

Finanzmarktkrise und Wirtschaftszyklus - die Kurzanalyse

Ausgangslage: Marktversagen, Staatsversagen, Wissenschaftsversagen

Keine politische Krise der jüngeren Zeit hat ausgereicht, die Augen für die Schwächen des Staates zu öffnen, und auch die jüngste Finanzmarktkrise vermochte dies bisher nicht. Dennoch sollte diese Krise zumindest Anlass sein, sich neuartige Fragen zu stellen.

Natürlich wurde versucht, alte Vorurteile 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.

Versagt der Markt, sollte nicht ein anderer Versager, nämlich der Staat, hierfür in die Bresche springen dürfen.

Ein isoliertes Marktversagen gibt es nicht. Jedes reale Marktversagen ist ein Versagen des Staates in seiner Aufgabe als Regelssetzer. 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 Regelssetzers gelegt werden. Ein solcher ist der bestehende Staat nicht.

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

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 Kassandrarufe im Vorfeld dieser Krise gegeben hat, auch aus der Wissenschaft, hat es doch an vorausschauenden wissenschaftlichen Erklärungen für eine solche Krise weltweit gefehlt. Schon bei oberflächlicher gesamtwirtschaftlicher Betrachtung aber hätte erkannt werden können, dass die Entwicklung insbesondere auf den Finanzmärkten in extreme Ungleichgewichte münden würde. 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. 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.

Das Marktversagen

Die Krise an den Finanzmärkten wurde vielfach als 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.

Die eigentliche Ursache der Krise waren reale Risiken. Banken und andere Finanzmarktakteure hatten Verluste zu tragen, für die keine finanzielle Vorsorge getroffen war. Vor der Krise hatte ein Mangel an Risikobewusstsein 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. Dies war einer der Gründe dafür, dass vielen Banken überlebenswichtiges Eigenkapital schwand.

Aber es traf natürlich nicht nur Banken, sondern es traf alle, denen Banken und andere Finanzmarktakteure scheinbar renditestarke und dennoch scheinbar risikolose Kapitalanlagen verkauft oder vermittelt 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.

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

Natürlich sind solche Anlageformen keineswegs nur Teufelswerk. Sie wecken nicht nur leichtfertige Hoffnungen auf spekulative Gewinne, sondern sie dienen in erster Linie dazu, Risiken zu verteilen. Je höher die Risiken des Wirtschaftens, je größer also die Unsicherheit über Preis- und Wertentwicklungen, über Absatzchancen, über die Beherrschung technischer Risiken, über Kostenentwicklungen, über die Bonität von Schuldnern und über den Verlauf von Wechselkursen, desto mehr risikostreuende Sicherungsgeschäfte sind angebracht. 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. Dadurch wurden reale Risiken in großem Stil auf ahnungslose Anleger abgewälzt. Auf diese Weise wurde Vermögen umverteilt, vor allem aber wurde in großem Umfang Scheinvermögen gebildet, dessen Bewertung die unterschlagenen Risiken außer Acht ließ.

Solche Vermögenswertentwicklungen sind ein konjunkturelles Phänomen. In der jüngsten Vorkrisenzeit war dies ausgeprägter denn je, und doch wurde es nicht als vorübergehendes Zyklusphänomen erkannt. Statt dessen wurden die überdurchschnittlichen Vermögenszuwächse unkritisch in die Zukunft fortgeschrieben und damit auch das überproportionale Wachstum des Geldvermögens und auch dessen Renditen.

Krisenursachen und Krisenmanagement

Die Nachfrage nach sicheren Geldanlagen wächst zyklisch, aber auch aus längerfristigen Gründen. Einer der Gründe ist die Veränderung der Altersstruktur. Immer mehr Menschen wollen im Ruhestand auf immer mehr private Ersparnisse zurückgreifen können, und 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 diese 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. Die Möglichkeiten der Risikostreuung sind aber auch deswegen begrenzt, weil die Risikobelastung des Wirtschaftens langfristig stark gestiegen ist. Risiken lassen sich streuen, aber 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 geht es bei der Bewältigung einer solchen Krise nicht nur darum, dass sich ein zeitgemäßeres Risikobewusstsein und damit bescheidenere Renditeansprüche

entwickeln müssen. Die Krise ist ebenso wenig eine reine Bewusstseins- wie eine reine Vertrauenskrise. In der Vorkrisenzeit nämlich war es nicht nur auf Aktien- und Immobilienmärkten und auf Nebenschauplätzen wie einem heißlaufenden Kunstmarkt zu maßlosen Übertreibungen gekommen. Unverhältnismäßig gestiegen war auch das Volumen des Geldvermögens.

