

## Ungewohnter Reichtum

Die Finanzexperten schreiben viel über die Ursache der sogenannten Subprime-Krise. In ihren Urteilen aber unterliegen sie nur allzu schnell Trugschlüssen. Welche Schuld trägt die Geld- und Zinspolitik der westlichen Notenbanken? Eckhard Behrens analysierte die Lage. Sein Ergebnis: Die Finanzwelt beherrscht ihr eigenes «Latein» nicht. Daher wurde mit der unerwarteten Kapitalfülle auf dem Weltfinanzmarkt nicht sachgemäß umgegangen.

Das aktuelle wirtschaftspolitische Krisenmanagement der Amerikaner findet in Europa wenig Beifall. Nach einer längeren Periode des wirtschaftspolitischen Gleichschritts in den westlichen Ländern trennen sich die Wege; man folgt wieder unterschiedlichen volkswirtschaftlichen Lehrmeinungen. Nur die Sorgen hinsichtlich eines in den USA drohenden Abschwungs werden geteilt. Sogar in der Diagnose der Fehlentwicklungen ist man sich weitgehend einig – aber ihr Wert ist zu bezweifeln, denn: Ist man nicht gemeinsam von der Krise überrascht worden? Warum hat man sie nicht kommen sehen? Die Diagnose geht immer noch daneben. Beginnen wir also, einige allgegenwärtige Fehlurteile wegzuräumen.

### Die unterschätzte Zinsstrukturkurve

Es droht wirklich eine Abwärtsspirale, obwohl wir von einer Deflation (einem sinkenden Preisniveau) noch weit genug entfernt sind; nur Japan kämpft damit immer noch und ist daher besonders gefährdet. Der Strudel auf den Kapitalmärkten entstand durch die überall in der westlichen Welt seit längerem sehr flache und neuerdings sogar inverse Lage der Zinsstrukturkurve: Weil die Zinsen bei längerfristigen Anlagen nicht wesentlich höher sind als bei kurzfristigen, verhartet das Kapital im kurzfristigen Bereich.

Eine verhängnisvolle Scheinlösung waren die «Finanzinnovationen», die mit dem kurzfristigen Geld langfristige Kredite revolvingend finanzierten. Das heißt, sie zahlten ihre kurzfristigen Schulden zurück, indem sie wieder kurzfristige Schulden machten; denn sie hatten das Kapital selbst langfristig angelegt («aus Kurz mach' Lang»). Dieses Geschäftsmodell ist bei steiler Zinsstrukturkurve sehr ertragreich, musste aber versagen, als die Zins-

strukturkurve – beginnend vor gut drei Jahren – nach und nach flach wurde, weil die Notenbanken die Leitzinsen erhöhten.<sup>1</sup> Zuerst gingen den Finanzinnovationen die Zinsgewinne «flöten»; darunter litt ihre Kreditwürdigkeit; zuletzt bekamen sie



Die Zinsstrukturkurve ergibt sich aus dem Verhältnis vom langfristigen (oben) zum kurzfristigen Zins (unten). Mit Beginn des neuen Jahrtausends geht das Verhältnis auf eine Inversion zu

Grafik: © Sachverständigenrat

keine kurzfristigen Kredite mehr, um fällige kurzfristige Kredite zurückzahlen. Wegen der Kreditklemme mussten sie ihre langfristigen Anlagen losschlagen, die keiner mehr haben wollte, weil jetzt alle dem «Hang zur Liquidität» fröhnten;<sup>2</sup> so kam es zu Preisabschlägen und dem riesigen Abschreibungsbedarf, dessen Gesamtvolumen immer noch nicht absehbar ist.

Jeder Banker hätte beim Einstieg in die Finanzinnovationen erkennen müssen, dass sie nur bei steiler Zinsstrukturkurve überlebensfähig waren. Und er musste wissen, dass die Lage der Zinsstrukturkurve schwankt – insbesondere weil das Niveau der Zinsen für kurzfristige Kredite von der Leitzinspolitik der Notenbanken<sup>1</sup> beherrscht wird. Offenbar kennen sich

nur wenige Banker im real existierenden Kapitalismus wirklich aus; diese wenigen stiegen aus den eingegangenen Risiken rechtzeitig aus und brachten ihre Schäfchen ins Trockene.

