsachbearbeiter gezielt Bewohner in ärmeren Wohnvierteln auf, um sie von den Vorteilen eines eigenen Heims und den günstigen Finanzierungsmög-

3 *Als Derivate werden Finanzinstrumente bezeichnet, deren eigener Wert abhängig ist vom Kurs anderer Finanztitel (oder Waren). Derivate (dazu zählen u. a. Optionen, Futures, Terminkontrakte und Swaps) sind hochspekulative Werte, die den Erwerber zum späteren Kauf oder Verkauf der zugrunde gelegten Werte berechtigen.*

lichkeiten zu überzeugen. Die dabei angewandten Methoden waren häufig mehr als zweifelhaft. So wurden beispielsweise Haushalte mit „Lockzinssätzen" geködert, bei denen während einer Anfangszeit die Rückzahlungen nicht einmal die fälligen Zinsen abdeckten und daher die Schulden jeden Monat anstiegen (Evans 2008, S. 148).

Die Gewährung von Subprime-Hypotheken verzeichnete von 2001 bis 2005 einen immensen Zuwachs, von etwa 170 Mrd. Dollar auf über 600 Mrd. Dollar pro Jahr. Der Anteil der Subprime-Hypotheken an den gesamten vergebenen Hypotheken stieg im gleichen Zeitraum von rund 5% auf 14%.

### 3. Weiterverkauf von Krediten

Die Entwicklung spitzte sich zu durch die Entstehung einer neuen Teilbranche des Finanzsektors, die eine Neuverpackung von Krediten betreibt, um sie anschließend weiterzuverkaufen. Früher wurde ein Kredit von einer Bank an einen Kunden vergeben und blieb bis zum Ende der Rückzahlung in der Bilanz der Bank. Heute muss die Bank einen Kredit nicht mehr bis zum Ende der Laufzeit halten, vielmehr kann sie ihn (mit dem kompletten Risiko) weiterverkaufen. Der Kredit nimmt dadurch die Gestalt eines Wertpapiers an; er wird verbrieft. In den USA gründeten die Banken dazu Zweckgesellschaften, in die Hypotheken (aber auch Konsumentenkredite und sogar Kreditkartenforderungen) eingebracht wurden. Diese Zweckgesellschaften geben nun sogenannte „Asset-Backed Securities" (ABSs) – besicherte Wert papiere - aus, deren Käufer damit zu indirekten Gläubigern der in den Zweckgesellschaften verbuchten Kredite werden. Doch damit nicht genug: Werden bereits mit den ABSs Kredite sehr unterschiedlicher Schuldner (undverschiedener Sorten) gebündelt, so ist der nächste Schritt, diese Kreditpakete wieder in verschiedene Risikoklassen zu unterteilen. Hierzu schuften Banker in den USA sog. „Collateralized Debt Obligations" (CDOs).[4] Da-bei wird ein Bündel gemischter Kredite (nicht nur aus dem Immobilienbereich) in verschiedene Risikoklassen oder Tranchen zerlegt. Die verschiedenen CDO-Tranchen sind durch den gleichen Forderungspool gedeckt, differieren aber hinsichtlich der Vorrangigkeit der Käufer resp. Gläubiger bei Zahlungsschwierigkeiten. Die unsicherste Tranche trägt alle Ausfallrisiken (d. h. ein Ausfall der zugrunde liegenden Kredite schlägt hier sofort durch), hat dafür mit dem höchsten Risiko aber auch die höchste Rendite; die sicherste Tranche ist hingegen von einem Kreditausfall erst ganz zuletzt betroffen (wenn alle anderen bereits vom Zahlungsausfall getroffen sind und das Kreditpaket überhaupt nicht mehr bedient wird), wirft mit dem geringsten Risiko aber nur die geringste Rendite ab.

Die Bewertung der CDO-Tranchen erfolgt durch Ratingagenturen, ohne die der Verpackungsprozess und Weiterverkauf der Kredite nicht funktionieren würde (Zeise 2008, S. 51ff). Problematisch ist daran, dass diese Ratingagenturen von den Unternehmen bezahlt werden, die ihre Wertpapiere im Markt unterbringen möchten. Die Agenturen stehen damit immer unter Druck, möglichst gute Ratings abzugeben, denn mit weniger günstigen Ratings laufen sie Gefahr, ihr Geschäft an andere Ratingagenturen zu verlieren (Whalen 2007, S. 15), wenngleich es insgesamt nur wenige Ratingagenturen gibt und die Konkurrenz daher eingeschränkt ist.

Da zudem durch die Struktur eines CDO das Risiko in hohem Maße auf die unteren Tranchen konzentriert wird, ist es nicht sonderlich überraschend, dass die oberste (sicherste) Tranche häufig die Spitzennote „AAA" erzielt, was allenfalls etwas über die relative Vorrangigkeit der Tranche gegenüber anderen Tranchen, weniger aber über die Qualität der im gesamten Paket enthaltenen Kreditverträge aussagt. Letztlich basiert das „AAA"-Rating für die oberste Tranche auf der simplen Annahme, dass eine Krise niemals die oberste Tranche erreichen kann – eine Fehleinschätzung, wie man inzwischen weiß. In jedem Fall kann man so sogar mit einem Pool dubioser Subprime-Hypotheken Kredittranchen mit gutem Rating hervorbringen. Die Investoren störte dies alles wenig: Da

*4 Zur Unterscheidung der hier verwendeten Begriffe „ABS" und „CDO": ABS (Asset-Backed Security) ist ein weitgefasster Begriff, der alle Finanztitel beschreibt, die irgendeinen Vermögenswert als Sicherheit hinterlegt haben. CDOs sind mehr oder weniger komplexe Konstruktionen aus Finanzansprüchen, meist Krediten in Form von ABS.*

*5 Nur nebenbei sei erwähnt, dass nicht nur CDOs angeboten und gekauft wurden, sondern dass der Verbriefungsprozess weiterging und dabei immer undurchsichtigere Finanzinstrumente entstanden, die kaum noch jemand versteht. So wurde beispielsweise mit dem sog. „CDO Squared" ($CDO^2$) eine Form des CDO entwickelt, die selbst (vorwiegend) CDOs anstelle von Krediten enthält; es handelt sich also praktisch um ein CDO von CDOs. Das CDO ist sogar noch in die dritte Potenz erhoben worden, zum $CDO^3$ („CDO Cubed"). $CDO^3$s sind also CDOs von CDOs von CDOs. Welchen realwirtschaftlichen Nutzen ein $CDO^3$ haben soll, wissen wohl nicht einmal die Erfinder eines solchen Finanzmülls.*

CDOs höhere Renditen abzuwerfen versprachen als andere Wertpapiere mit ähnlichen Ratings, wurden sie massenhaft gekauft – unter anderem von Versicherungskonzernen, Banken, Pensionsfonds und vor allem Hedgefonds[5] (Evans 2008, S. 152).

