

# Kasino-Kapitalismus

## Wie es zur Finanzkrise kam und was jetzt zu tun ist

von *Hans-Werner Sinn*



*Hans Werner Sinn* ist Präsident des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung und Professor für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft an Ludwig-Maximilians-Universität München. Er ist Autor eines der am meisten beachteten Bücher zur Finanzkrise: *Kasino-Kapitalismus*. Berlin 2009

Die Welt hat gerade die erste wirkliche Rezession der Nachkriegszeit hinter sich. Nur wenige Länder hat sie so hart getroffen wie Deutschland. Unsere Wirtschaft lebt vor allem vom Export hochwertiger Investitionsgüter. Der Markt für diese Güter ist jedoch besonders anfällig für konjunkturelle Schwankungen. So sind die deutschen Exporte in der Krise um bald ein Drittel eingebrochen, die Industrieproduktion insgesamt sank um ein Viertel. Im Vergleich zu den Schwankungen in vorangegangenen Krisen kann man bei diesen Zahlen zu Recht von einem wirtschaftlichen Absturz sprechen. Jetzt liegen wir – bildlich ausgedrückt – mit zerschundenen Gliedern am Fuße der Steilwand und versuchen nun, auf allen Vieren über das Geröllfeld wieder nach oben zu krabbeln. Der Weg nach

oben ist aber steinig, weit und voller Hindernisse. Ein erneutes Abrutschen ist nicht ausgeschlossen.

Doch es hätte noch schlimmer kommen können. Im Herbst 2008 drohte eine Katastrophe, gegen die selbst der oben beschriebene Absturz wie ein harmloser Betriebsunfall wirkt. Im Herbst 2008 stand das globale Finanzsystem am Rande des totalen Zusammenbruchs. In der Börsenwoche bis zum Schwarzen Freitag, dem 10. Oktober, waren die Kurse weltweit um 18,2 Prozent eingebrochen. An diesem Freitag hatte der Bank Run eingesetzt: Die Leute plünderten ihre Konten. Am Montag, dem 13. Oktober 2008, wäre es zur Kernschmelze des Weltfinanzsystems gekommen, wenn die Politik nicht reagiert hätte. Die Regierungen der G7-Länder und der EU-Staaten verabredeten über das Wochenende die Leitlinien einer Rettungsstrategie. Ohne diesen Schritt hätte der Ansturm auf die Konten zum Kollaps des Weltfinanzsystems geführt.

Seither wirft die Politik mit Milliarden nur so um sich, um der Krise des Finanzsystems Herr zu werden. Was sind die Ursachen dieser Krise? Waren es persönliche Verfehlungen oder die reine Gier? Oder gab es Systemfehlern, die man künftig vermeiden kann?

### Warum die amerikanische Immobilienkrise zur Weltfinanzkrise wurde

Die Analyse führt zunächst nach Amerika. Die Amerikaner haben jahrelang über ihre Verhältnisse gelebt. Das zeigt die Entwicklung der Sparquote der amerikanischen Haushalte. In den USA lag die Sparquote in den Jahren 2005 bis 2007 praktisch bei Null. Zum Vergleich: Die deutschen Haushalte sparen durchschnittlich 11 Prozent ihres Einkommens.

Die Amerikaner haben sich offenbar ein schönes Leben gemacht und die Zukunftsvorsorge vernachlässigt.

Wenn die Privathaushalte nicht sparen, der Staat aber laufend neue Schulden macht und auch die Firmen Fremdkapital brauchen, gibt es nur eine Möglichkeit: Kapitalimporte aus dem Ausland. Die Amerikaner haben diese Möglichkeit in großem Umfang genutzt. Allein im Jahr 2008 lag der amerikanische Nettokapitalimport bei gut 800 Milliarden US-Dollar.

