

Finanzmarktkrise 2008 / 2009 - die Gesamtanalyse

I Ausgangslage: Marktversagen, Staatsversagen, Wissenschaftsversagen.....	1
II Ökonomische Analyse: das Marktversagen.....	3
Zum Krisenverlauf.....	3
Ursachen der Krise	6
Das Krisenmanagement	8
Die ökonomischen Folgen	9
III Politische Analyse: das Staatsversagen	14
IV Unterbliebene Konsequenzen.....	16
Das Transparenzziel	16
Gegen Deflation: Anpassung des Geldvermögens und negative Renditen.....	18
Finanzwirtschaft und Neokratie	22
IV Ideologische Neubesinnung: mehr Staat, mehr Markt, mehr Wissenschaft.....	23

I Ausgangslage: Marktversagen, Staatsversagen, Wissenschaftsversagen

Keine politische Krise der jüngeren Zeit hat ausgereicht, den Bürgern für die Schwächen ihres Staates die Augen zu öffnen, und auch die jüngste Finanzmarktkrise vermochte dies bisher nicht. Dennoch sollte diese Krise zumindest sensibilisieren. Sie trifft nicht nur, wie es meistens bei Krisen der Fall ist, überschaubare Minderheiten, nicht nur Bürger fremder Staaten oder nur künftige Generationen. Eine solche Krise könnte Anlass sein, sich zumindest neuartige Fragen zu stellen.

Um diese Krise auch nur in Ansätzen zu verstehen, muss man allerdings einen Schleier ideologischer Rhetorik durchstoßen. Natürlich wurde erst einmal versucht, möglichst viel von alten Vorurteilen über Wirtschaft und Politik durch die Krise zu retten, beispielsweise, indem man einander alte Schlagwörter von Markt- und Staatsgläubigkeit um die Ohren schlug. Die Einen zeigten Genugtuung darüber, dass der Markt kläglich versagt habe, und sie ließen uralte Forderungen nach einer dominanten Rolle des Staates in der Wirtschaft aufleben. Andere warnten vor genau dieser ideologischen Wende. Wieder andere warnten, die Krise gefährde auch die Demokratie, und nichts sei wichtiger, als diese zu erhalten, wie sie ist. Manche behaupteten sogar, die Krise bestätige, was schon lange aus wissenschaftlichen Analysen hervorgehe.

All dies ist grundfalsch. Wer angesichts solcher Krise alte Thesen zu Markt- und Staatsversagen hervorkramt, irrt fundamental. Richtig ist nur, dass die Finanzmärkte versagt haben, und insofern haben natürlich jene Recht, die schon immer vor unkritischer Marktgläubigkeit gewarnt haben. Die Krise war aber zugleich ein Fall fundamentalen Staatsversagens. Sie hat deutlich gezeigt, wie wenig man Märkte sich selbst überlassen, aber ebenso deutlich, wie wenig man ihre Kontrolle dem Staat überlassen darf. Insofern ist die Krise auch Beweis dafür, wie wenig Erkenntnisfortschritt hierzu von alten ideologischen Lagern zu erwarten ist, dem Lager der Marktverächter ebenso wie dem der Staatsverächter.

Ein isoliertes Marktversagen gibt es nicht. Jedes reale Marktversagen ist ein Versagen des Staates in seiner Aufgabe als Regelsetzer. Der Markt versagt, wenn und weil der Staat ihn nicht hinreichend reguliert. Die Schuld für Marktversagen hat daher allein der Staat, der solchem Versagen nicht vorbeugt. Versagt also der Markt, sollte nicht ein anderer Versager, nämlich der Staat, hierfür in die Bresche springen dürfen. Der Markt sollte vielmehr in die Obhut eines wahrhaft kompetenten Regelsetzers gelegt werden. Ein solcher ist der bestehende Staat nicht.

Die Unfähigkeit der Staaten, Finanzmarktkrisen vorzubeugen, ist auch eine Unfähigkeit von Zentralbanken. Diese können sich zwar darauf berufen, dass sie für die Kontrolle des Finanzsektors nur begrenzt zuständig sind, aber auch sie haben zumindest insofern versagt, als sie nicht deutlich gewarnt, die Inkompetenz anderer Kontrollorgane nicht deutlich gerügt und damit den Fehlentwicklungen tatenlos zugesehen haben. Ein Grund hierfür ist, dass Zentralbanken trotz aller formalen politischen Unabhängigkeit doch Teil des Staates sind und daher eingebunden in dessen herrschende Willensbildung. Ihre Bereitschaft, sich dem politischen Zeitgeist zu widersetzen, ist begrenzt, auch wenn dieser von größter ökonomischer Unvernunft geprägt ist.

Die jüngste Krise hat die Inkompetenz von Staat und Politik aufs Neue offenbart, aber sie ist auch ein globales Fiasko der einschlägigen Wissenschaft. Auch wenn es vereinzelte Kassandrarufer im Vorfeld dieser Krise gegeben hat, auch aus der Wissenschaft, hat es doch an vorausschauenden wissenschaftlichen Erklärungen für eine solche Krise weltweit gefehlt. Dies lag sicher auch daran, dass die zuständige Wissenschaft so wenig unparteilich ist wie die meisten Zentralbanken, da sie ihrerseits vom Staat und teilweise sogar von Unternehmen der Finanzbranche alimentiert ist. Die Krise traf daher auch die Wissenschaft so unvorbereitet, wie es früher schon bei großen wirtschaftlichen Krisenereignissen der Fall gewesen war, beispielsweise der Krise nach dem Zusammenbruch der sozialistischen Staaten.

Eine fatale Folge hiervon ist, dass keine öffentlich wahrgenommene Institution an einer rückhaltlosen Aufklärung über diese Krise wirklich interessiert war. Politiker waren es nicht, Manager waren es nicht, Wissenschaftler waren es nicht, und die Medien hatten niemand anderen, an den sie sich halten konnten. Der Öffentlichkeit wurden besorgte Gesichter, eine Geraune über den Ernst der Lage, über die Notwendigkeit zur Vorsicht, über systemische Risiken, Berichte über Betroffenenenschicksale, Krisenprotokolle und Stück um Stück auch Kriseninterventionspläne präsentiert, aber wirklich Genaueres über Ursachen und längerfristige Folgen der Krise erfuhr man nicht. In Politik, Wirtschaft und Wissenschaft war man sich letztlich nur in der verspäteten Erkenntnis einig, dass am Ende allenfalls der Staat noch helfen könne.

Es wäre falsch, in diesem Umgang mit der Krise einen Betrug an der Öffentlichkeit zu sehen. Die Wahrheit ist schlimmer. Betrügen kann nur, wer es eigentlich besser weiß, aber vor dieser Krise wusste es niemand besser, keiner von denen zumindest, die sich öffentlich Gehör verschaffen konnten. Die Krise wurde zu einem Zeugnis der Inkompetenz im Umgang mit Finanzmärkten auf Seiten aller Beteiligten.

Inmitten dieser Krise gab es immerhin vereinzelte Kommentare, die gleichermaßen von Markt- und Staatsversagen sprachen, aber dies geschah nur um einer gewissen Ehrenrettung des Marktes willen. Es wurde sogar behauptet, dass gelegentliche große Wirtschaftskrisen der notwendige Preis für eine im Interesse des Wirtschaftswachstums gebotene Zurückhaltung des Staates seien, dass im Grunde die Krise also im Interesse des Gemeinwohls liege. Richtig daran war allein, dass nicht nur der Markt versagt hatte, sondern auch der Staat. Hieraus folgt aber nicht, dass dann doch eher dem versagenden Markt zu vertrauen wäre. Es bedürfte vielmehr eines Staates, der wirklich Vertrauen verdient.

II Ökonomische Analyse: das Marktversagen

Zum Krisenverlauf

Die Krise an den Finanzmärkten wurde vielfach als eine Vertrauenskrise bezeichnet. Dies ist natürlich eine Verharmlosung. Es erweckt den Anschein, als sei die Krise eher ein psychologisches Phänomen als ein ökonomisches. Dennoch schwindet in solcher Krise natürlich Vertrauen, und ohne Vertrauen gibt man kein Geld in fremde Hände.

Am Anfang dieser Krise stand nicht der Vertrauensverlust gegenüber den Banken, sondern der Vertrauensverlust der Banken untereinander. Die Banken schlossen von sich auf andere. Man wusste, welche Risiken in den eigenen Büchern verborgen waren, und man vermutete, dass es anderen Banken ähnlich ging. Man wollte, anders gesagt, anderen Banken kein Geld leihen, weil man sich selbst für wenig kreditwürdig hielt. Dies wurde auf den Finanzmärkten nicht offen ausgesprochen, aber offenkundig war es dennoch. In der Branche ahnte man zumindest, welche Risiken der Öffentlichkeit verborgen wurden, welche den Ratingagenturen gegenüber geschönt und welche gemeinsam mit Kontrolleuren unter den Teppich gekehrt worden waren. Entsprechend groß wurde das gegenseitige Misstrauen.