Wie lief nun die Zockerei mit diesen Papieren ab? Im einfachsten Fall deckten sich Investoren beispielsweise mit der sog. Equity-Tranche eines CDO – dies ist die risikoreichste Tranche, die aber auch die höchste Rendite bringt – oder aber mit der nächsthöheren Tranche, der sog. Mezzanine-Tranche, ein. Mit einer so einfachen Strategie kann man zwar aufgrund der teilweise sehr hohen Renditen viel Geld machen, geht aber bei einem Crash als erstes unter.

„Klügere" Investoren bedienten sich deshalb anderer, etwas besser abgesicherter Methoden, z. B. der sehr beliebten Korrelationswetten: Dabei kauften sie die Equity-Tranche eines CDO und nahmen gleichzeitig Leerverkäufe[6] in der Mezzanine-Tranche vor. Die zugrundeliegende Überlegung war, dass zwischen den Preisen der Equity- und Mezzanine-Tranchen ei-ne Korrelation besteht, d. h. die Preise gleichzeitig steigen oder fallen. Sollte der Markt einbrechen, hofften die Investoren, die Verluste in der einen Tranche (der Equity-Tranche) mit Gewinnen bei der anderen Tranche (der Mezzanine-Tranche) abzusichern. In der Zwischenzeit strichen sie die hohen Renditen der Equity-Tranche ein.
Das Zockerei-Problem wurde – wie W. Münchau in der „Financial Times Deutschland" (24. 1. 2007) anschaulich demonstriert – verschärft durch kreditverstärkte Spekulation: Angenommen, ein Investor zahlt 100 000 Euro in einen Dachfonds ein. Bei letzterem handelt es sich um einen Hedgefonds, der Investitionen in andere Hedgefonds vornimmt. Das investierte Kapital ist mithin 100 000 Euro. Jetzt nimmt der Dachfonds einen Kredit von 200 000 Euro auf, so dass er mit Kapital und Kredit zusammen über 300 000 Euro verfügt. Diese Summe investiert der Dachfonds nun in einen Hedgefonds, aus dessen Sicht es sich dabei um eine Kapitaleinlage von 300 000 Euro handelt. Ein Hedgefonds kann diese Summe ebenso mit Krediten aufstocken, nämlich im Regelfall verdoppeln, so dass ihm nunmehr 600 000 Euro zur Verfügung stehen. Diese 600 000 Euro - das Sechsfache des Ausgangskapitals – investiert der Hedgefonds nun in CDOs.

## 4. Versicherung der Spekulation

Das Schnüren immer neuer Kreditpakete durch die Investmentbanken und die Versuche, Anleihen schlechter Qualität in solche mit guter Qualität zu verwandeln, weckte den Bedarf, Kredite oder Anleihen gegen Ausfall abzusichern. Diese Aufgabe haben insbesondere Hedgefonds mit dem Angebot von Kreditversicherungspolicen übernommen. Hedgefonds und Banken schufen für die Policen einen eigenen Markt, der rasch wuchs und 2007 einen Umfang von geschätzten 3 Billionen Dollar erreichte.
Dieser Markt stand kurz vor dem Zusammenbruch, als der große Versicherer AIG (American International Group) im Spätsommer 2008 von der US-Notenbank Fed mit einem Notkredit von 85 Mrd. Dollar gerettet wurde (Zeise 2008, S. 54f). AIG war und ist ein zentraler Spieler im gigantisch angewachsenen Markt für sog. „Credit Default Swaps" (CDSs), dies sind standardisierte und dadurch handelbare Instrumente, mit denen man sich gegen den Zahlungsausfall von Anleihen versichern kann (durch jährliche Zahlung einer Prämie an den Versicherer). Der Preis eines CDS einer Firmenanleihe verhält sich umgekehrt proportional zur Kreditwürdigkeit der Firma[7]. Insgesamt hatten sich Investoren für Anleihen im Umfang von 441 Mrd. Dollar bei AIG gegen das Ausfallrisiko abgesichert.
Ein großes Problem liegt darin, dass mit der wachsenden An-zahl von Insolvenzen im Finanzsektor (z. B. von Lehman Brothers), demnächst aber auch in der Industrie und im Dienstleistungsbereich, CDS-Zahlungen anfallen. Kommt es zur Pleite eines Versicherers, so kann dies eine Kette von Zahlungsausfällen und weiteren Pleiten auslösen. Bei einem Untergang von AIG, der zweitgrößten Versicherung der Welt, wären die CDS-Kunden von AIG nicht mehr versichert. Handelte es sich um Kunden, die hochriskante Spekulationen betrieben und einen Teil des Risikos abgesichert hätten, blieben diese Kunden ohne Absicherung auf dem vollen Risiko sitzen, und dies in Zeiten wachsender Zahlungsausfälle. Eine AIG-Pleite könnte zum Zusammenbruch

*6 Bei Leerverkäufen werden Wertpapiere geliehen, verkauft und später – hoffentlich billiger – zurückgekauft, um sie dann erst an den Verleiher zurückzugeben. Die Differenz zwischen Verkaufs- und Rückkaufpreis ist der Gewinn. Bei Leerverkäufen spekuliert man also auf den Verfall eines Wertpapiers.*