Geldvermögen birgt größeres ökonomisches 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 Schuldner. 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. Da aber das überhöhte Geldvermögen in der Krise nicht von allein an Wert verliert, bleibt es auch bei dem überhöhten Volumen der Schulden.

Der Wert des Geldvermögens hängt davon ab, inwieweit die Schulden bedient werden. Die Krise kommt, wenn unerwartet viele Schuldner ihre 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 durchschnittlichen Risiken für Schuldner und damit für Geldvermögensbesitzer.

Diese einfache Wahrheit lässt sich eine Zeitlang verschleiern, und eben dies ist in der jüngsten Vorkrisenzeit geschehen. Das Geldvermögen war übermäßig gewachsen, aber weder zu dessen Risikobelastung noch zur Nachhaltigkeit seiner Renditen wurde die fällige Neueinschätzung vorgenommen. Eine besonders schmerzliche Wahrheit vor allem wurde Vermögensbesitzern 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. Eine solche schlichte Einsicht lässt sich nur vorübergehend verdrängen, solange die Wirtschaft überhöhte Erwartungen seitens der Geldvermögensbesitzer aushält. Vor solchen überhöhten 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.

Die wirtschaftspolitischen Kriseninterventionen hätten von Anfang an auf die Schaffung von Marktverhältnissen ausgerichtet sein sollen, bei denen der Bestand an Geldvermögen und dessen Renditen sich möglichst 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 dadurch großenteils in Forderungen an den Staat oder wurden durch staatliche Garantien gesichert.

Solchen Interventionen mangelt es u.a. 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.

Ökonomische Folgen

Die Krise führt zu einer Wertkorrektur von Aktien, Immobilien und sonstigem Sachvermögen, und dies 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 den 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 Investition, weniger Produktion und weniger Beschäftigung.¹

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 Denkexperiment, zumindest dann, wenn man sich den Crash als durchschaubares, durch staatliche Regelung halbwegs geordnetes Geschehen vorstellt.

Bei solchem Crash würden die anstehenden Wertkorrekturen von Geldvermögen zumindest überschlägig rasch offenbar. Nicht nur Banken und bankähnliche Unternehmen müssten hohe Wertberichtigungen vornehmen, sondern auch zahllose andere Geldvermögensbesitzer wären von sofortigem 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 rasch untergehen.

¹ Zum diesem Zusammenhang s. auch B. Wehner, *Der Arbeitsmarkt im Sozialstaat*, Hamburg 2001, S. 230ff.

So bedrohlich ein solches Crash-Szenario auf den ersten Blick erscheint, 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 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. Diese Personenkreise vor allem müssten aus eigenen Fehlern einprägsame Lehren ziehen, 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 Bürger unter einem Crash, bei dem die Wirtschaftstakteure nicht in Panik und die Wirtschaft nicht ins Chaos gestürzt würden, weniger zu leiden als unter einer verschleppten Krise.

Auf die Aufgabe aber, einen Crash halbwegs geordnet ablaufen zu lassen, ist bisher kein Staat der Welt ernsthaft vorbereitet. 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. Daher wundert es nicht, wenn gerade Politiker es in solcher Situation lieber auf eine längere Krisendauer ankommen lassen.

Der politische Reflex ist zunächst einmal, den Staat für risikobeladene Forderungen an nichtstaatliche Schuldner garantieren oder ihn solche Forderungen schlicht übernehmen zu lassen, was natürlich die Staatsschulden erhöht. Wenn später, in der Nachkrisenzeit, der Staat aber die so angehäuften Schulden abbaut, sie also an Geldvermögensbesitzer zurückzahlt, werden diese ihre zurückerhaltenes Geld großenteils in Forderungen an nichtstaatliche Schuldner zurückverwandeln. 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 langfristig wenig ändern.