Eine Vertrauenskrise wiegt schwer, aber sie ist doch nicht mehr als ein Symptom. Die eigentliche Ursache der Krise waren reale Risiken. Banken und andere Finanzmarktakteure hatten Verluste zu tragen, für die keine finanzielle Vorsorge getroffen war. Die vor der Krise betriebene Risikoverschleierung hatte zu einer starken Überbewertung insbesondere von Bank-, aber auch aller anderen Aktien geführt, und als Erstes wurde diese Überbewertung im Bankensektor und danach in anderen Wirtschaftsbereichen korrigiert. Das Vermögen aller, die direkt oder indirekt in Aktien investiert hatten, erfuhr damit eine drastische Wertkorrektur. Schon dies hätte ausge-

reicht, um eine Konjunkturdelle auszulösen und auch den Arbeitsmarkt in Mitleidenschaft zu ziehen.

Es kam aber viel schlimmer. Den Banken schwand nicht nur überlebenswichtiges Eigenkapital, sondern manchen von ihnen drohte die Überschuldung. Zumindest drohte ihr Eigenkapital die diesbezüglichen gesetzlichen Mindestanforderungen zu unterschreiten, so dass sie nicht aus eigener Kraft überleben konnten und nur noch durch Fusion, Verstaatlichung oder staatliche Garantien zu retten waren.¹

Aber es traf natürlich nicht nur Banken, sondern es traf alle, denen Banken und andere Finanzmarktakteure scheinbar renditestarke und dennoch scheinbar risikolose Kapitalanlagen verkauft hatten. Dass es solche Anlagemöglichkeiten in Wahrheit nicht gibt, dass also hohe Renditen fast immer durch einen hohen Risikoaufschlag zustande kommen, war ahnungslosen Anlegern systematisch verschwiegen worden. Auf diese Weise wurden nicht nur die Banken selbst, nicht nur deren Eigentümer, sondern vor allem viele gutgläubige Anleger geschädigt. Noch weitere Kreise zog der Schaden dann natürlich in der Konjunktur- und Beschäftigungskrise, die einer Finanzmarktkrise unvermeidlich folgt.

Die Zeitabstände zwischen wirtschaftlichen Krisen sind lang. Sie sind so lang, dass sich in Zwischenkrisenzeiten ein öffentliches Bewusstsein herausbilden kann, das von der Gefahr künftiger Krisen nichts wissen will. Eben dies war auch in der jüngsten Krise geschehen. Die Öffentlichkeit genoss die frohe Botschaft, die positive Wirtschaftsentwicklung sei von Dauer, und auch die Verkünder dieser Botschaft schienen nicht vom geringsten Zweifel bewegt.

Charakteristisch für Vorkrisenzeiten war in jüngerer Zeit eine wundersame Vermehrung der Vermögenswerte. Immobilienpreise und/oder Aktienkurse stiegen rasch, und wer Kapitalanleger in andere Anlageformen, vornehmlich also in die Bildung von Geldvermögen, locken wollte, musste dementsprechend hohe Renditen versprechen. In solchen Zeiten scheint das Geldvermögen fast von allein zu wachsen. Anleger lassen sich nicht mit Renditen abspeisen, die ihnen bestenfalls Inflationsschutz verschaffen, und dies macht sie besonders empfänglich für neue, vermeintlich inno-

¹ Banken verfügen im Allgemeinen über ein Eigenkapital von ca. 2 bis maximal 10 Prozent der Ausleihungen. Banken werden daher schon dann zum Sanierungsfall, müssen also geschlossen oder rekapitalisiert werden, wenn in kurzer Zeit ein sehr geringer Prozentsatz der Ausleihungen abgeschrieben werden muss. Gleiches droht natürlich, wenn Banken einen hohen Teil ihrer Kundeneinlagen spekulativ angelegt haben und hierauf substantielle Wertberichtigungen notwendig werden.

vative Anlageformen, bei denen die Risiken sehr breit gestreut und die Renditen dennoch wunschgemäß hoch erscheinen.

Natürlich sind solche neuen Finanzprodukte keineswegs nur Teufelswerk. Sie wecken nicht nur leichtfertige Hoffnungen auf spekulative Gewinne, sondern sie dienen in erster Linie dazu, Risiken zu verteilen und damit berechnete wirtschaftliche Besorgnisse aufzufangen. Je höher die Risiken des Wirtschaftens, je größer also die Unsicherheit über Preis- und Wertentwicklungen, über Absatzchancen, über technische Risiken, über Kostenentwicklungen, über die Bonität von Schuldern und über den Verlauf von Wechselkursen, desto mehr solcher Sicherungsgeschäfte sind angebracht, und desto mehr Geld wird täglich auf den globalen Finanzmärkten bewegt. Prinzipiell sind dies ganz gewöhnliche Transaktionen. Normal ist es nur nicht, wenn solche Geschäfte für Zwecke getätigt werden, für die sie nicht gedacht waren. Eine Zweckentfremdung war es, dass neue Finanzprodukte nicht nur zur Risikoabsicherung, sondern nahezu weltweit auch zur Risikoverschleierung genutzt wurden.

Eine Vorkrisenzeit, in der sich Spekulationsblasen bilden, ist natürlich auch immer eine Zeit von Vermögensumverteilung. Vermögenswerte wachsen in solchen Zeiten zumeist schneller als Arbeitseinkommen. Gerade in der jüngsten Krise standen die Unternehmen unter Druck, hohe Kapitalrenditen zu erwirtschaften, und daraus resultierte auch ein Druck auf die Löhne. Dies ist das Szenario einer Umverteilung von unten nach oben. Wer Vermögen hat, wer insbesondere Geldvermögen clever anlegt und wer clever damit spekuliert, gewinnt viel, während die Entwicklung der Arbeitseinkommen zurückbleibt. Da aber die Besitzer größerer Vermögenswerte einen vergleichsweise geringen Teil ihrer Einkommen konsumieren, wächst in solchen Phasen die Konsumnachfrage nur schwach. Umso rascher wächst die Nachfrage nach attraktiven Geldanlagen.

Diese Umverteilung ist größtenteils ein konjunkturelles Phänomen, und im Konjunkturaufschwung wird sie durch andere Ursachen noch verstärkt. Im Aufschwung erwirtschaften die Unternehmen auch deswegen überdurchschnittliche Gewinne, weil sie mit durchschnittlichen Risikoprämien kalkulieren, eine Zeitlang aber unterdurchschnittlich von Risikoereignissen betroffen sind. Überdurchschnittlich hoch sind Gewinne in diesen Phasen auch, weil hoch spezialisierte Anbieter zeitweilig stark erhöhte Monopolgewinne realisieren können.

All dies geschah in der jüngsten Vorkrisenzeit ausgeprägter denn je, und doch wurde es nicht als vorübergehendes Zyklusphänomen erkannt. Statt dessen wurden die überdurchschnittlichen Gewinne unkritisch in die Zukunft fortgeschrieben und damit

auch das überproportionale Wachstum des Geldvermögens und auch dessen positive Renditen. Schon bei oberflächlicher gesamtwirtschaftlicher Betrachtung aber hätte erkannt werden können, dass ein solcher Verlauf in extreme wirtschaftliche Ungleichgewichte münden würde.

Ursachen der Krise

Die Nachfrage nach sicheren Geldanlagen wächst zyklisch, aber sie wächst auch aus ganz anderen, längerfristigen Gründen. Einer der Gründe ist die Veränderung der Altersstruktur. Immer mehr Menschen rechnen in ihrem Erwerbsleben mit einer immer längeren Zeit des späteren Ruhestands, und sie wollen im Ruhestand auf immer mehr private Ersparnisse zurückgreifen können. Schon manche Dreißigjährige beispielsweise möchten private Ersparnisse bilden, die ihnen möglichst noch als Neunzigjährigen finanzielle Sicherheit bieten. Mit solchen Ersparnissen will man nicht riskant spekulieren. Umso anfälliger aber wird man für Versprechungen, die eine langfristig hohe Kapitalrendite bei faktischer Risikofreiheit suggerieren. Umso stärker wird auf der anderen Seite aber auch die Versuchung, Finanzprodukte zu entwickeln, die eben dies zu leisten scheinen, und damit reale Risiken zu verschleiern. In der jüngsten Krise trafen solche längerfristigen Trends mit der konjunkturellen Übersteigerung wirtschaftlichen Optimismus zusammen.

Natürlich können Geldanleger wirtschaftliche Risiken durch verbesserte Methoden der Risikostreuung verringern. Risikostreuung aber ist schon deswegen immer mit einer Ertragsminderung verbunden, weil sie nicht ohne zusätzlichen Zeit-, Beratungs- und sonstigen Aufwand zu haben ist. Sie hat ihre Grenzen aber auch darin, dass die reale Risikobelastung des Wirtschaftens ständig gewachsen ist und weiter wächst. Risiken lassen sich zwar streuen, aber sie lassen sich nicht aus der Welt schaffen. Wer Geld wirklich risikofrei anlegen will, muss sich daher letztlich doch mit niedrigen, eventuell sogar negativen Renditen zufrieden geben. Eben dies wurde in der jüngsten Krise kollektiv ignoriert.