*7 Ein CDS wird üblicherweise in Basispunkten (hundertsel Prozentpunkten) gehandelt und bezieht sich im Regelfall auf Firmenanleihen im Nominalwert von 10 Mio. Euro. Eine Notierung von 100 Basispunkten auf eine Firmenanleihe bedeutet, dass der Versicherungsnehmer 100.000 Euro jährlich zum Schutz von Zahlungsausfällen auf ein Bündel dieser Wertpapiere von wertmäßig 10 Mio. Euro zahlt (100.000 Euro entsprechen einem Prozent oder 100 Basispunkten auf 10 Mio. Euro). Kommt es zu einem Zahlungsausfall, muss die Versicherung einspringen (eine solche Versicherung ist auch AIG).*

des gesamten CDS-Marktes führen, mit Kettenreaktionen von Finanzpleiten und gravierenden realwirtschaftlichen Folgen.
Weitere Risiken können hier nur angedeutet werden: So gibt es eine nicht geringe Zahl anderer Finanzinstrumente, die auf CDSs basieren und die gleichfalls in erheblichen Schwierigkeiten steckten, etwa sog. „Constant Proportion Debt Obligations" (CPDOs), mit denen man auf die Kursentwicklung von CDSs wettet (CPDOs beruhen auf anderen Kreditmarktpapieren, die wiederum auf anderen basieren) oder noch kompliziertere, verlinkte Instrumente, beispielsweise sog. synthetische Schuldverschreibungen. Hierbei handelt es sich um eine Verbriefungsstruktur, die auf einem oder auch mehreren CDSs, einer sog. „Credit Linked Note" (ein ähnliches Finanzinstrument wie das CDS, bei dem aber der Versicherer die Leistung zu Beginn zahlt und sein Geld erst zurückerhält, wenn der Versicherungsfall nicht eingetreten ist) und einem sog. „Total Return Swap" (mit ihm tritt der Besitzer eines Bonds das gesamte Risiko und die Gesamtrendite incl. Wertsteigerung an eine Partei ab, die dafür im Gegenzug einen variablen oder festen Zinssatz bezahlt) beruht.
Generell gilt hier: Wenn es in einem Bereich kracht, so wird der Schock rasch in andere Bereiche übertragen.

## 5. Das Platzen der Spekulationsblase und die Folgen

Der geschilderte massenhafte Weiterverkauf von Hypotheken in alle Welt erlaubte es Banken und Hauseigentümern in den USA, noch mehr Hypotheken zu vergeben bzw. aufzunehmen. Tatsächlich ist in allen kapitalistischen Ländern die Menge der Kredite, die eine Bank verge-ben darf, begrenzt. Als Standard hat sich herausgebildet, dass das Volumen der von einer Bank vergebenen Kredite nicht mehr als das 12,5-fache ihres Eigenkapitals betragen darf. Verkauft eine Bank aber einen Kredit, so setzt sie Mittel frei, neuen Kredit zu vergeben. In dem Maße also, in dem die US-Banken erfolgreich die von ihnen vergebenen Hypothekenkredite in Form von ABS und CDO weiterreichten, hatten sie Kapital für die Vergabe neuer Kredite frei (Zeise 2008, S. 78f). Es entwickelte sich eine weltweite Ausbreitung der Kredite und ihrer Risiken, was von den Marktoptimisten aber keineswegs negativ bewertet, sondern ganz im Gegenteil als stabilisierender Faktor eingestuft wurde. Früher – so die Argumentation – habe die Krise einer Branche oder Region die eng damit über Kredit verbundenen Hausbanken vor Probleme gestellt; jetzt seien solche Risiken breiter gestreut und Kreditausfälle an einem bestimmten Punkt würden überall zu weniger Schwierigkeiten führen als bisher. Dies auch deshalb, weil die Käufer von Kreditprodukten zumeist institutionelle Investoren und sehr reiche Personen seien, die einzelne Kreditausfälle besser verkraften könnten als etwa kleine regionale Banken. Mit der Realität hatte diese Einschätzung wenig zu tun.

In den USA ging die Zeit sehr niedriger Zinssätze im Jahr 2004 zu Ende. Von 2004 bis 2006 wurden die Leitzinsen bei gesunkener Arbeitslosigkeit und steigender Inflationsrate schrittweise von 1% auf 5,25 % erhöht. Zwar stiegen die Immobilienpreise noch bis Ende 2005 weiter, aber im Jahr 2006 setzte dann eine allmähliche Stagnation des Häusermarktes an der US-amerikanischen Ost- und Westküste ein. Zahlreiche Kreditnehmer waren nun aufgrund der steigenden Zinsen nicht mehr in der Lage, ihre Zahlungen aufrechtzuerhalten, wenngleich sich die Zinserhöhungen der Notenbank nur langsam auf das Zinsniveau am Hypothekenmarkt und am übrigen Kreditmarkt auswirkten. Es kam zu einer Zunahme der Zahlungsausfälle bei den Subprime-Hypotheken, speziell den Subprime-Hypotheken mit flexiblen Zinssätzen, wo die Zahl der Ausfälle im Jahr 2006 dramatisch stieg und die sog. Delinquenzrate (= Ausfallquote) Mitte 2007 schließlich 16% erreichte. Zwangsverkäufe verstärkten jetzt noch den Abwärtsdruck auf die Hauspreise (Evans 2008, S. 152f).