Das Geld kam von den Ländern mit großen Exportüberschüssen: China, Deutschland, Japan und die OPEC-Länder. Diese Länder erhielten im Gegenzug US-Wertpapiere. Besonders erfolgreich verkauften die Amerikaner die so genannten *Asset Backed Securities* und darauf aufbauende *Collateralized Debt Obligations*, kurz ABS und CDO genannt. Es handelt sich bei diesen Papieren um verbrieft Ansprüche gegen amerikanische Immobilieneigentümer, die von den Banken geschaffen worden waren, um ihre eigenen Ansprüche aus den Büchern zu entfernen.

Auf dem US-Immobilienmarkt hatte sich jedoch seit Mitte der 90er Jahre eine gewaltige Blase aufgebaut. Zwischen 1996 und 2006 hatten sich die Häuserpreise fast verdoppelt. Diese Blase war eine wesentliche Triebkraft des amerikanischen Konsums. Die Amerikaner sparten nicht, weil sie sich wegen des stetigen Anstiegs ihrer Häuserpreise wohlhabend und für das Alter abgesichert wähnten.

Doch die Blase platzte irgendwann. Seit Mitte des Jahres 2006 fielen die Immobilienpreise, bis April 2009 um 34 Prozent. Das entspricht einem Wertverlust in Höhe von mehr als 7 Billionen Dollar. Zahlreiche Hausbesitzer gerieten in die Überschuldung, konnten ihre Hypotheken nicht mehr bedienen. Ab Mitte 2007 erlebten auch die auf den Immobilienkredit basierenden ABS- und CDO-Papiere einen dramatischen Preisverfall. Mit drastischen Folgen: Die gefährlichen Papiere waren an Banken in der ganzen Welt verkauft worden und stürzten diese nun in eine existenzielle Krise. Nicht weniger als 83 Banken sind im Jahr 2008 weltweit durch Konkurs und Übernahme vom Erdboden verschwunden oder in letzter Minute verstaatlicht worden, darunter die

großen amerikanischen Investmentbanken Bear Stearns, Lehman Brothers und Merrill Lynch.

Dabei sind noch längst nicht alle Belastungen auf dem Tisch. Der Internationale Währungsfonds hat im Oktober 2009 prognostiziert, dass die Banken der USA, der Euroländer, Großbritanniens und Japans etwa 3,4 Billionen Dollar verloren haben. Tatsächlich hatten die Banken der Welt aber bis zum 1. Oktober 2009 erst 1,6 Billionen Dollar Abschreibungen ausgewiesen. Die Abschreibungsverluste können also noch auf das Doppelte der bislang ausgewiesenen Werte steigen. Dann werden weitere Banken auf staatliche Hilfe angewiesen sein.

Wenn das weltweite Bankensystem in eine so existenzielle Krise gerät, muss etwas grundlegend falsch gelaufen sein. Was hat die Finanzwelt an den Rand des Abgrundes gebracht?

### Risiko ohne Haftung

Banken sind typischerweise Kapitalgesellschaften, bei denen die Haftung der Aktionäre auf das Eigenkapital beschränkt ist. Das übrige Vermögen der Aktionäre ist vor dem Zugriff geschützt. Grundsätzlich ist die Kapitalgesellschaft mit beschränkter Haftung das zentrale Erfolgsmodell des Kapitalismus, das den Wohlstand der westlichen Welt erst möglich gemacht hat.

Das Privileg der Haftungsbeschränkung wurde jedoch von den Banken so gedehnt, dass sie am Ende fast gar nicht mehr hafteten, weil viele nur noch mit einem minimalem Eigenkapital von 3 bis 5 Prozent der Bilanzsumme gearbeitet haben. Der enorme Fremdkapitalhebel sichert zwar hohe Eigenkapitalrenditen, verführt aber auch zu hohen Risiken.

Natürlich hat niemand Interesse an Verlusten. Wenn es aber die Möglichkeit gibt, in guten Zeiten höhere Gewinne einzufahren um den Preis, in schlechten Verluste zu haben, die man mangels Haftungskapital nur zu einem geringen Teil tragen muss, dann gewinnt das Risiko an Attraktivität. Wird ein Teil der Verluste von den Gläubigern oder vom Staat getragen, lohnt es sich, ins Risiko zu gehen.