Dennoch wäre eine solche Krise nicht etwa schon dadurch bereinigt, dass sich ein zeitgemäßeres Risikobewusstsein und damit bescheidenere Renditeansprüche entwickelten. Sie ist ebenso wenig nur eine Bewusstseins- wie eine reine Vertrauenskrise. In der Krisenbewältigung geht es um weit mehr. In der Vorkrisenzeit nämlich waren nicht nur Immobilien und Aktien bedenkenlos zu überhöhten Preisen gekauft worden, und es war nicht nur auf Nebenschauplätzen wie einem heißlaufenden Kunstmarkt zu maßlosen Übertreibungen gekommen. Unverhältnismäßig gestiegen war auch das Volumen des Geldvermögens.

Geldvermögen birgt ein größeres Problempotential als jede andere Vermögensart. Geldvermögen nämlich schwindet, anders als beispielweise der Wert von Sachvermögen, von Immobilien, von Aktien oder von Devisenbeständen, nicht durch Marktkorrekturen allein. Eine Gefahr für die Wirtschaft ist dies deswegen, weil Geldvermögen nichts anderes ist als Forderungen gegenüber Schuldern. Je mehr Geldvermögen in der Welt ist, desto mehr Schulden gibt es. Dies gilt ganz unabhängig von dessen Erscheinungsform. Die Kehrseite von Geldvermögen sind Schulden, auch wenn die so genannten modernen Finanzprodukte größtenteils unkenntlich machen, wer letztlich der Schuldner ist. Diese schlichte Wahrheit ist es, die in der Vorkrisenzeit fast kollektiv verdrängt wurde. Niemand stellte sich die Frage, wie viel Schulden in der Welt waren und wie rasch sie gewachsen waren. Vor allem aber blieb die Frage ungestellt, wie viel Schulden eine Wirtschaft auf Dauer verkraftet, ohne dass die wirtschaftliche Entwicklung daran Schaden nimmt. Hierbei gibt es natürlich Grenzen, und im Nachhinein weiß man, dass diese in der Vorkrisenzeit weit überschritten wurden. Das Geldvermögen war unverhältnismäßig gewachsen, und mit ihm dessen Kehrseite, die Schulden von Unternehmen, Privatpersonen, Banken und auch von Staaten.

Der Wert des Geldvermögens hängt davon ab, inwieweit die Schulden bedient werden können. Die Krise kommt, wenn unerwartet viele Schuldner die übernommene oder ihnen aufgebürdete Schuldenlast nicht mehr tragen können. Dann zeigt sich, dass nicht nur zu viele Geldvermögensbesitzer beim Bemühen um Vermögensmehrung, sondern auch zu viele Schuldner bei der Mehrung von Schulden viel zu naiv gewesen waren.

Dass Geldvermögen nicht grenzenlos vermehrt werden kann, ist natürlich eine Binsenweisheit. Je mehr Geldvermögen gebildet wird, desto schwieriger wird es, in gleichem Umfang rentable und halbwegs sichere Schuldverhältnisse zu begründen. Die Schuldner nämlich investieren das ihnen geliehene Geld größtenteils in Sachanlagen, um damit den Schuldendienst erwirtschaften zu können. Je mehr Geldvermögen es aber gibt, desto geringer ist der Ertrag jeder zusätzlichen Sachanlage und desto geringer müsste daher auch die durchschnittliche Rendite sein. Desto höher sind zugleich die Risiken für Schuldner und damit für die Geldvermögensbesitzer.

Diese einfache Wahrheit lässt sich eine Zeitlang verschleiern, und eben dies ist in der jüngsten Vorkrisenzeit geschehen. Das Geldvermögen ist überproportional gewachsen, aber über Risiken und die Nachhaltigkeit von Renditen fiel ein Schleier des Nichtwissens. Eine besonders schmerzliche Wahrheit vor allem wurde Vermögens-

besitzern vorenthalten, die Tatsache nämlich, dass bei hohem Geldvermögensbestand die reale Rendite sicherer Geldanlagen niedriger sein kann als null; dass es also marktgerecht sein kann, wenn Geldvermögen von allein dahinschmilzt.² Eine solche schlichte Einsicht lässt sich nur verdrängen, solange die Wirtschaft einen Überschuss an Erwartungen seitens der Geldvermögensbesitzer erträgt. Vor solchen falschen Erwartungen wiederum könnte nur ein hoch transparentes, für alle Akteure verständliches Finanzmarktgeschehen bewahren. Dass dieses aber bisher nicht existiert, hat die jüngste Krise überdeutlich gezeigt. Unter solchen Umständen wird auch künftig der Geldvermögensbestand und werden dessen Renditen nicht zu einem dauerhaften Gleichgewicht finden. Hierzu bedürfte es politischer Lösungen, die offenbar alles andere als selbstverständlich sind.

Das Krisenmanagement

Die jüngste Finanzmarktkrise war, so schien es, die Stunde der Politik, aber auch dies war eine Illusion. Richtig hieran ist, dass die Finanzmärkte nicht von selbst die Mechanismen zur Krisenbewältigung hervorbringen. Die Politik war gefordert, um den Zahlungsverkehr nicht kurzfristig kollabieren zu lassen, und zumindest dies haben die politischen Interventionen sicherstellen können. Eine gründliche Analyse der eigentlichen Krisenursachen aber lag keiner der politischen Interventionen zugrunde.

Die Interventionen hätten von Anfang an auf die Schaffung von Marktverhältnissen ausgerichtet sein sollen, bei denen der Bestand an Geldvermögen und dessen Renditen sich möglichst gleichgewichtig, d.h. ohne Krisenpotential entwickeln. Das politische Krisenmanagement jedoch verfolgte ein ganz anderes Ziel. Fast alle staatlichen Interventionen waren darauf ausgerichtet, das bestehende Geldvermögen zu bewahren. Der Wert von Aktien, Immobilien und anderen Anlagegütern blieb den Schwankungen des Marktes überlassen, aber die Geldvermögensbesitzer sollten geschont werden.

Da der Wert des Geldvermögens von der Zahlungsfähigkeit der Schuldner abhängt, wurden auch diese großenteils vom Staat gestützt. Banken vor allem, aber auch Versicherungen, sonstige Unternehmen und in den USA sogar private Schuldner erhielten staatliche Hilfe, um Forderungen der Geldvermögensbesitzer nicht notleidend werden zu lassen. Forderungen an nichtstaatliche Schuldner wandelten sich

² Bleibt die Rendite zu hoch, dann führt dies u.a. zu einem Rückgang der Beschäftigung. Zum diesem Zusammenhang s. auch B. Wehner, *Der Arbeitsmarkt im Sozialstaat*, Hamburg 2001, S. 230ff.

dadurch in Forderungen an den Staat, oder sie wurden durch staatliche Garantien gesichert. Die damit verbundene Erhöhung seiner Schulden und seiner finanziellen Risiken nahm der Staat bewusst in Kauf.

Natürlich war dies aus mehreren Gründen naheliegend. Es vermied, dass Menschen durch Geldvermögensverluste in akute Not gerieten, und es entsprach den Erwartungen der Wähler. Es diente auch der Entschärfung der konjunkturellen Problemlage. Verluste vor allem von Unternehmen der Finanzbranche wurden umgewandelt in Verluste des Staates, und die meisten Staaten waren hierfür finanziell genügend belastbar. Die Schonung der Geldvermögensbesitzer wurde also erreicht durch eine Umlagefinanzierung zulasten des Staatshaushalts, mithin zulasten aller Bürger. Allen Bürgern wurde eine vergleichsweise kleine, aber lang andauernde Last aufgebürdet, um einen kurzfristigen Crash der Wirtschaft zu vermeiden.

Solchen Interventionen mangelt es auch deswegen an Weitsicht, weil sie die fatale Illusion nähren, Sicherheit des Vermögens werde auch in Zukunft leicht zu haben sein, notfalls nämlich durch staatliche Hilfe. Dies macht die Finanzmarktakteure nicht sensibler für die Risikobelastung der Wirtschaft, sondern es verfestigt im Gegenteil die herrschende Intransparenz.

Dass bestehende Staaten ihre Bürger lieber in falscher Gewissheit wiegen, statt in Risikofragen die größtmögliche Transparenz zu schaffen, zeigte sich in der Krise in vielen weiteren Details. Ein Beispiel hierfür war der politische Umgang mit Bilanzierungsregeln. Banken und anderen Unternehmen wurde in der Krise ein erweiterter Spielraum bei der Bewertung von Wertpapieren zugestanden, aber damit wurde auch eine erhöhte Willkür in der Bilanzgestaltung geschaffen. Auch dies half, das Ausmaß der Krise zu verschleiern.