Im August 2007 brach schließlich die Finanzkrise offen aus. Weil immer mehr Hypotheken faul wurden und das Misstrauen wuchs, wurde der Wert der Papiere, die auf solchen Hypotheken basierten, zunehmend in Frage gestellt. Niemand wollte sie mehr haben.[8] Die Banken konnten jetzt ihre Kredite nicht mehr weiterverkaufen und hatten immer größere Schwierigkeiten, sich auf dem Kapitalmarkt oder auf dem Interbankenmarkt zu finanzieren. Sie fuhren deshalb die Vergabe von Wohnungsbaukrediten drastisch zurück.
Die ersten größeren Schocks hatte es bereits Anfang 2007 gegeben. Ende Februar berichtete New Century, der zweitgrößte Subprime-Kreditgeber der Vereinigten Staaten, von hohen Verlusten im Geschäft mit den Subprimekrediten und musste zwei Monate später ein Insolvenzverfahren nach US-Recht

8 *Es nützte selbst dann nichts, wenn die zugrundeliegenden Kredite weiterhin korrekt bedient wurden: Die Banken, die die kompliziert gestrickten Wertpapiere besaßen, konnten sie einfach nicht zu Geld machen. Die Finanzkrise war deshalb zunächst eine reine Liquiditätskrise. Die Vermögensgegenstände der Banken waren nicht weg, sondern zu einem beträchtlichen Teil am Markt nichts mehr wert. Sie ließen sich nicht mehr verkaufen und auch nicht mehr beleihen. An den Zahlungsverpflichtungen der Banken hatte sich hingegen nichts geändert, sie waren so hoch wie vorher.*

eröffnen; im Juni 2007 gerieten zwei Hedgefonds der New Yorker Investmentbank Bear Stearns durch die Subprime-Hypothekenkrise ins Straucheln; schließlich gelangte die gesamte Subprime-Industrie in den Sog der Krise. Gleichzeitig beschleunigte sich der Abwärtstrend der US-Häuserpreise im zweiten Quartal 2007 weiter; in den beiden folgenden Quartalen ging es noch mehr bergab, insbesondere in einigen Regionen wie Chicago oder der Westküste. Der stagnierende Häusermarkt verwandelte sich in einen Markt mit sinkenden Preisen; die Spekulationsblase im US-amerikanischen Hypothekenmarkt war geplatzt.

Mitte August 2007 hatte die Krise auch den deutschen Bankensektor erreicht. Die Mittelstandsbank IKB und die Sachsen LB meldeten hohe Verluste im Subprimegeschäft (siehe dazu BOX 1). Bald zeigte sich, dass sich überall in Europa Banken mit den Papieren eingedeckt hatten, die mit sensationellen Renditen von bis zu 20% lockten.[9]

Es folgte die Krise der britischen Hypothekenbank Northern Rock (September 2007), der Verkauf der Investmentbank Bear Stearns an die Großbank J. P. Morgan Chase auf Druck der US-Notenbank (März 2008), die Entscheidung des US-Finanzministeriums, die beiden US-amerikanischen Hypothekengiganten Fannie Mae und Freddie Mac vollständig unter staatliche Aufsicht zu stellen (September 2008).
Der letztgenannte Fall zeigt deutlich die Ansteckungsgefahr der Kreditkrise: Fannie Mae und Freddie Mac agieren nur in den seriösen Segmenten des US-Hypothekenmarktes, haben also mit der Subprime-Krise ei-gentlich nichts zu tun. Ihre Probleme resultierten aus dem Absturz der Hauspreise. Wenn – wie dies in den USA vielfach geschehen ist – Hausbesitzer ihre Schulden nicht mehr abbezahlen können, ist den Banken nach geltendem US-Recht in zahlreichen Bundesstaaten nur der Zugriff auf das beliehene Haus, nicht aber auf sonstige Vermögenswerte, möglich. Fallen nun (wie beispielsweise in Kalifornien) die Häuserpreise um 20-30%, sinkt der Wert des Hauses oft unter die Hypothekenschuld. Gibt der Hauseigentümer nun sein Haus ab, hat die Bank das Nachsehen.
Es soll hier nicht die weitere Entwicklung der Finanzkrise detailliert nachgezeichnet werden, erwähnt seien nur noch (ohne Anspruch auf Vollständigkeit) die Pleite von Lehman Brothers, die bereits erwähnte Krise der Versicherungsgesellschaft AIG oder das nur durch ein erweitertes Rettungspaket am Leben erhaltene DAX-Unternehmen Hypo Real Estate. Interessanter ist die Frage, ob und wie sich die Finanzkrise auf die Realwirtschaft

*BOX 1*

*Der Fall der IKB*

*Am Beispiel der IKB lassen sich die abenteuerlichen Strategien vieler Banken, die sich durchaus ähnelten, gut verdeutlichen (Zeise 2008, S. 26ff): Die IKB hatte im Bundesstaat Delaware in den USA eine Briefkastenfirma namens „Rhineland Funding" mit einem Eigenkapital von nur 500 Dollar gegründet. Rhineland Funding deckte sich nun massiv mit CDOs ein, finanzierte aber diese Käufe nicht mit eigenem Geld, sondern durch den Verkauf sogenannter „Commercial Papers" an Anleger. „Commercial Papers" sind Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit (bis zu zwei Jahren, oft aber nur von 30 bis 90 Tagen), über die sich in den USA viele Unternehmen finanzieren und deren Käufer oft Versicherungen und Pensionskassen sind.*
*Natürlich hätte Rhineland Funding ohne Sicherheiten niemals Geld über die Ausgabe von Commercial Papers erhalten. Da aber die IKB als Mutterbank eine Liquiditätsgarantie gab, Rhineland Funding daraufhin von einer Rating-Agentur mit einer guten Note versehen wurde, stellten die Anleger das benötigte Geld schnell bereit.*
*Die IKB konnte nun die Differenz zwischen den vergleichsweise hohen Erträgen der CDOs und den relativ niedrigen Zinsen der Commercial Papers, die Rhineland Funding zu entrichten hatte, einstreichen – und dies ohne Einsatz eigenen Kapitals (von den lächerlichen 500 Dollar einmal abgesehen). Voraussetzung war allerdings, z. B. alle 90 Tage neue Commercial Papers zu emittieren. Als dann aber mehr und mehr Hypotheken faul wurden und das Misstrauen gegenüber allen Wertpapieren, die etwas mit Subprime-Hypotheken zu tun hatten, um sich griff, wollten Pensionfonds und Versicherungen die von Rhineland Funding ausgegebenen Commercial Papers nicht mehr kaufen. Rhineland Funding saß nun auf seinen langfristigen Hypotheken-Ramsch-Papieren (die niemand haben wollte), musste aber die kurzfristig aufgenommenen Kredite zurückzahlen. Der IKB blieb nun keine andere Wahl, als die von ihr garantierte Liquidität tatsächlich zu leisten. Das aber hätte die Mittelstandsbank überfordert und sie wäre pleitegegangen, wenn nicht ihre Hauptaktionärin, die staatliche Förderbank KfW, der Bund und andere Banken mit über zehn Milliarden Euro eingesprungen wären.*