Dabei geht es nicht primär um Fehlanreize für die Bankvorstände, wie viele

meinen, sondern um Fehlanreize für die Aktionäre, denn sie profitieren von der Haftungsbeschränkung. Die Aktionäre verlangen von ihren Banken risiko- und ertragreiche Geschäftsmodelle, die nur deshalb funktionieren, weil im Katastrophenfall die Verluste, die das Eigenkapital übersteigen, sozialisiert werden. Deshalb verpflichten sie den Vorstand auf hochgesteckte Renditeziele und gestalten die Entlohnungssysteme für die Manager so, dass diese sich entsprechend risikofreudig verhalten.

Ähnlich gefährlich waren auch die Anreizstrukturen für die Häuslebauer in den USA. Der Durchschnittsamerikaner kam nämlich ebenfalls in den Genuss einer Haftungsbeschränkung, die ihn zum Zocken veranlasste.

In den USA werden Hauskredite gewöhnlich als sogenannte *non-recourse loans* vergeben – also „regressfreie Kredite“. Die Hauseigentümer haften nur mit ihrer Immobilie. Es gibt – anders als in Deutschland – keine Durchgriffshaftung des restlichen Vermögens oder des Arbeitseinkommens der Schuldner. Dieser Schutz vor Haftung veranlasste viele amerikanische Haushalte beim Hauskauf das Risiko zu suchen und sich zu übernehmen, weil sie wussten, dass sie nichts falsch machen konnten.

Im Fall, dass der Hauspreis weiter steigt, ist der Käufer fein raus. Er kann das Haus verkaufen, den Kredit zurückzahlen und einen Gewinn in Höhe des Wertzuwachses erzielen. Oder er kann noch mehr Kredit aufnehmen. Im Fall eines sinkenden Preises hat der Käufer zwar Pech, aber kein wirkliches Problem. Er muss nur den Schlüssel des Hauses bei der Bank abgeben und den Verzicht auf sein Eigentum und die Nichtbedienung des Kredits erklären. Ansonsten hat er mit der Sache nichts weiter zu tun. Diese abenteuerlichen Anreizstrukturen führten zu hemmungslosen Kaufentscheidungen der amerikanischen Privathaushalte. Sie sind der mikroökonomische Kern der amerikanischen Immobilienblase.

### Der Markt der heißen Kartoffeln

Warum aber haben die Banken dieses für sie so ungünstige Spiel mitgemacht? Dafür gibt es zwei Gründe. Erstens, wie

erwähnt, das geringe Eigenkapital, das die Banken verleitet hat, ein immer höheres Risiko zu suchen.

Der zweite Grund ist schlicht, dass die Banken Kredite vergeben mussten. Dazu zwang sie der Community Reinvestment Act, ein Programm, das 1977 unter Präsident Carter eingeführt wurde, um der Verwahrlosung von Wohnbezirken entgegenzuwirken. 1994 wurde das Gesetz unter Präsident Clinton nochmals verschärft. Es setzte die Banken unter Druck, auch Kunden mit geringer Bonität Kredite zu geben. So kam es, dass sich selbst Geringverdiener und Arbeitslose Häuser per Kredit kaufen konnten.

Die Hypothekenbanken wussten natürlich, wie problematisch die Kreditforderungen waren, die sie auf diese Weise erwarben. Der Ausweg war die Verbriefung der Ansprüche. Statt die Forderungen selbst zu halten und geduldig auf die Rückzahlung zu warten, verkauften sie die Ansprüche an andere Banken oder Finanzinvestoren. Sie schufen dafür die schon erwähnten MBS-Papiere und lockten die Käufer mit Preisabschlägen bzw. hohen Effektivrenditen.

Doch auch die Käufer hatten kaum Illusionen über die Bonität der Papiere. Deshalb beeilten auch sie sich, diese schnell weiterzureichen. Die Ansprüche gegen die Häuslebauer hatten den Charakter von heißen Kartoffeln, die niemand lange in der Hand halten wollte, um sich nicht zu verbrennen. Um die Ansprüche weiterreichen zu können, verbrieften die Banken die Papiere erneut und schufen die CDO-Papiere. Diese Logik setzte sich fort. Am Ende hatten einige der Papiere 40 Verwertungsstufen hinter sich. Es entstand eine Kaskade von ineinander verschachtelten Ansprüchen, die niemand mehr durchschaute.