Die ökonomischen Folgen

Die Krise tilgt Illusionen von Aktionären, Immobilienbesitzern und Besitzern sonstigen Sacheigentums, und die damit verbundene neue Wertfindung ist ein wichtiger Teil der Krisenbewältigung. Der Bestand an Geldvermögen dagegen bleibt, und für dieses Geldvermögen sind von den Schuldnern weiterhin Zinsen zu zahlen. In und auch nach der Krise aber erweist sich, dass es für diesen hohen Geldvermögensbestand an hinreichend rentierlichen Verwendungsmöglichkeiten mangelt. Um den Geldvermögensbestand zu erhalten, bedürfte es daher einer erheblichen Minderung der Renditen und damit einer erheblichen Entlastung der Schuldner. Nur unter dieser Voraussetzung könnte die Beschäftigung sich auf ähnlich hohem Niveau wie in der

Vorkrisenzeit halten. Kommt es hierzu nicht, werden also die Renditen nicht deutlich vermindert, dann geht schließlich doch ein erheblicher Teil des Geldvermögens unter. Dann aber operiert die Wirtschaft mit weniger Kapital, und dann gibt es dementsprechend weniger Produktion, weniger Investition und weniger Beschäftigung.

Es hilft dem Verständnis dieser Zusammenhänge - und damit der Folgen staatlicher Interventionen -, wenn man sich das Szenario eines Crash der Finanzmärkte vor Augen führt. Niemand wagt in der Krise natürlich, einem solchen Crash das Wort zu reden, aber er ist dennoch ein nützliches Denkeperiment. Nützlich ist dies zumindest dann, wenn man sich den Crash nicht als ein gänzlich chaotisches, sondern als durchschaubares, durch staatliche Regelung halbwegs geordnetes Geschehen vorstellt.

Bei solchem Crash würden die anstehenden Wertkorrekturen von Geldvermögen zumindest überschlägig rasch offenbar. Banken und bankähnliche Unternehmen müssten hohe Wertberichtigungen vornehmen, und in der Folge würden zahllose Geldvermögensbesitzer von Wertverlust betroffen, viele so genannte institutionelle Anleger, Fonds und Versicherungen, Unternehmen, die überschüssige Liquidität angelegt hatten, und schließlich eine Unzahl von Privatpersonen, hoch vermögende ebenso wie Kleinanleger. Im Crash würde mit der Wertkorrektur des Geldvermögens, der damit verbundenen Forderungen also, auch ein großes Schuldenvolumen untergehen.

So bedrohlich ein solches Crash-Szenario auf den ersten Blick erscheinen mag, so befreiend könnte es doch in der Wirkung sein. Nach einer gründlichen Schuldenvernichtung könnte die Wirtschaft zügig zu einer neuen Normalität und damit zu ihrer eigentlichen Leistungsfähigkeit zurückfinden. Zudem würde ein solcher Crash diejenigen Marktakteure besonders hart treffen, denen die offensichtlichsten Fehler unterlaufen waren. Verlierer eines solchen Crash wären in erster Linie Hasardeure, die auf raschen unverdienten Gewinn gehofft hatten, und in zweiter Linie Akteure, die es an der gebotenen Vorsicht in ihren Vermögensdispositionen hatten fehlen lassen. Dies vor allem sind die Personenkreise, die aus eigenen Fehlern einprägsame Lehren ziehen müssten, um die nächste Krise in größtmögliche Ferne rücken zu lassen. Das Crash-Szenario wäre insofern dasjenige eines zwar heftigen, aber auch das Risikobewusstsein schärfenden Gewitters. Auf lange Sicht hätten daher die meisten am Wirtschaftsgeschehen Beteiligten unter einem geregelten und durchschaubaren Crash weniger zu leiden als unter einer lange verschleppten Krise.

Ein Crash birgt aber die Gefahr weiterer Nebenwirkungen. Eine zu Recht gefürchtete Nebenwirkung ist der vorübergehende Kollaps des Geldverkehrs. Da Banken im Verhältnis zu ihren Ausleihungen über geringes Eigenkapital verfügen, würden viele von ihnen bei einem Crash zusammenbrechen. Dass Kredite abgeschrieben werden, ist im Bankgeschäft ein alltäglicher Vorgang, aber wenn zu viele Banken zu viele Kredite zur gleichen Zeit abschreiben müssen, dann müssen zu viele Banken in zu kurzer Zeit geschlossen oder fusioniert oder in Notoperationen rekapitalisiert werden. Dies ließe zumindest kurzzeitig den Zahlungsverkehr, die Fortführung von Krediten, die Ausstellung von Bürgschaften, von Akkreditiven und sonstige für ein reibungsloses Funktionieren der Wirtschaft unerlässliche Bankgeschäfte teilweise zum Erliegen kommen. Erhebliche Produktionseinschränkungen und zahllose Konkurs- und Vergleichsverfahren von Unternehmen und Privatpersonen würden sich anschließen.

Auf ein solches geballtes Katastrophengeschehen aber wären weder der Staat noch die Wirtschaft vorbereitet. Der bestehende Staat betreibt Vorsorge für vielerlei Katastrophen, aber nicht für einen Zusammenbruch des Finanzwesens. Für so viele Sanierungen, Fusionen, Insolvenzverfahren und Rekapitalisierungen, wie sie in einem solchen Fall kurzfristig anstünden, würden schlicht die notwendigen fachlichen Kapazitäten und Organisationsstrukturen fehlen. Aus dem gleichen Grund ließe sich die Intransparenz der Risiken, die zur Krise geführt hat, nicht mit der notwendigen Schnelligkeit beheben. Auch hierfür würde es an der fachlichen Kapazität fehlen, darüber hinaus aber auch an der notwendigen Bereitschaft, wirtschaftliche und politische Fehler einzugestehen. In der Praxis würde ein Crash daher nicht rasch genug das erforderliche Maß an Gewissheit schaffen, welches Geldvermögen noch in welcher Höhe werthaltig ist. Daher könnte u.a. Gläubigern in Insolvenzverfahren kein Vergleichsangebot unterbreitet werden, das sich schon nach kurzer Prüfung als fair und fundiert erwiese. Ein kurzer und befreiender Crash bleibt daher letztlich doch eher ein theoretisches Szenario. Daher wundert es nicht, wenn gerade Politiker es in solcher Situation lieber auf eine längere Krisendauer ankommen lassen.

Dass in diesem Fall der Staat zusätzliche Schulden macht, um Forderungen an nicht-staatliche Schuldner zu übernehmen, kann vorübergehend durchaus ein wirtschaftlich nützlicher Rollentausch sein. Wenn der Staat beispielsweise Wertpapiere oder sonstige Forderungen aufkauft und die Verkäufer den Erlös in Staatsanleihen investieren, dann konkurriert zumindest vorübergehend weniger Geldvermögen um rentable private Verwendung. Dann wird es daher für private Schuldner leichter, die von

Geldvermögensbesitzern erwarteten und vom Markt geforderten Renditen zu erwirtschaften.

Die in der Krise angehäuften Schulden wird der Staat aber früher oder später abbauen, also an Geldvermögensbesitzer zurückzahlen wollen, was dazu führt, dass die Forderungen an den Staat großenteils in Forderungen an nichtstaatliche Schuldner zurückverwandelt werden. Damit aber wird letztlich ein ähnlicher Zustand wiederhergestellt, wie er vor der Krise geherrscht hat, ein Zustand nämlich, in dem der Bestand an Geldvermögen oder aber dessen Renditen zu hoch sind. An der Krisenanfälligkeit des Finanzsystem würde sich daher zumindest langfristig wenig ändern. Zu einer nachhaltigen Verringerung des Geldvermögensüberschusses käme es allenfalls dann, wenn Vermögensbesitzer ihr Vermögen verkonsumierten oder wenn sie es in risikoreichere Vermögensarten umschichteten, in Immobilien und Aktien beispielsweise, und wenn deren Marktwert danach deutlich fiel. Mit solcher gesteigerter Konsum- oder Risikoneigung von Geldvermögensbesitzern ist aber gerade in Nachkrisenzeiten nicht zu rechnen. Langfristig steht dem auch der wachsende Bedarf an sicherem Geldvermögen entgegen, der sich aus dem allmählichen Wandel der Altersstruktur der Bevölkerung ergibt.

Eine andere Hoffnung auf Krisenbewältigung ruhte in der Vergangenheit darauf, dass überschüssiges Geldvermögen sich global verteilen und dadurch letztlich doch immer wieder Renditen erwirtschaften kann, die mehr sind als Risikoprämien. Diese Form von Globalisierung half in der Vergangenheit tatsächlich, nationalen Finanzmarktkrisen vorzubeugen. Sobald aber Krisen selbst global geworden sind, hilft auch keine Globalisierung der Geldvermögensanlage mehr. Dann sind zur Krisenbewältigung globale Korrekturen auf den Kapitalmärkten unausweichlich, Korrekturen des Geldvermögensbestandes wie auch seiner Renditen.