In einer erfrischenden Rede hat Jochen Sanio, der Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in Deutschland (BaFin), beim Neujahrsempfang seiner Behörde das Wissensdefizit in den eigenen Reihen offengelegt ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)):

«Lieber Geld verlieren als Vertrauen», soll der deutsche Industrielle Robert Bosch einmal gesagt haben. In der Subprime-Krise ging beides verloren: Erst Geld, dann Vertrauen und dann noch mehr Geld. Ein kluger Kopf hat Vertrauen als «riskante Vor-

leistung» definiert; leider ist heute offenbar kaum eine Bank mehr bereit, diese Vorleistung ihren Artgenossen gegenüber zu erbringen. – Das internationale Finanzsystem erlebt die härteste Vertrauenskrise der vergangenen Jahrzehnte. Binnen weniger Wochen war sie dahin, die Zuversicht, dass die tragenden Teile des Systems wirklich belastbar waren. Auf die Solvenz der großen Marktteilnehmer mochte man schon gar nicht mehr setzen. Niemand wusste, wie hoch die Verluste waren. Diese Unsicherheit hat verheerende Destruktivkräfte entfesselt und fast alle Akteure paralyisiert. [...] Wie konnte es dazu kommen? Zu einem großen Teil beruht die Subprime-Krise darauf, dass scheinbar geschickte Finanzingenieure die geltenden Regeln, mit denen Risiken begrenzt werden sollten, aushebeln konnten und dies auch getan haben. Ohne

größere Anstrengungen übrigens. [...] Wenn Basel II, das neue Regelwerk, nur schon vor Jahren für alle Banken verbindlich gewesen wäre – und nicht erst seit Beginn 2008. Als die Risiken im vergangenen Jahr explodierten, stellte sich zu allem Übel auch noch heraus, dass die Banken nicht in der Lage waren, die Kunstprodukte, die sie geschaffen hatten, in Extremsituationen zu beherrschen. [...] Komplexe Auslandsrisiken zu evaluieren, fällt uns [der BaFin] genauso schwer wie denen, die sie eingehen. Unsere ausländischen Kollegen können uns dabei auch nicht weiterhelfen. Eine der ironischen Wendungen der Subprime-Krise liegt gerade darin, dass diese in einem Land produziert worden ist, von dem man glaubte, sein Finanzmarkt werde flächen-

deckend effektiv beaufsichtigt. [...] Ach hätten die Banker doch Latein gekonnt! Dann hätten sie gewusst, dass sie sich als ›Sponsor‹ in die Rolle eines ›Bürgen‹ begeben hatten, und der hatte schon im alten Rom nichts zu lachen. Das harte Los von Bürgen, wie es aus dem römischen Recht überkommen ist, hat der deutsche Volksmund in das Rechtssprichwort ›Bürgen soll man würgen‹ gekleidet. Genau das taten die Finanziere der Vehikel dann auch, als im vergangenen Sommer plötzlich Schluss mit lustig war. [...] Mit etwas Zynismus kann man die jüngere Geschichte des internationalen Finanzsystems als eine Folge von harten Lektionen beschreiben, die keine oder nur sehr unwillige Schüler gefunden haben, die manchmal auch noch an Gedächtnisschwund leiden. – Man könnte fast auf die Idee kommen, dass die Strafen für diejenigen, die ihr Unternehmen verwettet und dabei verloren haben, viel zu lasch sind. Die ›moral hazard-Fragestellung‹ ist nach wie vor sehr aktuell, und es zeichnet sich immer deutlicher die Frage ab, was man eigentlich als Banker anstellen muss, um nicht gerettet zu werden.»