*9 Man mag sich fragen, wie so hohe Renditen möglich sind. Deshalb ein vereinfachtes Beispiel: Bei einem CDO verwandelt sich ein Gesamtportfolio an Krediten von 20 Mio. Dollar in eine Senior-Tranche (die sicherste Tranche) von 16 Mio. Dollar, eine Mezzanine-Tranche von 3 Mio. Dollar und eine Equity-Tranche von 1 Mio. Dollar. Das Kreditpaket insgesamt wirft pro Jahr bei einem Zinssatz von 7% 1,4 Mio. Dollar ab. Vergütet man nun die Senior-Tranche mit 6%, d. h. 960 000 Dollar, die Mezzanine-Tranche mit 8%, d. h 240 000 Dollar, so bleiben für die Equity-Tranche 200 000 Dollar übrig. Dies entspricht – bezogen auf die 1 Mio. Dollar – einer Rendite der Equity-Tranche von 20% pro Jahr (sofern es zu keinerlei Kreditausfall kommt).*

übertragen kann. Dies soll im nächsten Punkt kurz untersucht werden.

## 6. Realwirtschaftliche Effekte der Finanzkrise

Zur Abwicklung ihrer täglichen Geschäfte benötigen Banken in großem Umfang kurzfristige Mittel, die sie sich großenteils am Interbankenmarkt verschaffen.[10] Hier borgen sich die Finanzinstitute untereinander und meist ohne Sicherheit für kurze Zeit Milliardensummen, um stets liquide zu sein und z. B. die Kreditnachfrage der Unternehmen befriedigen zu können. Unter normalen Umständen funktioniert dies problemlos. Spätestens nach der Pleite von Lehman Brothers aber trauen sich die Banken untereinander nicht mehr, denn sie wissen nicht, welches Institut in welchem Umfang „Ramsch-Hypotheken" aus dem US-Immobilienmarkt bzw. faule Kredite in seinen Bilanzen hat. Daher leihen sie sich untereinander kaum noch Geld, der Interbankenmarkt ist zusammengebrochen. Damit entsteht die Gefahr einer Kreditklemme: Wenn die Banken sich nicht anderweitig Geld beschaffen können, vergeben sie weniger Kredite an Unternehmen. Diese bekommen dann ihre laufenden Ausgaben oder wichtige Investitionen nicht mehr über ihre Banken finanziert, was zu Entlassungen und Produktionsrückgängen führt. Letztendlich kann eine Schrumpfung der gesamten Wirtschaftsleistung die Folge sein.

Aber auch wenn es gelingt, z. B. durch staatliche Garantien die Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes wiederherzustellen, sind damit keineswegs alle Probleme gelöst (zu Folgendem ausführlicher Gambacorta/Mistrull 2004; Kiyotaki/Moore 2005; Diamond/Rajan 2005; Projekt Gemeinschaftsdiagnose 2008, S. 34ff). Denn der Wertverfall von hypothekenbesicherten Finanztiteln sowie die ansteigende Zahl der Ausfälle von Hypothekenkrediten haben bei vielen Banken hohe Abschreibungen erzwungen, was mit einer Verminderung des Eigenkapitals der Banken einhergeht. Auch hierdurch (wie durch die Krisensituation allgemein) sind die Möglichkeiten der Geschäftsbanken, Kapital an den Finanzmärkten aufzunehmen, eingeschränkt, so dass die Banken sich genötigt sehen, ihr Aktivgeschäft und speziell ihre Kreditvergabe zu begrenzen. Investitionen und Konsum werden so negativ beeinflusst.

Insbesondere in den USA kommt hinzu, dass der Wertverfall des Immobilien- und Finanzvermögens das Vermögen der privaten Haushalte gesenkt und damit die Konsumneigung der Haushalte verringert hat. Zudem sind private Haushalte und Unternehmen aufgrund des Rückgangs ihres Nettovermögens zunehmend weniger in der Lage, ihre Konsum- und Investitionsausgaben über Kredite zu finanzieren. Es überrascht deshalb nicht, dass mittlerweile in den USA Konsumausgaben in deutlich geringerem Maße als vor Beginn der Finanzkrise durch die Beleihung von Wohneigentum finanziert werden.

Schließlich können Banken wegen Liquiditäts- und Solvenzproblemen gezwungen sein, säumigen Schuldnern Zahlungsaufschübe zu verweigern oder zu versuchen, die Konditionen lau-fender Kreditverträge zu verändern. Die Unternehmen reagieren darauf möglicherweise mit dem Verzicht auf geplante Investitionsprojekte.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Finanzkrise die Realwirtschaft sowohl über eine Dämpfung des privaten Konsums als auch über eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen nicht-finanzieller Unternehmen resp. eine abnehmende private Investitionstätigkeit belastet.

## 7. Maßnahmen gegen die Krise

Die Bundesregierung hat mit dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz ein Rettungspaket für die Finanzmärkte geschnürt, das u. a. 80 Mrd. Euro für Kapitalspritzen an notleidende Finanzinstitute und bis zu 400 Mrd. Euro Kreditbürgschaften vorsieht.

Wenngleich das Rettungsprogramm m. E. einige Schwachpunkte aufweist, lässt sich immerhin feststellen, dass die Grundrichtung dieses Erste-Hilfe-Pakets richtig (und alternativlos) ist, da es die entscheidenden Probleme am Finanzmarkt, nämlich den nicht mehr funktionierenden Interbankenmarkt und die schwache Eigenkapitalbasis der Banken, angeht.