Wenn eine Finanzmarktkrise die Realwirtschaft erfasst hat, dann schrumpfen Einkommen, Gewinne brechen ein, und dann steigt zumindest kurzfristig der Kreditbedarf. Dann sehen Zentralbanken sich genötigt, Geschäftsbanken großzügig Kredite anzubieten, damit diese ihrerseits den Wirtschaftsabschwung nicht durch eine Kreditklemme verschärfen. Viele Ökonomen sahen in solchem Zentralbankverhalten den Keim einer beschleunigten Inflationierung der Verbraucherpreise. Solche Befürchtungen sind in einer Krise der jüngsten Art aber schon deswegen übertrieben, weil bei der herrschenden Einkommens- und Vermögensverteilung die Geldpolitik der Zentralbank weniger Einfluss auf die Verbraucherpreise hat, als dies in früheren Zeiten der Fall war. In konjunkturellen Aufschwungphasen wird weniger Einkom-

men für preistreibenden Konsum verwendet, ein wachsender Teil dagegen für die Bildung von Vermögen. Wenn eine Zentralbank die Geldschleusen mit den herkömmlichen Instrumenten öffnet, ist die wahrscheinliche Folge daher mehr denn je eine künftige Inflationierung von Vermögenswerten als eine Inflationierung der Verbraucherpreise. Auch Zentralbanken schaffen daher, wenn sie auf Finanzmarktkrisen mit einer Lockerung der Geld- und Kreditversorgung reagieren, eher die Voraussetzungen für spätere ähnliche geartete Krisen als Inflationsgefahren für die Verbraucherpreise.

In einer Krise der jüngsten Art droht viel mehr die gegenteilige, viel schlimmere Art von Krise, nämlich eine Deflation. Hierzu kommt es, wenn Zentralbanken sich in der Krise einer Lockerung der Geldpolitik verweigern, aber hierzu kann es auch kommen, wenn sie sich auf ihr herkömmliches geldpolitisches Instrumentarium beschränken. Wenn eine Zentralbank nicht frühzeitig mit geeigneten Mitteln vorbeugt, dann kann infolge der Krise der Geldwert steigen, das Preisniveau also fallen, und damit steigt auch der Wert allen Geldvermögens, und dementsprechend steigt die Last der Schulden. Das Beispiel Japan hat seit Ende der achtziger Jahre gezeigt, dass solche deflationären Tendenzen die Wirtschaft eines Landes weit mehr als ein Jahrzehnt lang um ihre Wachstumsdynamik bringen kann.

Das Fazit hieraus ist, dass die Art von Krisenbewältigung, für die die Politik sich in der gegenwärtigen Krise weltweit entschieden hat, die schlimmsten Krisenursachen unangetastet lässt. Der Bestand an Geldvermögen bleibt hoch, und weil auch das Niveau der realen Renditen vergleichsweise hoch bleibt, ist mit einer langen Krisendauer und auch mit nachfolgenden Krisen zu rechnen. Gerade jenes Krisenmanagement also, das den kurzfristigen Crash verhindern hilft, vereitelt somit eine langfristige Krisenprävention. Dies sollte Anlass dazu sein, dass Staaten sich im Umgang mit überschüssigem Geldvermögen auch grundlegend neuen Lösungsansätzen, wie sie im Folgenden skizziert werden, nicht verweigern.

Natürlich gibt es in jeder Krise viele Verlierer und wenige Gewinner. Gewinner ist, wer die kollektive Leichtgläubigkeit der Vorkrisenzeit genutzt hat, um die eigenen Taschen zu füllen. Gewinner sind auch die Geldvermögensbesitzer, deren Rückzahlungs- und Renditeforderungen durch Staatsgarantien gesichert wurden, obwohl der Markt mit der Krise ein anderes Signal geben wollte. Verlierer sind dagegen die Beschäftigten, deren Arbeitsplätze bedroht oder vernichtet sind, und Verlierer sind auch die Steuerzahler und Leistungsempfänger der Staaten, die für die Krisenintervention aufkommen. All dies mag in der akuten Krise alternativlos erscheinen, aber

es ist ebensowenig moralisch plausibel, wie es bei einer radikal anderen Politik unvermeidlich wäre.

Gewinner und Verlierer sind auch international sehr unterschiedlich verteilt. Gewinner sind insbesondere Staat und Bürger der USA, die von der Krise weit stärker betroffen wären, wenn ihre in der Vorkrisenzeit aufgehäuften Schuldenlast nicht weltweit verteilt worden wäre. Am glimpflichsten werden die Bürger jener Staaten davonkommen, die in der Vorkrisenzeit am wenigsten für übersteigerten wirtschaftlichen Optimismus anfällig waren. Dies trifft auch auf Deutschland zu, das noch immer mit den wirtschaftlichen Spätfolgen der Wiedervereinigung und deren Auswirkungen auf die wirtschaftliche Stimmungslage belastet ist. In Deutschland wird die Wirtschaft daher schneller als in anderen Ländern, schneller als in den USA allemal und schneller als in Ländern wie Großbritannien und Spanien, auf den langfristigen Entwicklungspfad der Vorkrisenzeit zurückfinden.

III Politische Analyse: das Staatsversagen

Es ist schlimm, wenn der Staat sich auf die Selbstheilungskräfte des Marktes verlässt, und noch schlimmer ist es, wenn die Wirtschaft einem inkompetenten Staat ausgeliefert ist. In der jüngsten Krise kam beides zusammen. Sie war Beweis für die Krisenanfälligkeit des Marktes, aber eben auch dafür, dass kein Verlass auf die Fähigkeit und den Willen des Staates ist, dies vorausschauend zu korrigieren.

In der Vorkrisenzeit war unter Regierungen vorherrschende Meinung gewesen, dass der Staat nicht viel Besseres tun könne, als den Signalen der Märkte zu vertrauen und sich mit marktregulierenden Maßnahmen zurückzuhalten. Krisen auf Märkten könne es geben, so dachte man, aber das beste Mittel der Krisenbewältigung seien die Marktmechanismen selbst. Das Spiegelbild hierzu war die Überzeugung unter Marktakteuren, dass sie eines regulierenden Staates nicht oder fast nicht bedurften und dass dieser sich dementsprechend passiv zu verhalten habe. So wurden vom Staat nicht die nervösen Aktivitäten der Märkte hinterfragt, von den Marktakteuren nicht die Passivität des Staates. Beides aber waren schwerwiegende Fehler.

Die Vorkrisenzeit war im jüngsten Fall Kriegszeit. Staaten sind auch in Friedenszeiten schwach, aber sie sind es in Kriegszeiten ganz besonders. Die hohen Kosten des Irak-Krieges, insgesamt mehrere Billionen Dollar, schafften bei Politikern und ihren Helfern – nicht nur in den USA – die Versuchung, die Kriegslasten zu vertuschen.

Der Krieg war auf vielerlei Vertuschungen gegründet, aber die Vertuschung wirtschaftlicher Realitäten war eine der tückischsten.

In Zeiten außerordentlicher finanzieller Belastungen haben Staaten natürlich immer ein besonderes Interesse daran, ihre finanzielle Belastbarkeit schönzufärben. Konjunkturelle Abschwünge und Stabilisierungsphasen sind unwillkommen, konjunkturelle Hochs umso willkommener, und dementsprechend werden diese in solchen Zeiten vom Staat nach Kräften gefördert und verlängert. Um den Irak-Krieg möglichst mühelos finanzierbar erscheinen zu lassen, musste vor allem der amerikanische Staat so tun, als dauere das Konjunkturhoch ohne sein Zutun an. In Wahrheit aber wurde die Konjunktur mit verdeckter Staatshilfe massiv gestützt. Dazu gehörte es, die Finanzmärkte mit ihren Exzessen gewähren zu lassen, und dazu gehörte auch, Widerspruch als unpatriotische Gesinnung und unzeitgemäße Ideologie zu diskreditieren.

Schlimmer noch aber war, dass auch die amerikanische Notenbank sich von dieser Stimmung einnehmen ließ. Sie traute sich nicht, die Konjunktur frühzeitig durch geldpolitische Maßnahmen zu dämpfen, um einer Krise zeitig zuvorzukommen. Sie ließ den Staat mit seiner unsoliden Finanzpolitik gewähren, und sie nahm es ebenso untätig hin, dass das Geldvermögen unverhältnismäßig aufgebläht wurde. Auch sie fügte sich damit dem politischen Zeitgeist.

Die Notenbanken waren sicher nicht unmittelbar schuld an den weltweiten Exzessen der Risikoverschleierung, die der Krise vorangingen, und sie konnten diese Exzesse auch mit ihrem verfügbaren stabilitätspolitischen Instrumentarium nicht unterbinden. Sie hätten diese Exzesse aber durchschauen und sie hätten die Öffentlichkeit hierauf aufmerksam machen können. Sie hätten damit der kollektiven Renditeillusion, der kollektiven Verwechslung also von realen Renditen und Risikoprämien, begegnen können, um ein Vordringen der Wirtschaft in allzu risikobelastete Bereiche zu unterbinden. Sie hätten auch eine restriktivere Geldpolitik betreiben, insbesondere höhere Leitzinsen festsetzen können, um zumindest den konjunkturellen Auswirkungen der Finanzmarktexzesse entgegenzuwirken.