### Die bequeme Halbwahrheit

Schlimm sind die Schauermärchen über die ›Subprime‹-Hypotheken als Beginn der Ursachenkette. Da wird mit anschaulichen Halbwahrheiten gearbeitet, weil man die wirkenden Ursachen nicht in den Blick bekommt und doch dringend eine Erklärung für das Desaster braucht. Die Geschichte des geplatzten Traums vom eigenen Heim des ›kleinen Gernegroß‹ rührt das Gemüt. Es wird der Eindruck vermittelt, schwache Schuldner, die sich ein eigenes Wohnhaus kaum leisten konnten, hätten das Kartenhaus zum Einsturz gebracht. Unbestreitbar gab es solche Fälle und Banken und auch kriminelle Kreditvermittler, die dabei gut verdienten. Das reichlich vorhandene Kapital suchte dringend neue Anlagemöglichkeiten, also neue Kundenkreise. Niedrige Zinsen erlauben auch bei kleinem Einkommen, große Kredite aufzunehmen; davon lebt jede Baukonjunktur.

Die schwachen Schuldner haben sicher auch in fast allen Fällen Risikoaufschläge auf ihre Zinsen zahlen müssen, nachdem man ihre Einkommenssituation geprüft hatte. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist mit Nachdruck festzustellen, dass die Beschäftigungslage der schwachen Schuldner sich noch nicht verschlechtert hatte, als die Krise ausbrach. Generell betrachtet, hatte sich ihre finanzielle Leistungsfähigkeit zum damaligen Zeitpunkt noch gar nicht verändert; die immer auftretenden Einzelfälle hätten die Risikozuschläge auffangen müssen, dazu sind sie da.

Das riesige Volumen von Kapital, auf das jetzt Abschreibungen in astronomischer Höhe gemacht werden müssen, übersteigt die Ausleihungen an schwache Schuldner bei weitem. Auch die revolving-Finanzierung erstklassiger langfristiger Hypotheken mit kurzfristigem Kapital ist zusammengebrochen, als sich die Lage der Zinsstrukturkurve vor aller Augen veränderte. Die bessere Gesellschaft war auch dabei! Das Geschäftsmodell, auf das sich alle eingelassen hatten, hielt der Hebelwirkung der Zinsveränderungen nicht stand.

### Die Kapitalvermehrung drückt die Zinsen

Auf den Kapitalmärkten hat sich seit Jahren eine Fehlentwicklung angebahnt, aber nicht in erster Linie wegen der von den Notenbanken vor vielen Jahren bereitgestellten Liquidität und seinerzeit extrem niedrigen Leitzinsen,<sup>1</sup> wie man allgemein schreibt, sondern wegen der global im Zuge guter Wirtschaftsentwicklung kräftig zunehmenden Kapitalfülle. Sie drückte auf die langfristigen Zinsen.<sup>3</sup> In diesem Sinne äußerte sich auch Alan Greenspan – US-amerikanischer Wirtschaftswissenschaftler, bis 2006 Vorsitzender der US-Notenbank Federal Reserve System – in einem Interview: «Der Anteil der Schwellenländer an der Weltwirtschaft ist deutlich gestiegen. Dort wird auch viel gespart. Der Effekt war ein weltweiter Druck auf die langfristigen Zinsen. Zinsen und Inflation in vielen Entwicklungs- und Schwellenländern sowie in den Industriestaaten befinden sich im einstelligen Bereich. Das hat es noch nie vorher gegeben.» (Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, vom 23. September 2007, Seite 38).

Das eigentlich langfristig verfügbare Kapital suchte bevorzugt im kurzfristigen Bereich Geldanlagen, weil es hoffte, bald wieder höhere Zinsen für langfristige Festlegungen zu bekommen. Diese Hoffnung erwies sich als Irrtum, aber viele Anleger gaben sie nicht auf und verharren in kurzfristigen Anlagen.