Äußerst problematisch ist aber das viel zu zögerliche Vorgehen der Bundesregierung bei konjunkturpolitischen Maßnahmen gegen die Rezession. Das von der Regierung beschlossene Paket zur Stützung der Konjunktur reicht mit nur 12 Mrd. Euro bis zum Jahr 2010 keinesfalls aus; es ist viel zu klein, um nennenswerte Impulse für die Konjunktur setzen zu können.

Erforderlich wären stattdessen kreditfinanzierte Wachstumsprogramme über mehrere Jahre in den Bereichen Infrastruktur, Umweltschutz und Bildung mit einem Volumen von mindestens einem Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), also wenigstens rund 25 Mrd. Euro pro Jahr. Was oft zu wenig berücksichtigt wird: Stützt der Staat die Konjunktur, hilft er damit auch, die Finanzkrise zu lindern. Denn für die Wiederbelebung der Finanzmärkte ist die Vergabe neuer Kredite von wesentlicher Bedeutung. Neue Kredite wiederum werden nur dann nachgefragt, wenn die Unternehmen in einer wieder Fuß fassenden

*10 Daneben refinanzieren sich die Banken u. a. über eine Kreditaufnahme bei der Zentralbank.*

Konjunktur ihre Absatz- und Rentabilitätserwartungen als günstig einschätzen. Ebenso überwinden die Banken ihre Vorsicht bei der Kreditvergabe in einer Konjunkturbelebung schneller. Damit entwickelt sich eine positive Wechselwirkung zwischen konjunktureller Entwicklung und Konsolidierung der Finanzmärkte.

Das Umgekehrte gilt, wenn es zu einem konjunkturellen Einbruch kommt: Gehen zum Beispiel Unternehmen pleite und können deshalb ihre Kredite nicht zurückzahlen, so spitzen sich die Probleme im Bankensektor zu. Weil die Banken weitere Kreditausfälle befürchten, erhöhen sie die Risikoprämien zum Ausgleich für das gewachsene Risiko und verschärfen insgesamt ihre Kreditstandards sowohl für Unternehmen als auch für Konsumenten, was die Kreditvergabe negativ beeinflusst. Damit setzt sich eine gefährliche Abwärtsspirale in Gang: Erhalten Firmen und Verbraucher weniger Kredit, schwächt dies die Nachfrage, die Realwirtschaft geht noch stärker auf Talfahrt und die Banken werden noch vorsichtiger, d. h. sie straffen die Anforderungen an Kreditnehmer noch mehr und erhöhen die Zinsen weiter. Um einen solchen Abwärtsprozess zu verhindern, ist ein effektives Hilfspaket unabdingbar.

Natürlich wäre ein international abgestimmtes Konjunkturprogramm die beste Lösung. Eine Chance dafür hätte der soeben abgeschlossene Weltfinanzgipfel Mitte November in Washington geboten, auf dem ein koordiniertes globales Konjunkturpaket hätte vereinbart werden können. Leider blieb diese Möglichkeit ungenutzt. So bleibt nur die Hoffnung, dass zumindest auf europäischer Ebene eine zwischen den EU-Staaten abgestimmte Konjunkturpolitik eingeleitet wird, etwa mit dem angekündigten Maßnahmenpaket der EU-Kommission Ende November 2008 (das Ergebnis liegt bei Fertigstellung dieses Aufsatzes noch nicht vor). Zu befürchten ist aber, dass Deutschland ein relativ geringes Interesse an einem umfassenden europäischen Konjunkturpaket zeigen und eher als Bremser fungieren wird[11] (dazu auch Hein et al. 2008, S. 7).

Auch die Geldpolitik reagiert viel zu zaghaft. Zwar hat die Europäische Zentralbank (EZB) am 6. November 2008 im Abstand von nur vier Wochen den Leitzins erneut um 0,5 Prozentpunkte auf 3,25% gesenkt, aber auch hier wäre ein mutigerer Schritt wünschenswert gewesen, etwa eine Zinssenkung auf 2% oder sogar weniger. Denn in der gegenwärtigen krisenhaften Situation muss die Rendite von Sachinvestitionen deutlich über dem Zinssatz der Kapitalmärkte liegen, wenn man potentielle Investoren dazu bewegen will, risikoreiche Sachinvestitionen vorzunehmen, statt ihr Geld nur auf die Bank zu bringen und die Zinsen zu kassieren. Bei nur relativ geringem Abstand zwischen erwarteter Sachkapitalrendite und sicherer Geldrendite wird in der augenblicklichen Lage wohl kaum jemand bereit sein, die hohen Risiken von Realinvestitionen einzugehen (Flassbeck/Spiecker 2008).

Wie falsch die EZB die Situation in jüngster Vergangenheit eingeschätzt hat, wird daran deutlich, dass führende EZB-Ratsmitglieder wie Bundesbankpräsident Axel Weber oder Chefvolkswirt Jürgen Stark noch im Juli 2008 die globale Wirtschaft als robust bezeichneten und die EZB dann im Juli 2008 ihren Leitzins von 4% auf 4,25% erhöhte, eine geradezu absurde Entscheidung, die danach wieder rückgängig gemacht werden musste.

Völlig verfehlt wäre es, jetzt angesichts der Finanzkrise von den Arbeitnehmern Lohnzurückhaltung zu fordern. Denn damit würde die schwache Entwicklung der Binnennachfrage in den letzten Jahren, die wesentlich auf die Stagnation der Reallöhne (resp. der privaten Konsumausgaben) zurückzuführen ist, noch verschärft. Gerade jetzt, da sich die Konjunkturaussichten weltweit drastisch verschlechtern und damit in Deutschland der Export als bisher treibende Kraft wegbricht, wäre es in einem Land mit einer so hohen Auslandsabhängigkeit (der Anteil der Exporte von Waren und Dienstleistungen am BIP beträgt hierzulande inzwischen 48%) verheerend, wenn es zusätzlich zum Exportrückgang auch noch zu einem – durch eine zurückhaltende Lohnpolitik ausgelösten – Einbruch beim privaten Konsum käme.