Solches wirtschaftspolitische Versagen des Staates und vieler Zentralbanken ist kein Fall, der sich mit dem Wandel des Zeitgeistes von selbst erledigen würde. Die Zeitgeistabhängigkeit von Staat und Zentralbank lindert das Problem nicht, sondern sie ist selbst das Problem. Staaten, die nach langfristiger wirtschafts- und finanzpolitischer Vernunft handeln, und erst recht natürlich Zentralbanken, die langfristige konjunkturelle Stabilität zu gewährleisten hätten, müssten über den politischen Zeit-

geist so weit wie irgend möglich erhaben sein. Sie müssten einer langfristig vorausschauenden, Konjunkturzyklen weit übergreifenden Vernunft gehorchen, und sie dürften diese nicht untergraben lassen von politischen Begehrlichkeiten, von Kriegsereignissen, von vermeintlichen patriotischen Pflichten oder vermeintlichen politischen Rücksichtnahmen.

Die Finanzierungsnöte der USA im Irak-Krieg waren ein Mitauslöser der Krise, aber sie waren bei Weitem nicht die einzige und nicht einmal die Hauptursache. Zur Krise wäre es auch ohne den Irak-Krieg gekommen, auch wenn Krisenzeitpunkt, Krisenausmaß und Krisenmerkmale nicht die gleichen gewesen wären. Eine tiefere Krisenursache ist, dass Staaten in ihrer bestehenden Form weder über die notwendige fachliche Kompetenz verfügen, um einer solchen Krise marktregulierend vorzubeugen, noch den zweifelsfreien Willen hierzu haben. Insofern war diese Krise auch und vor allem ein Lehrstück dafür, dass der Staat in seiner herkömmlichen Form mit den Unvollkommenheiten der Märkte überfordert ist.

Staaten spielten sich in dieser Krise als Retter in der Not auf, aber es ist eine Not, an der sie selbst schuld sind. Staaten in ihrer bestehenden Form sind keine selbsttätig lernenden und daher auch keine weit vorausschauenden Systeme. Sie lernen zwar aus Fehlern, aber diese Lernerfolge sind zu gering, sie geschehen zu langsam, und sie sind zudem oft schon vergessen, wenn die nächste Krise naht. Die Folge hiervon ist, dass Regierungen künftigen Krisen in ähnlicher Weise hinterherlaufen werden wie der gegenwärtigen.

Um kompetente Krisenprävention betreiben zu können, müsste der Staat ein hoch innovatives lernendes System mit langem Gedächtnis sein. Er müsste dafür gerüstet sein, dass Krisenursachen auch und gerade in der Wirtschaft mutieren wie Krankheitserreger und dass Krisenstrategien diesen Mutationen nicht nur auf den Fersen sein müssten, sondern sie bestmöglich zu antizipieren hätten. Beim Staat in seiner bestehenden Form, bei Politikern zumal, die vorwiegend in Zeiträumen von Legislaturperioden denken, sind Probleme solcher Art denkbar schlecht aufgehoben.

IV Unterbliebene Konsequenzen

Das Transparenzziel

Den großen Crash durch Staatsinterventionen zu vermeiden war prinzipiell richtig. Das eindeutig kleinere Übel wäre dies aber nur gewesen, wenn vorurteilslose, also radikale Maßnahmen zur langfristigen Krisenvorbeugung gefolgt wären. Genau

hieran aber fehlt es. Notwendig gewesen wäre, die Verantwortlichkeit für die Offenlegung von Risiken auf ganz neuartige Weise zu regeln. Notwendig gewesen wäre auch ein sofortiges konsequentes Verbot von Finanzmarktprodukten, die Verkäufer oder Käufer überfordern. Gerade die so genannten innovativen Finanzmarktprodukte versprechen kurzfristigen Vorteil bei schweren langfristigen Nebenwirkungen, die anfänglich systematisch unterschätzt werden. Solche Produkte wirken daher auf viele Marktakteure wie Drogen, und sie müssten von einem regulierenden Staat ähnlich wie Drogen behandelt werden. Sie müssten ähnlich strengen Zulassungskontrollen unterzogen werden wie Arzneimittel, und auch ihr Handel müssten unter strengste Auflagen gestellt werden. Jede Transaktion mit solchen Produkten müsste zudem präzise dokumentiert werden, um Verantwortlichkeiten für eventuelle Regelverletzungen, insbesondere für unterbliebene Aufklärung und Risikoverschleierung, nachvollziehbar zu machen. Dies wäre eine der wichtigsten Maßnahmen, um eine neuartige Transparenz auf den Finanzmärkten zu schaffen.

Ein weitere wichtige Maßnahme wäre die Regulierung der Vergütungen für wirtschaftliche Verantwortungsträger, speziell für Manager nicht eigentümergeführter Unternehmen. Besonders in der Finanzbranche, aber auch in anderen Wirtschaftszweigen hatten sich im Vorfeld der Krise Gratifikationssysteme verbreitet, die den Ausweis kurzfristiger Gewinne weit mehr belohnen als die Sicherung langfristiger Profitabilität. Solche Gratifikationssysteme aber sind, zumal in der Finanzbranche, ein gesamtwirtschaftliches Risiko, und dies gibt dem Staat ein berechtigtes Interesse an deren strenger Regulierung. Anders lassen sich auch keine verlässlichen Anreize für Unternehmensführungen schaffen, Anteilseignern, Kreditgebern und der interessierten Öffentlichkeit einen vorausschauenden Einblick in die Risikolage eines Unternehmens zu ermöglichen und insbesondere Geschäftsberichte entsprechend informativ zu gestalten.

Ein weiterer notwendiger Schritt in diesem Zusammenhang wäre gewesen, die formellen Vorschriften für die Risikodarstellung in Unternehmensbilanzen erheblich zu verschärfen. In der Krise ist eher das Gegenteil geschehen. Regierungen räumten Banken und anderen Unternehmen zusätzliche Spielräume in der Bewertung von Finanzaktiva ein, womit Urteile über die tatsächliche Risikolage zusätzlich erschwert wurden. Statt die Ermessensspielräume zu erweitern, wären Bewertungsaufschläge in Unternehmensbilanzen allenfalls als Sonderposten vertretbar gewesen, die als Risikoposten leicht zu erkennen wären.

Auf dem Weg zu größtmöglicher Transparenz hätte zudem eine sofortige staatliche Sonderprüfung aller Banken und bankähnlichen Unternehmen in die Wege geleitet werden sollen. Auch wenn dies anfänglich die verfügbaren fachlichen Kapazitäten weit überfordert hätte, wäre doch zumindest ein rascher Einstieg in ein solches Prüfungsverfahren geboten gewesen. Dies hätte mit der Ankündigung konkreter Konsequenzen verbunden sein müssen, der Konsequenz u.a., dass ggf. Bilanzen umgehend berichtigt, Banklizenzen entzogen, Bankinstitute geschlossen und - soweit rechtlich möglich - die für fehlerhafte Risikodarstellung Verantwortlichen persönlich zur Rechenschaft gezogen werden. Allein die Ungewissheit darüber, wen eine solche Sonderprüfung wann treffen werde, hätte Unternehmensführungen zu einer zügigen Offenlegung aller erkennbaren Risiken gedrängt.

Nur wenn all solche und weitere transparenzfördernde Maßnahmen ergriffen worden wären, hätte darüber hinaus ein ordnungspolitisch bedeutsames Signal glaubwürdig gesetzt werden können: das Signal, dass es ähnliche staatliche Rettungsmaßnahmen wie in dieser Krise nicht wieder geben werde. Nur mittels solcher Maßnahmen hätte auch glaubhaft gemacht werden können, dass es staatlicher Rettungsaktionen in absehbarer Zukunft ohnehin nicht bedürfe.

Welche herausragende Bedeutung Transparenz für die Funktionsfähigkeit der Finanz- und anderer Märkte hat, lässt sich im Übrigen auch an den nationalen und internationalen Bemühungen erkennen, Bewertungsvorschriften für Unternehmensbilanzen zeitgemäß zu formulieren. Eine zentrale Rolle bei diesen Bemühungen spielt bisher der Begriff des „fair value“. Dieser Begriff ist ohne Rückgriff auf denjenigen des Marktwertes nicht fassbar. Solange Märkte aber so intransparent bleiben, wie dies in der gegenwärtigen Wirtschaftsordnung der Fall ist, werden daher auch auf „fair value“ gestützte Bilanzen von hoher Bewertungswillkür geprägt sein. Dieses Problem wird zwar in einer stark risikobelasteten, also der realen Wirtschaft niemals objektiv zu lösen sein, aber gerade deswegen sollten Bewertungsprobleme von Einzelfällen nicht noch durch vermeidbare kollektive Bewertungsirrtümer verschärft werden, wie es in der jüngsten Krise wieder der Fall war.

Gegen Deflation: Anpassung des Geldvermögens und negative Renditen

Je mehr Geldvermögen es gibt, desto geringer ist dessen durchschnittliche Rendite. Dies ist ein unumstößliches Marktgesetz. Es ist so unumstößlich wie die schlichte Einsicht, dass Angebot und Nachfrage die Preise regeln. Dieser fundamentale Zusammenhang scheint zwar außer Kraft zu sein, wenn das Geldvermögen überproportional wächst, ohne dass dessen Rendite sinkt. Dieser Anschein aber kann nur entste-

hen, wenn Risikoprämien als sichere Renditen missdeutet werden, wie es in der jüngsten Vorkrisenzeit geschah.