Der Markt für die CDO- und MBS-Papiere erreichte 2006 mit etwa 1,9 Billionen US-Dollar Neuemissionen sein größtes Volumen. Dann nahmen die Rating-Agenturen ihre Bewertungen radikal zurück und der Markt brach zusammen – auf gerade mal geschätzte 53 Milliarden US-Dollar im Jahr 2009. Das Marktvolumen kollabierte um 97%.

Trotz der Warnung im Jahr 2007 kann man nur von einem Versagen der großen Rating-Agenturen sprechen. Die Rating-

Agenturen haben die verbrieften Wertpapiere untersucht und hätten Licht in das Dunkel der wirtschaftlichen Verflechtungen bringen können. Stattdessen haben sie mit viel zu guten Bewertungen dazu beigetragen, dass die zweifelhaften Papiere in der ganzen Welt ihre Käufer fanden. Und auch Mitte 2007 kam ihre Warnung zu spät. Zu dem Zeitpunkt waren die Hauspreise bereits ein Jahr am Fallen.

### Staaten als Retter

Warum haben die Aufsichtsbehörden die toxischen Wertpapieren nicht verboten? Erhellend ist die Aussage eines hochrangigen Vertreters der Banque de France vom Oktober 2008. Gefragt, wie sein Haus über die Zulassung von Finanzprodukten entscheidet, sagte der Zentralbanker:

»Wir hatten uns eigentlich vorgenommen, ein Finanzprodukt nur dann zu genehmigen, wenn es wenigstens einer von uns wirklich verstand. Diesen Grundsatz konnten wir aber nicht durchhalten, denn wir mussten stets befürchten, dass es dann von den Briten oder den Deutschen genehmigt werden würde. Also haben wir die Augen zugedrückt und die Genehmigung erteilt.«

Dieses Zitat drückt die Tragik der Bankenaufsicht auf dramatische Weise aus. Man wollte nicht strikter sein als andere Länder, weil man befürchtete, dass das Bankgeschäft dann dort gemacht würde. So ist der Wettbewerb der Staaten und Regulierungsbehörden zu einem Laschheitswettbewerb degeneriert.

Doch haben sich die Staaten wenigstens in der Krise bewährt? Der G7-Gipfel und die EU-Konferenz im Oktober 2008 stellten die Weichen für eine beispiellose Rettungsaktion zugunsten der Banken. Inzwischen summieren sich die Garantien, Kredite, Zuschüsse und Eigenkapitalhilfen auf bald 5 Billionen Euro. Nicht enthalten sind die staatlichen Konjunkturprogramme. Die Summe ist geradezu astronomisch, auch wenn es sich nur zu einem kleinen Teil um echte Ausgaben handelt.

Deutschland hat insgesamt 578 Milliarden Euro zur Rettung seines Bankensystems zur Verfügung gestellt. Damit ist das deutsche Rettungspaket aus-

reichend dimensioniert. Trotzdem ist es ungeeignet, die dringend notwendige Rekapitalisierung des Bankensystems zu bewerkstelligen. Der Grund ist einfach: Der größte Teil der Mittel sind Bürgschaften. Bürgschaften helfen jedoch nicht, Eigenkapitalverluste auszugleichen. Die ebenfalls angebotenen Eigenkapitalhilfen aber werden nur sehr zögerlich in Anspruch genommen. Von 100 Milliarden Euro, die der Staat bereitgestellt hat, wurden bislang gerade einmal 19 Milliarden abgerufen – hauptsächlich von der Commerzbank.

Der Grund ist, dass die Annahme staatlichen Eigenkapitals mit Strafen verbunden ist: Vertreter der Behörden lassen sich in den Aufsichtsräten nieder und reden dort mit. Außerdem werden die Managergehälter gekappt. Vorstände von Banken, die Staatshilfen in Anspruch nehmen, dürfen jährlich nur 500 000 Euro verdienen – ein empfindlicher Einschnitt für Bankvorstände, die in Deutschland vor der Krise im Durchschnitt 2,2 Millionen Euro pro Jahr bekamen.