12 *Selbst das bei weitem zu kleine Konjunkturpaket der deutschen Regierung erscheint manchen Politikern noch als schwerer Sündenfall, denn schließlich wisse man doch, dass Konjunkturprogramme nur Strohfeuer seien. So ignoriert etwa Steffen Kampeter, der haushaltspolitische Sprecher der CDU/CSU-Bundestagsfraktion, souverän alle Fakten und behauptet, dass in Deutschland noch kein Konjunkturprogramm jemals seinen Zweck erreicht habe („Financial Times Deutschland", 24. 10. 08). Tatsächlich gab es die letzte Rezession, die mit einem aktiven „Deficit Spending" bekämpft wurde, in den Jahren 1974/75. Das reale BIP war im Jahre 1975 gegenüber dem Vorjahr um 0,9% zurückgegangen und die damalige sozialliberale Koalition reagierte mit zwei Konjunkturprogrammen in Höhe von 12 Mrd. DM (1,2% des BIP) und einer schon länger geplanten Einkommensteuersenkung von fast 14 Mrd. DM (1,4% des BIP). Die Konjunktur kam daraufhin sofort wieder in Schwung: Im Jahr 1976 wurde bereits wieder eine Zuwachsrate des realen BIP von 4,9% erzielt, zwischen 1976 und 1980 waren es im Jahresdurchschnitt 3,4%. Der Beschäftigungsrückgang der Jahre 1974 bis 1976 um 1,2 Mio. konnte auf diese Weise bis 1980 nahezu vollständig ausgeglichen werden (Kauder 2003; Statistisches Bundesamt 2008, S. 627).*

## 8. Fazit

Ein Ende der Finanzkrise ist nicht in Sicht. Klar erkennbar ist aber, dass sich Finanz- und Konjunkturkrise wechselseitig zu verstärken drohen. Ebenso sicher ist, dass Europa jetzt seine Hoffnungen nicht mehr auf die USA setzen kann, deren hohes Leistungsbilanzdefizit als Importnachfrage jahrelang die globale Konjunktur am Laufen gehalten hat. Was spricht eigentlich dagegen, dass nunmehr Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen – also etwa Deutschland, Japan und China – ihre Binnennachfrage und ihre Importe erhöhen, um den Ausfall der US-Nachfrage auf dem Weltmarkt zumindest teilweise zu kompensieren? Erfreulicherweise hat China angekündigt, mit fast 460 Mrd. Euro seine Konjunktur – und damit auch die Konjunktur seiner Handelspartner – zu stimulieren. Auch die japanische Regierung legt bereits ihr zweites Konjunkturprogramm innerhalb eines Monats in Höhe von 210 Mrd. Euro auf. Im Vergleich dazu wirkt das 12-Mrd.-Euro-Paket bis zum Jahr 2010, das die Bundesregierung auf den Weg gebracht hat, kümmerlich und wird dem Ausmaß der Krise in keiner Weise gerecht. Hier ist Nachbesserung dringend erforderlich.

Ein stärkeres Engagement ist im übrigen auch deshalb gerechtfertigt, weil Deutschland keineswegs nur – wie dies oft in den Medien dargestellt wird – Opfer der globalen Finanzkrise ist, sondern durchaus eine Mitschuld an der Misere trägt: Ohne die enormen Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands, Japans, Chinas, der Niederlande und der Schweiz einerseits und – spiegelbildlich – die sehr hohen Leistungsbilanzdefizite der USA andererseits, ohne die massiven globalen Ungleichgewichte also, hätte eine Krise dieses Ausmaßes nie entstehen können. Denn die anhaltenden Leistungsbilanzdefizite der USA gehen zwingend mit einer zunehmenden US-Auslandsverschuldung einher. Ohne die hohe Kreditgewährung von Seiten des Auslands (nichts anderes stellen die Leistungsbilanzdefizite der USA dar) hätten sich die US-Amerikaner vielleicht nicht minder hoch verschuldet, aber wesentlich mehr untereinander und weniger über ihre Landesgrenzen hinweg. Zum einen wäre dann eine mehr im Inland verbliebene Nachfrage stärker den US-amerikanischen Unternehmen zugute gekommen, zum anderen hätten sich faule Kredite nicht so weltweit verbreitet.

Hier rächt sich die in Deutschland (und besonders auch in den Niederlanden) praktizierte Strategie, über permanente Lohnzurückhaltung die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu steigern, dadurch hohe Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen und damit andere Länder (nicht nur die USA) in die Verschuldung zu treiben.[12]

Das Problem sind also nicht allein die vor allem von Amerikanern und Briten durchgesetzten unzureichenden Regeln auf den Finanzmärkten, wie häufig behauptet wird. Wenn auch der beschriebene kreditfinanzierte Konsumboom in den USA bei einer besseren Regulierung der US-amerikanischen Finanzmärkte vermutlich schwächer ausgefallen wäre, so wäre es dennoch - bei unverändertem Verhalten der Lohndumping-Länder - zu immensen Handelsungleichgewichten gekommen. Die Krise hätte sich dann nur stärker an anderer Stelle entladen, nämlich auf den Devisenmärkten, wo Banken und Fonds übrigens auch sehr aktiv sind. Das heißt, die US-Schulden gegenüber dem Ausland wären in diesem Fall nicht durch eine Entwertung der über den ganzen Globus verteilten Verbriefungspapiere wie CDOs und ABSs, sondern – zumindest teilweise – durch den massiven Absturz des US-Dollar entwertet worden.