Wenn diese Illusion platzt, dann wird offenbar, dass der Geldvermögensbestand unverhältnismäßig gewachsen war, und dann hilft es der Wirtschaft, wenn dieser Bestand schrumpft und damit die Summe der Schuldenlast. Die Verminderung des Geldvermögens wäre in einer solchen Krise daher ein durchaus sinnvolles, aber ohne einen Crash der Finanzmärkte kaum erreichbares wirtschaftspolitisches Ziel.

Der Zusammenhang zwischen Geldvermögensbestand und Höhe der Renditen lässt aber auch eine andere Art der Marktberreinigung offen. Die Wirtschaft kann auch gesunden, wenn nicht das Geldkapital schrumpft, sondern dessen Renditen. Auch dies würde die Last des Schuldendienstes auf Seiten der Schuldner verringern, und es wäre zudem mit weniger Einbußen an Produktion und Beschäftigung verbunden.

Im langfristigen Trend wächst der Geldvermögensbestand - besonders in Wohlstandsgesellschaften mit wachsender Lebenserwartung - rascher als die Wirtschaft, und dies lässt auf lange Sicht die marktkonformen Renditen tendenziell sinken. Dies kann dazu führen, dass - zumindest nach Abzug der Inflationsrate - die marktkonformen Renditen für risikofreies Geldvermögen niedriger sind als null. Die Geldvermögensbesitzer müssen dann bei risikofreien Geldanlagen einen schleichenden Wertverlust hinnehmen. Ein solcher Zustand kann sich dauerhaft einstellen, und um so mehr kann er in wirtschaftlichen Krisenphasen herrschen.

Ein Problem wird hieraus allerspätestens dann, wenn das Preisniveau stagniert oder sogar sinkt, wenn also die Inflationsrate bei null oder darunter liegt und somit Deflation herrscht. Dann nämlich erfahren Geldvermögen und Geld keinen selbsttätigen Wertverlust durch Inflation, so dass selbst ruhendes, in keine produktive Verwendung gelenktes Geld eine Mindestrendite von null oder mehr hat. Unter solchen Bedingungen können sich keine marktkonformen Renditen mehr einstellen, soweit diese im negativen Bereich lägen.

In solchem Zustand einer Deflation oder Beinahe-Deflation beschränkt die Wirtschaft sich auf diejenigen Aktivitäten, die eine positive Rendite, also eine höhere als die marktkonforme Mindestrendite erzielen. Die Produktions- und damit auch die Beschäftigungsmöglichkeiten werden nicht ausgeschöpft. Dies führt zu Rezession, Stagnation oder Wachstumsschwäche bei entsprechend erhöhter Arbeitslosigkeit. Zugleich besteht ein fortwährender Überschuss an Geld, das vergeblich nach rentierlicher Anlage sucht.

Eine solche Konstellation stellte sich in der jüngsten Krise zuerst in den USA ein. Dort fielen die Renditen sicher angelegten Geldvermögens, insbesondere die Renditen von Staatsanleihen, auf Werte nahe null und damit auf ihr mögliches Minimum. Die realen Renditen konnten danach nicht mehr der Marktentwicklung folgen, die weiter abwärts gerichtet war.

Dieses Problem kann nicht anders entschärft werden als durch einen Anstieg der Inflationsrate. Nur wenn Geld durch Inflation genügend an Wert verliert, können sich für Geldvermögen marktkonforme Renditen im negativen Bereich einstellen. Beträgt die jährliche Inflationsrate zum Beispiel 3% und wird für risikofrei angelegtes Geldvermögen ein Zins nahe null gezahlt, dann ist die reale Rendite dieses Vermögens minus 3%. Wenn die marktkonforme Rendite risikofreier Geldanlagen tatsächlich bei diesem negativen Wert liegt, dann müsste dementsprechend die Inflationsrate mindestens 3% betragen, damit die Wirtschaft ihr Potential ausschöpfen kann. Bei jeder niedrigeren Inflationsrate würde die Wirtschaft sich auf Produktionsmöglichkeiten mit höheren als den marktkonformen Renditen beschränken.

Geldvermögensbesitzer sträuben sich verständlicherweise gegen negative Renditen, auch wenn ihnen dadurch Risikofreiheit beschert wird. Sie neigen zu dem Gefühl, ihr Geld zu negativen Renditen schlecht angelegt zu haben, und dies macht sie wiederum anfällig für Illusionen, insbesondere für das Verdrängen von Risiken und damit für die Fehleinschätzung von Renditen. Solche kollektiven Fehleinschätzungen können, wie die jüngste Krise gezeigt hat, über Jahre anhalten. Verhindern könnten dies wiederum nur staatliche Maßnahmen, die mit einer bisher für undenkbar gehaltenen Radikalität Transparenz in der Risikofrage schaffen.

Wenn aber staatliche Regulierung tatsächlich für die denkbar größte Transparenz in Risiko- und Renditefragen sorgte und damit Renditeillusionen vorbeugte, dann würde es umso wichtiger, dass sich marktkonforme Renditen auch im negativen Bereich bilden können. Dann müssten daher Zentralbanken bereit und in der Lage sein, das hierfür notwendige Maß an Inflation zu erzeugen. Täten sie dies nicht oder nicht rechtzeitig, würde die Wirtschaft in jahrelange Deflation oder Stagnation verfallen, wie dies in Japan in den neunziger Jahren der Fall war. In einem solchen Zustand hilft es allenfalls vorübergehend, wenn der Staat immer mehr Geldvermögen in Staatsanleihen umwandelt und sich dadurch zunehmend verschuldet. Das Grundproblem, dass ein Überangebot an Geldvermögen existiert und dessen Renditen zu hoch sind, wird dadurch letzten Endes nur verschärft.

Natürlich müsste eine Zentralbank für eine konsequente Anti-Deflationspolitik nicht nur einen zeitgeistunabhängigen politischen Willen haben. Sie müsste hierfür auch über ein wirksames Instrumentarium verfügen, und sie müsste dieses nach wirksamen und berechenbaren Regeln anwenden. Eine geeignete Regel wäre, dass die Zentralbank den Zins für risikofreie Geldanlagen bestimmter Laufzeit konstant zu halten hat³. Ein mögliches Instrument für die Umsetzung dieser Regel ist ein so genanntes Konjunkturgeld, das irgendwann als Aufschlag bzw. Abschlag zu einem allgemeinen, an alle Bürger auszahlenden Bürgergeld gehandhabt werden könnte.⁴ Verlässlich in der Anwendung wäre ein solches Instrument zumindest dann, wenn es nicht in der Hand eines bestehenden Staates läge, sondern in der Hand einer politisch vollends unabhängigen Notenbank. Nur von einer solchen Institution wäre zu erwarten, dass sie ein Konjunkturgeld zur richtigen Zeit, in der notwendigen Höhe und mit der notwendigen Dauer anwendet. Nur eine Notenbank könnte dies zudem tun, ohne dass daraus neue Probleme der Staatsver- und -entschuldung und damit des Bestandes an Geldvermögen entstünden.⁵

Solche Maßnahmen zur Stabilisierung der Märkte werden nicht zuletzt deswegen immer dringlicher werden, weil die Risikobelastung der Wirtschaft langfristig bleiben und wachsen wird. Je transparenter diese Risikobelastung ist, desto stärker wird das Bedürfnis der Geldvermögensbesitzer, von Risikoereignissen verschont zu bleiben. Desto höher werden die Risikoprämien ausfallen und desto niedriger die Rendite risikolos angelegten Geldvermögens.⁶

Je effektiver andererseits Risiken gestreut werden können, desto geringer ist die Gefahr für Geldvermögensbesitzer, von einzelnen Risikoereignissen betroffen zu sein. Je fortgeschrittener daher die Methoden der Risikostreuung, desto geringer können Risikoaufschläge ausfallen. Der Markt generiert daher ganz von allein eine

³ S. hierzu u.a. [Die Logik der Geldpolitik \(1\)](#) und [Die Logik der Geldpolitik \(2\)](#) in www.reformforum-neopolis.de bzw. B. Wehner, *die Logik der Politik und das Elend der Ökonomie*, Darmstadt 1995, Kap. 13.

⁴ Zu diesem Vorschlag s. u.a. B. Wehner, *Der Neue Sozialstaat*, 2. Auflage Opladen 1997 (1. Auflage Opladen 1992), S. 94ff und S. 231. S. hierzu auch diverse Beiträge zum Bürgergeld und „Staatsfinanzen und Neokratie“ in www.reformforum-neopolis.de.

⁵ Eine solches Konzept geldpolitischer Stabilisierung hat natürlich auch Rückwirkungen auf die Frage, wie ein Währungsgebiet optimal abgegrenzt wäre und inwieweit es mit dem Anwendungsgebiet eines Konjunkturgeldes übereinstimmen sollte. Die Euro-Zone beispielsweise wäre sicher kein optimales Gebiet für die Anwendung eines einheitlichen Konjunkturgeldes.

⁶ Zur Struktur marktkonformer Renditen s. auch den geplanten Folgeartikel mit formaler Darstellung theoretischer Grundlagen.