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 unangebracht, weil bei der herrschenden Einkommens- und Vermögensverteilung die Zentralbank weniger Einfluss auf die Verbraucherpreise hat, als dies in früheren Zeiten der Fall war. In konjunkturellen Aufschwungphasen wird weniger Einkommen für preistreibenden Konsum verwendet, ein wachsender Teil dagegen für die Bildung von Vermögen. Wenn eine Zentralbank in einer Krise die Geldschleusen mit ihren 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 Instrumentarium beschränken. Wenn eine Zentralbank nicht frühzeitig mit geeigneteren Mitteln vorbeugt, dann kann infolge der Krise das Preisniveau fallen, der Geldwert also steigen, und damit steigt auch der Wert allen Geldvermögens. Dementsprechend steigt natürlich auch 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 zu hoch, und solange auch das Niveau der realen Renditen zu hoch bleibt, ist die Wirtschaft hierdurch geschwächt. 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.

Das Staatsversagen

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 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 schuld an den weltweiten Exzessen der Risikoverschleierung, aber sie hätten diese 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 finanzpoliti-

scher Vernunft handeln, und erst recht natürlich Zentralbanken, die langfristige konjunkturelle Stabilität zu gewährleisten hätten, müssten über den politischen Zeitgeist 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 falschen 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 zu sein, 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.

Fernziele der Wirtschaftspolitik

Den großen Crash durch Staatsinterventionen zu vermeiden war prinzipiell richtig, weil Staaten auf anderes nicht vorbereitet waren. Dennoch wäre dies nur dann das eindeutig kleinere Übel 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 vollkommen 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 müsste unter strengste Auflagen gestellt werden.

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. Nur so ließen sich auch verlässliche Anreize für Unternehmensführungen schaffen, Anteilseignern, Kreditgebern und der interessierten Öffentlichkeit einen vorausschauenden Einblick in die Risikolage eines Unternehmens zu ermöglichen.

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 berichtet, 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.

Im Weiteren hätte die Wirtschaftspolitik sich auch das Ziel setzen müssen, das Bankwesen unter Risikogesichtspunkten neu zu ordnen. Sie hätte für die Finanzwirt-

schaft eine strikte Trennung zwischen Instituten anstreben müssen, die existenzgefährdende wirtschaftliche Risiken tragen, und Instituten, die für ein reibungsloses Funktionieren des Zahlungsverkehrs sorgen. Sie hätte, anders gesagt, eine Trennung einleiten müssen zwischen Instituten, deren Ausfall Chaos und Panik auslösen könnte, also ein „systemisches Risiko“ wäre, und solchen Instituten, die ohne größere Gefahren für die Gesamtwirtschaft vom Markt verschwinden könnten.

Gegen Deflation

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 entstehen, 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 deutlich schrumpft und damit auch die Summe der Schuldenlast. Je schneller dies geschähe, desto tiefer wäre die Krise, aber sie wäre auch desto kürzer.

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.

Da im langfristigen Trend der Geldvermögensbestand rascher wächst als die Wirtschaft, sinken damit tendenziell auch die marktkonformen Renditen. Daher ist es immer weniger selbstverständlich, dass diese Renditen höher sind als die Inflationsrate. Wenn die Inflationsrate sehr niedrig ist, kann daher die marktkonforme Rendite für risikofrei angelegtes Geldvermögen durchaus niedriger sein als null. Eigentlich müssten dann Geldvermögensbesitzer Banken und andere Schuldner laufend dafür bezahlen, dass sie Geld in Verwahrung nehmen. Ein solcher Zustand kann sich dauerhaft einstellen, und um so mehr kann er in wirtschaftlichen Krisenphasen herrschen.