Die verständliche Devise in den Bankvorständen lautet deshalb: „Runter mit dem Geschäftsvolumen!“. Die Banker ziehen es vor, ihre Bilanzen wieder in Ordnung zu bringen, indem sie ihr Aktivgeschäft reduzieren, das heißt, weniger Kredite an die Firmen vergeben.

Das Problem ist gravierend: Bei einer durchschnittlichen bilanziellen Eigenkapitalquote von vier Prozent bedeutet ein Prozent Verlust auf die Anlagen die Vernichtung von einem Viertel des Eigenkapitals. Um die Eigenkapitalquote zu halten, muss die Bank entsprechend ein Viertel ihres Geschäftsvolumens abbauen, also 25 Prozent der Ausleihungen. Dieser gewaltige Bilanzmultiplikator kann der deutschen Wirtschaft zum Verhängnis werden. Kommt der Kreditfluss ins Stocken, fehlt das Geld für die notwendigen Investitionen, und der beginnende Aufschwung gerät in Gefahr.

### Was nun zu tun ist

Verantwortungsbewusste Politik kann das nicht zulassen. Der Staat muss das fehlende Eigenkapital bereitstellen – aber nicht als Geschenk. Staatliche Geschenke würden geradezu einladen, das alte, riskante Geschäftsmodell fortzusetzen.

Vernünftiger ist der folgende Weg: Banken, die am Markt nicht genug Eigenkapital finden, um das Bilanzvolumen der letzten drei Jahre mit mindestens vier Prozent Eigenkapital zu unterlegen, müssen akzeptieren, dass der Staat das Eigenkapital auffüllt und Teilhaber wird. Die Altaktionäre müssen den Staat als Mitgesellschafter akzeptieren. Der Staat erhält für seine Hilfe Aktien zu einem fairen Preis.

Natürlich dürfen die Banken keine Behörden werden. Der Staat hat zwar Geld, ist aber ein schlechter Banker. Die private Rechtsform muss deshalb unbedingt erhalten bleiben. Sie schützt die privaten Minderheitseigentümer und die Volkswirtschaft davor, dass der Staat seine Machtposition missbraucht. Die private Rechtsform ist auch deshalb erforderlich, weil der Staat seinen Aktienbesitz nicht auf Dauer halten soll. Sobald die Krise vorbei ist, soll er seine Anteile wieder verkaufen – gerne auch mit Gewinn.

Für die Zeit nach der Krise sind noch zusätzliche Schritte notwendig. So ist es von entscheidender Bedeutung, die Ordnungs- oder Regulierungsregeln des Bankensystems international zu harmonisieren, um dem Lachsheitswettbewerb einen Riegel vorzuschieben. Zu dem Zweck müssen die Staaten der Welt sich zu einem Basel-III-Abkommen zusammenfinden, das Mindeststandards für die Qualität der Bankprodukte festlegt. Mit dem G-20-Gipfel von Pittsburgh ist ein Anfang für eine solche Harmonisierung der Bankenregulierung gemacht worden. Seither ist es um dieses Thema aber bedenklich still geworden.

Insbesondere müssen die Regulierer langfristig höhere Eigenkapitalquoten verlangen. Das ist die Schlüsselstrategie für die Gesundung des Bankwesens. Ein hoher Eigenkapitalanteil puffert Stöße besser ab. Vor allem schafft er mehr Sorgfalt im Umgang mit dem Risiko, weil die Aktionäre mehr zu verlieren haben. Die Vertreter der Banken werden diese Vorschläge nicht mögen, weil dadurch die Eigenkapitalrendite sinkt. Aber wenn aus der Krise eine Lehre gezogen werden kann, dann diese: Dem Geschäftsmodell mancher Banken, aus bloßem Risiko Erträge zu generieren, muss ein für alle mal der Boden entzogen werden.