12 *Entgegen anderslautenden Behauptungen ist also die immense Auslandsverschuldung der USA nicht eine notwendige Folge jahrelang zu niedriger US-amerikanischer Zinsen. Ein niedriger Zins führt keineswegs zwangsläufig (über einen dadurch ausgelösten kreditfinanzierten Kaufboom) zu hoher Auslandsverschuldung, wie der Fall Japan zeigt: Trotz langjähriger extrem niedriger Zinssätze der japanischen Zentralbank, deren Ausleihesätze von Ende 2001 bis Anfang 2006 sogar im Bereich von null (0,1%) lagen, weist Japan keine hohe Auslandsverschuldung auf (sondern hohe Leistungsbilanzüberschüsse und eine Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland).*

***Literatur***

*Diamond, D. W./ Rajan, R. G. (2005): Liquidity Shortages and Banking Crises, in: Journal of Finance 60, 2, S. 615-647*

*Evans, T. (2008): Die internationalen finanziellen Turbulenzen, in: Etxezarreta, M. et al. (Hrsg.), EuroMemo 2007, Hamburg*

*Flassbeck, H./Spiecker, F. (2007): Das Ende der Massenarbeitslosigkeit – Mit richtiger Wirtschaftspolitik die Zukunft gewinnen, Frankfurt/Main*

*Flassbeck, H./ Spiecker, F. (2008): Im Bauch des Sparschweins – Warum Sparen keine Vorsorge für die Zukunft ist und acht Vorschläge, es anders zu machen, in: Le Monde diplomatique, Deutsche Ausgabe vom 14. 11. 2008*

*Gambacorta, L./ Mistrulli, P. E. (2004): Does Bank Capital Affect Lending Behavior?, in: Journal of Financial Intermediation 13, 4, S. 436-457*

*Hein, E./ Horn, G./ Joebges, H./ Tober, S./ van Treeck, T./ Zwiener, R. (2008): Finanzmarktkrise: Erste Hilfe und langfristige Prävention, Update vom 22. 10. 08, in: IMK Policy Brief, Oktober*

*Kauder, W. (2003): Sind die Einwände gegen eine antizyklische Finanzpolitik stichhaltig?, in: Wirtschaftsdienst 9, S. 572-581*
*Kiyotaki, N./ Moore, J. (2005): 2002 Lawrence R. Klein Lecture - Liquidity and Asset Prices, in: International Economic Review 46, 2, S. 317-349*
*Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008): Deutschland am Rande einer Rezession – Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008, in: IMK Report 32*
*Statistisches Bundesamt (2008): Statistisches Jahrbuch, Wiesbaden*
*Whalen, C. J. (2007): The U.S. Credit Crunch – A Minsky Moment, in: Public Policy Brief 92, The Levy Economics Institute of Bard College*
*Zeise, L. (2008): Ende der Party – Die Explosion im Finanzsektor und die Krise der Weltwirtschaft, Köln*

# *Moral und Ethik: Das Versagen des Neoliberalismus als Chance für den arbeitenden Menschen und seine Organisation*

***Norbert Kröger***

Zu den nicht hinterfragten Kernprinzipien einer erfolgreichen Gesellschaft gehörte in den letzten Jahren auch in der Bundesrepublik Deutschland zweifelsfrei das wirtschaftspolitische Konzept der "Freien Marktwirtschaft". Zumindest in weiten Teilen der Politik, bei den Arbeitgeberverbänden sowieso, gab es eine weitreichende Übereinstimmung in der politisch-ökonomischen Idee, dass ein Land seinen Wohlstand am besten dadurch sichert und vermehrt, indem es die wirtschaftliche Kompetenz privaten Händen anvertraut mit so wenig staatlicher Einmischung wie nur eben möglich. Selbst in Gewerkschaftskreisen und ihnen politisch nahestehenden Parteien konnte man Spuren dieses Denkmodells finden.

Ich erinnere nur an die Privatisierungen in den deutschen Gemeinden, die kommunale Vermögenswerte vermeintlich attraktiv an private Investoren verkauft oder verleast haben. Wie viele Städte in Deutschland Verkehrsnetz, Kanalisation, Kraftwerk oder Sportanlage nach Amerika verkauft oder vermietet haben, um es zurückzumieten, ist unbekannt. Die Bundesregierung berichtete Anfang des Jahres, dass ihr keine belastbaren Informationen darüber vorliegen. Selbst die kommunalen Spitzen-verbände können keine Auskunft geben. Schätzungen reichen über die große Spanne von knapp 30 bis 80 Millionen Euro. Die Rede ist von rund 150 Verträgen, manche Kommune ist mehrfach involviert.

Die Zeiten haben sich dramatisch und schnell geändert. Die Weltwirtschaft ist im freien Fall und Länder, die die Idee einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung besonders auf ihre Agenda geschrieben, wie etwa Großbritannien und Island, sind am härtesten betroffen. Wir befinden uns deshalb an einem Punkt, an dem die Menschen und die Gesellschaft ihre Haltung und ihr Bekenntnis zur Freien Marktwirtschaft überdenken sollten. Dies gilt für mich auch explizit für in diesem Zusammenhang zu entwickelnde gewerkschaftliche Kritik und Position.

Unmittelbarer Ausgangspunkt für eine fundamentale Kritik soll eine historisch-kritische Kommentierung der Strategie von Lissabon aus dem Jahre 2000 unter politisch-ökonomischen Aspekten sein.

Hier zeigt sich die politisch-ökonomische Idee des Neoliberalismus. Ihre Umsetzung lässt sich in der Bundesrepublik Deutschland an der Agenda 2010 konkretisieren. Diese Agenda kommt wie der Wolf im Schafspelz daher.

Mit der von den Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedstaaten entwickelten strukturfunktionalistischen Strategie soll das ehrenwerte Ziel realisiert werden, die EU zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten Wirtschaftsraum der Welt zu machen. Diese Entscheidung sollte, um es mit den Worten der EU-Kommission auszudrücken, Europa bis zum Jahre 2010 wirtschaftlich und sozial erneuern. Letztlich sollte dies auf der Basis neoliberaler Politikkonzepte geschehen. Die Konsequenz: Die durchgehende Liberalisierung, Privatisierung und Kommerzialisierung aller Lebensbereiche von der Wiege bis zur Bahre. Damit wurde auch die Idee der in Deutschland verfassungsmäßig institutionalisierten öffentlichen Verantwortung für das Gemeinwohl nachhaltig beschädigt.

*Norbert Kröger ist Mitarbeiter des Ev.-luth. Oberkirchenrats in Oldenburg.*