Nachfrage nach Finanzinnovationen ähnlicher Art, wie sie im Vorfeld der jüngsten Krise entwickelt wurden. Was von diesen Innovationen daher bleiben sollte, sind fortgeschrittene Methoden der Risikostreuung. Je besser diese Methoden wirken, desto geringer ist die Gefahr, dass das Risikoproblem Wohlstand und Beschäftigung kostet.⁷

Je sicherer sich andererseits Anleger fühlen, Risiken durch Risikostreuung ausschalten zu können, desto anfälliger bleiben sie für die Verdrängung und Verschleierung von Restrisiken. Umso wichtiger wäre, dass die Praxis der Risikostreuung einer kompromisslosen staatlichen Regelsetzung folgte. Auch dazu kann es aber nur kommen, wenn ein neuartiges Verständnis vom Verhältnis zwischen Staat und Wirtschaft Platz greift. Alle noch so effektiv inszenierten Reformbekenntnisse, Weltfinanzgipfel und daran anschließende Reformanstrengungen lassen dieses Problem ungelöst, solange sie in der Hand politischer Akteure herkömmlicher Art liegen.

Finanzwirtschaft und Neokratie

Das Staatsversagen, das in die jüngste Krise geführt hat, ist keine einmalige Fehlleistung, sondern es ist im System angelegt. Natürlich wäre aus dieser wie schon aus vorangegangenen Krisen der Schluss zu ziehen, dass es eines viel kompetenteren und weniger überforderten Staates bedürfte, um künftigen Krisen ähnlicher Art vorzubeugen. Kompetenz aber entsteht größtenteils aus Spezialisierung. Im bestehenden Staat hingegen ist Politik eine Domäne des Generalismus, der Nichtspezialisierung also, der Zuständigkeit für die Politik als ganze. Staatliche Regulierungsinstanzen, die in der wirtschaftlichen Krisenprävention und -intervention viel kompetenter wären als die bestehenden, könnten daher nur aus fundamentalen Reformen der Staatsordnung hervorgehen. Den Weg zu solchen fundamentalen Reformen wiederum weist – auch in Fragen der wirtschaftlichen Stabilisierung – das Konzept der Neokratie.

Eine Regulierungsinstanz, die der Krisenanfälligkeit der Finanz- und anderer Märkte gewachsen wäre, könnte entstehen, wenn die Regulierungsaufgabe aus der Zuständigkeit des bestehenden Staates herausgelöst und in die Hände einer politisch eigenständigen Staatssparte gelegt würde. Dies könnte diejenige Staatssparte sein, die in der Hauptsache für die Geldpolitik und damit für die konjunkturelle Stabilität der Wirtschaft zuständig ist.

⁷ S. hierzu auch „[Risikoabsorption gegen Wirtschaftskrisen](http://www.reformforum-neopolis.de) - Selbsthilfe oder staatliche Lenkung?“ in www.reformforum-neopolis.de.

Man kann sich leicht ausmalen, wie eine solche eigenständige Staatssparte agieren würde, um Finanzmarktkrisen vorzubeugen und zu bewältigen. Eine solche Institution hätte es natürlich zu einer Krise der jüngsten Art nicht kommen lassen. Sie hätte schon deswegen konsequenter vorgebeugt, weil sie das Ziel wirtschaftlicher Stabilität nicht aus sachfremden, ideologischen oder auch eigennützigen Gründen hintangestellt hätte, nicht wegen anstehender Wahlen, nicht auf politischen Druck und nicht aus Rücksicht auf eine öffentliche Meinung. Zudem wäre sie besser als der herkömmliche Staat für frühzeitige Kriseninterventionen gerüstet gewesen. Sie hätte nicht versäumt, einen finanzmarktpolitischen Katastrophenschutz einzurichten, ähnlich wie der herkömmliche Staat ihn für den Fall ganz andersartiger Katastrophen betreibt. Eine derart spezialisierte Staatssparte wäre daher schon bei aufkommender Krisengefahr für Maßnahmen wie eine Sonderprüfung der Banken gerüstet gewesen. Auch und vor allem aber hätte sie Maßnahmen zur Vermeidung künftiger Katastrophen viel konsequenter in Angriff genommen, als Regierungen und Gesetzgeber es bisher vermochten. Spätestens im ersten von ihr verantworteten Krisenfall wäre eine spezialisierte Staatssparte beispielsweise zu der Einsicht gelangt, dass es ganz neuer Ordnungsprinzipien für das Bankensystem bedarf. Sie hätten es insbesondere nicht bei einem System belassen, in dem die Funktionsfähigkeit des Finanzwesens vom Überleben großer Universalbanken abhängt.⁸

IV Ideologische Neubesinnung: mehr Staat, mehr Markt, mehr Wissenschaft

In der Krise hat sich auf Neue gezeigt, dass Finanzmärkte nicht von allein genug Transparenz schaffen, um allgemeinverständliche Marktsignale auszusenden und dadurch den Marktakteuren rationales Handeln zu ermöglichen. Sich selbst überlassene Finanzmärkte schaffen eher das Gegenteil. Es wäre Aufgabe des Staates, für Abhilfe zu sorgen, aber der Staat ist hierfür schon deswegen ungeeignet, weil er selbst von einer gewissen Intransparenz der Verhältnisse profitiert, von der Intransparenz politischer Verantwortung beispielsweise und von der Intransparenz der Staatsfinanzen. Würde von Staats wegen wirklich konsequent für größtmögliche Transparenz wirtschaftlicher und politischer Verhältnisse gesorgt, dann würden zahllose öffentliche Debatten, würden Wahlkämpfe und würde letztlich die gesamte

⁸ Zu einer möglichen Neustrukturierung des Bankenwesens s. einen geplanten Folgeartikel in www.reformforum-neopolis.de.

öffentliche Inszenierung von Politik in ihrer herkömmlichen Form obsolet. Dies aber kann der Staat, wie er ist, nicht wollen.

Die Krise der Wirtschaft bietet Regierungen die Möglichkeit, den Staat in neuem Glanz erscheinen zu lassen, aber auch dies ist kaum mehr als eine öffentliche Inszenierung. Regierungen haben die Krise nicht bewältigt, sie haben sie vielmehr zugelassen, und sie tragen hierfür auch politische Schuld. Dennoch sind Regierungen und sind Politiker letztlich Teil eines nicht schuldfähigen Systems, auch wenn dieses ursächlich für die Krise ist. Noch mehr gilt dies für die meisten Marktakteure, die ebenso einem nicht schuldfähigen System angehören. Dies ist so, auch wenn manche Manager von Banken, Ratingagenturen und Fonds und so mancher Finanzberater höchstpersönlich versagt haben.

Diese Krise wird nicht die letzte gewesen sein. Die nächste Krise wird kommen, und es wird keine gleichartige sein. Sie wird daher Regierungen und sie wird die Wissenschaft wieder unvorbereitet treffen, und wieder werden Regierungen sich als Retter in der Not darstellen wollen, aber wieder werden sie es sein, die an der Krise die Hauptschuld tragen. Wieder wird die Wahrheit sein, dass zwar der Markt versagt hat, aber dass allein der Staat dies hätte verhindern können. Auch kommende Krisen werden daher weder mithilfe von Markt- noch von Staatsideologien erklärbar sein, die schon vor der Krise falsch und überlebt waren. Es wird keinen Entschuldigungsgrund für Schadenfreude über das Marktversagen geben und noch weniger dafür, den Staat, wie er ist, schönzureden.

Die jüngste Krise hat abermals deutlich gemacht, dass gesamtwirtschaftliche Normalität nicht das ist, was vor der Krise war. Normalität ist auch nicht die Beschäftigungslage, ist nicht der Zustand der Staatsfinanzen und sind nicht die Wachstumsraten der Vorkrisenzeit. Marktwirtschaftliche Normalität war und ist noch immer der Wechsel von Aufschwung, Krise und Absturz. Man muss dies nicht, wenn man etwa das lange Dauerelend planwirtschaftlicher Staaten zum Vergleich heranzieht, als Katastrophe betrachten. Eine Katastrophe ist es aber gemessen an dem, was möglich wäre. Möglich wäre, dass die Wirtschaft von einem weitaus kompetenteren Staat reguliert und damit in ihrer Leistungsfähigkeit wesentlich gestärkt wird. Möglich wäre, dass politische Verantwortung auf kompetente, weil spezialisierte Staatssparten überginge, dass der Weg zu einem Bürgergeldsystem geebnet, dass ein Konjunkturgeld als Instrument der Deflations- und Inflationsbekämpfung geschaffen wird und dass Zentralbanken schrittweise ein regelgebundenes Festzinssystem einführen. Möglich wäre schließlich auch, dass eine ganz und gar eigenständig institutionalisier-

te Wissenschaft hierfür eine Wegbereiterrolle übernimmt. Für die Wirtschaft wäre das Ergebnis all dessen keine andauernde Hochkonjunktur, sondern eher ein Zustand permanenter schöpferischer Krisenbewältigung. Nichts anderes aber wird künftige wirtschaftliche Normalität im besten Fall sein können.

12 - 2008

www.reformforum-neopolis.de