Wenn aber die Inflationsrate nahe bei null oder sogar darunter liegt, wenn also Deflation herrscht, dann hat selbst ruhendes, in Tresoren, Matratzen oder bei sicheren

Banken verwahrtes und in keine produktive Verwendung gelenktes Geld eine Mindestrendite von null oder mehr. Dann besteht daher keinerlei Anreiz mehr, Geld in produktive, also risikobehaftete Verwendung zu lenken. In solchem Zustand einer Deflation oder Beinahe-Deflation führt der Markt Geldkapital nur noch jenen wirtschaftlichen Aktivitäten zu, die eine positive, also eine höhere als die eigentlich marktkonforme Mindestrendite erzielen. Die Produktions- und damit auch die Beschäftigungsmöglichkeiten werden unter diesen Umständen 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, sehr schnell 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 laufend 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 also die Märkte „eigentlich“ nur eine reale Rendite von minus 3% hergeben, dann müsste dementsprechend die Inflationsrate mindestens 3% betragen, damit so viel Geldvermögen wie möglich produktiv verwendet wird und die Wirtschaft dadurch ihr Potential ausschöpft. Bei jeder niedrigeren Inflationsrate würde die Wirtschaft sich auf Produktionsmöglichkeiten mit höheren als den marktkonformen Renditen beschränken.

Geldvermögensbesitzer neigen verständlicherweise 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 wür-

de es umso wichtiger, dass sich marktkonforme Renditen auch im negativen Bereich bilden können. Dann müssten daher Zentralbanken bereit und in der Lage sein, notwendigenfalls das erforderliche Maß an Inflation kurzfristig zu erzeugen. Täten sie dies nicht oder nicht rechtzeitig, würde die Wirtschaft in lange 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 nicht gelöst.

Natürlich müsste eine Zentralbank für eine konsequente Anti-Deflationspolitik nicht nur den 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 hat². Ein geeignetes Instrument für die Umsetzung dieser Regel wäre ein so genanntes Konjunkturgeld, das im besten Fall als Aufschlag bzw. Abschlag zu einem allgemeinen, an alle Bürger auszahlenden Bürgergeld zu handhaben wäre.³ Verlässlich in der Anwendung wäre ein solches Instrument zumindest dann, wenn es nicht in der Hand eines herkömmlichen 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.⁴ Das einmalige Verteilen staatlicher Konsumgutscheine oder Steuergutschriften wäre dagegen ein typisches Beispiel für den kurzfristigen Aktionismus herkömmlicher Wirtschaftspolitik.

² 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.

³ 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.

⁴ Eine solches Konzept geldpolitischer Stabilisierung führt natürlich zu der Frage, ob nicht ein Währungsgebiet mit dem Anwendungsgebiet eines Konjunkturgeldes übereinstimmen sollte. Die Euro-Zone beispielsweise wäre sicher kein optimales Gebiet für die Anwendung eines einheitlichen Konjunkturgeldes. Sie wäre insofern auch kein optimaler Währungsraum.

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 neokratischen Staatssparte gelegt würde. Dies könnte diejenige Staatssparte sein, die in der Hauptsache für die Geldpolitik und damit für die konjunkturelle Stabilität zuständig ist. Sie könnte daher organisatorisch aus einer bestehenden Zentralbank hervorgehen.

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 etwa aus Rücksicht auf eine momentane öffentliche Meinung und nicht wegen anstehender Wahlen hintangestellt hätte. Zudem wäre sie besser als der herkömmliche Staat für frühzeitige Kriseninterventionen gerüstet gewesen, für Maßnahmen beispielsweise wie eine krisenvorbeugende Sonderprüfung der Banken. Spätestens im Krisenfall wäre eine spezialisierte Staatssparte auch zu der Einsicht gelangt, dass die Funktionsfähigkeit des Finanzwesens nicht vom Überleben großer Universalbanken abhängen darf und dass daher eine neue Struktur des Bankenwesens geschaffen werden müsste.

Weil all dies aber nicht geschieht, wird diese Krise nicht die letzte ihrer Art gewesen sein. Weitere Krisen werden kommen, ähnliche wie die jüngste, aber auch Krisen mit neuem Gesicht, mit neuen Ursachen und neuen Symptomen. Künftige Krisen werden daher Regierungen und sie werden 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 daher die Wahrheit sein, dass zwar der Markt versagt hat, aber dass ein besserer Staat dies hätte verhindern können.

12 - 2008

www.reformforum-neopolis.de