Das Volumen der von den Notenbanken Jahr für Jahr zusätzlich bereitgestellten Liquidität kommt an das Volumen des von den Sparern aus ihren laufenden Einkommen zusätzlich gesparten Kapitals bei weitem nicht heran. Die Kapitalfülle kann man den Notenbanken nicht vorwerfen; sie ist ein willkommenes Ergebnis erfolgreicher Wirtschaftspolitik und hoher Sparquoten in vielen Ländern der Welt. Die Notenbanken müssten aber dafür sorgen, dass die Anleger ihr Kapital, soweit es langfristig verfügbar ist, auch langfristig und nicht nur kurzfristig ausleihen. Das tun sie noch nicht.<sup>4</sup>

Die Notenbanken erleben jetzt, dass ihr Erfolg bei der Dämpfung der Inflationserwartungen die von ihnen unerwünschte Nebenwirkung niedriger langfristiger Zinsen hat und den Spielraum für Leitzinserhöhungen einengt. Nochmals Alan Greenspan: «Die Federal Reserve hat 2004 versucht, auf höhere langfristige Zinsen hinzuwirken, aber es ist uns nicht gelungen. Als wir die kurzfristigen Zinsen angehoben haben, sind die langfristigen Zinsen gefallen. Wir haben es 2005 noch einmal probiert und sind wieder gescheitert.»

Die flache oder gar inverse Zinsstrukturkurve ist eine sehr problematische Folge der Notenbankpolitik der letzten Jahre, die als Auslöser des Kollapses der Finanzinnovationen noch nicht allgemein erkannt ist.<sup>5</sup>

### Wie lange noch?

Das Krisenmanagement der Notenbanken war mutig und verdient Respekt. Die US-amerikanische Federal Reserve korrigiert sogar ihre Leitzinspolitik bereits energisch,<sup>1</sup> die Europäische Zentralbank weigert sich – wie lange noch? Die Märkte bleiben verunsichert, weil die eingetretenen Entwicklungen immer noch nicht zureichend verstanden werden und wir deshalb auf ein schlüssiges Konzept der künftigen Notenbankpolitik nur hoffen können.<sup>6</sup> ■

1 Von Mitte 2003 bis Mitte 2004 betrug der amerikanische Leitzins 1 Prozent; er wurde danach bis Mitte 2006 in kleinen Schritten auf 5,25 Prozent angehoben und seit dem 18. September 2007 in zum Teil überraschenden und großen Schritten bis zum 30. Januar 2008 auf 3 Prozent gesenkt; weitere Zinssenkungsschritte werden nicht ausgeschlossen.

2 Eckhard Behrens: *Wer zähmt den Hang zur Liquidität?* in: ›Fragen der Freiheit‹ Nr. 276/2007, S. 48–58.

3 Siehe: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2007: Das Schaubild 3 auf Seite 25 zeigt die Realzinsen seit 1982; sie schwanken seit 2002 um 2 Prozent ([www.sachverständigenrat-wirtschaft.de](http://www.sachverständigenrat-wirtschaft.de)). Zum Druck der Kapitalfülle auf den Realzins ›Frankfurter Allgemeine Zeitung‹ vom 7. Februar 2008, S. 23.

4 Anmerkung 2, Seiten 55ff.

5 Es ist auch ein weit verbreiteter Irrtum, den Notenbanken die Immobilienblase anzulasten, was mit dem mangelnden Verständnis der Bodenfrage erklärt werden kann, wovon ein weiterer Aufsatz handeln wird. Grundsätzliches dazu in der Tagung ›Wem gehört die Erde?‹ des Seminars für freiheitliche Ordnung e.V. am 15./16. März 2008 in D–73087 Bad Boll, Badstraße 35; Tagungsprogramm unter [www.sffo.de](http://www.sffo.de).

6 Siehe dazu meine geldpolitischen Aufsätze im ›Goetheanum‹ Nr. 38 und 41/2007.

**Eckhard Behrens**, Vorstandsmitglied im Seminar für freiheitliche Ordnung e.V., Bad Boll und in diesem Rahmen seit Studienzeiten auch mit volkswirtschaftlichen Themen befasst. Als Jurist 1967/68 beim Bundeskartellamt, 1968/71 beim Bund der Freien Waldorfschulen, danach in der Verwaltung der Universität Heidelberg, von 1973 bis zur Pensionierung als Dezernent für Studium und Lehre.