

Der Grund für die Konjunkturausschläge liegt in der Geldmengenausweitung. Zinssenkungen führen zur Verschärfung struktureller Probleme und zur Geldentwertung.



Bild: Vahiton / Wordpress

Thomas Mazur bei seiner Rede während des Management Camps auf Sylt

Leitzins, Geldmenge und Vertrauen

Finanzakrobatik für Einsteiger. Erst als das renommierte US-amerikanische Finanzinstitut Lehman Brothers im vergangenen Jahr, bezeichnenderweise kurz vor dem 11. September, zusammengebrochen war, wurde vielen bewusst, dass die Finanzkrise doch etwas mit der Realwirtschaft zu tun haben könnte. Wie Krisen entstehen, lesen Sie im ersten Teil¹ der Rede, die Thomas Mazur² auf dem Management Camp während der „Biike³“ hielt.

Meine sehr geehrten Damen und Herren, lassen Sie uns uns zunächst die Frage diskutieren, wie öko-

nomische Krisen entstehen. Hierzu möchte ich eine kleine Geschichte erzählen und einige Schlussfolgerungen daraus ableiten. Sie wird einem der gegenwärtig größten Finanzinvestoren, Warren Buffet, zugeschrieben.

Es waren einmal zwei nicht weit voneinander entfernt gelegene Inseln in einem großen Ozean. Die Hauptstadt der

einen Insel hieß „Thriftville“, was übersetzt so viel wie die „Stadt des Fleißes“ bedeutet. Das Zentrum der anderen Insel nannte sich „Squanderville“, die „Stadt der Verschwendung“. Beide Reiche lebten in friedlicher Koexistenz. Es wurde so viel produziert, dass es für alle reichte. Da jedoch die Menschen von Thriftville besonders fleißig waren, stellte sich mit der Zeit ein Überschuss ein, und sie beschlossen, in Squanderville einen kleinen Laden zu eröffnen und Waren zu verkaufen. Das gefiel auch den Leuten vor Ort, denn sie waren schlau und dachten sich: „Das ist ja ausgezeichnet, da brauchen wir nicht mehr so viel zu arbeiten“, und bezahlten die Waren mit Schuldversprechen in ihrer eigenen

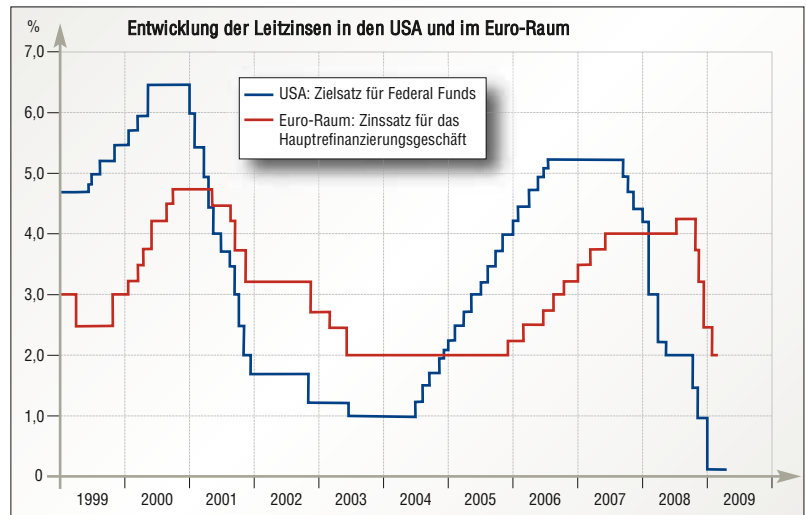
¹) Der zweite Teil der Rede über die Möglichkeiten, in der Krise zu bestehen, folgt in der kommenden Ausgabe 4/2009 von ECONOMIC ENGINEERING.

²) Der Referent ist Wirtschaftsprüfer bei Ernst & Young.

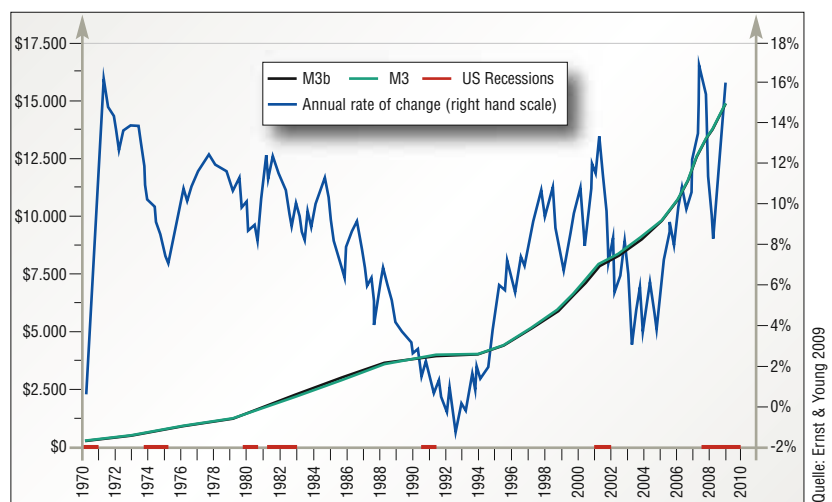
³) Die Veranstaltung fand vom 19. bis zum 21. Februar in Westerland (Sylt) statt.

Währung, Squander Dollars. Das ging eine ganze Zeit lang gut, und die Bewohner von Thriftville wurden reich – zumindest an Schuldverschreibungen. Allerdings wuchs das Misstrauen, da die Bewohner von Squanderville befürchteten, irgendwann wieder arbeiten zu müssen, und die Bewohner von Thriftville sich der relativ einseitigen Beziehung immer mehr bewusst wurden, weil sie ja nur Schuldverschreibungen in einer Währung hatten, die auf ihrer eigenen Insel keinen Wert hatte. Trotz dieses mulmigen Gefühls investierten sie die Squander Dollars in Squanderville, und es kam zu einem merklichen wirtschaftlichen Aufschwung in der Region.

Soweit die Version von Warren Buffet. Jetzt entwickeln wir die Geschichte weiter. Es geschah nämlich etwas, was auffällige Parallelen zur gegenwärtigen Finanzkrise hat. Die in Squanderville ansässige Zentralbank hatte eine wunderbare Idee: Sie senkte den Leitzins deutlich, um den Aufschwung weiter in Gang zu halten. Nachdem nun Kredite so günstig angeboten wurden, kamen die Einwohner von Squanderville auf die Idee, sich noch weiter zu verschulden, und jeder kaufte sich ein kleines Häuschen. Zwar nahmen im weiteren Verlauf die Ersparnisse deutlich ab, dafür kam aber der Immobilienmarkt in Schwung und die Häuserpreise stiegen. Die angehobenen Immobilienpreise führten dazu, dass sich die Besitzer der Häuser noch reicher fühlten und anfangen, noch mehr zu konsumieren, weil die Banken die Häuser höher beliehen. Natürlich war so auch sichergestellt, dass die Bewohner von Squanderville immer noch nicht arbeiten mussten, was sie so gar nicht mochten. Natürlich wunderte man sich in Thriftville sehr über den atemberaubenden Auf-



Die wichtigsten Zinssätze sind am historisch tiefsten Punkt angekommen. Ein wichtiges Steuerungsinstrument verliert damit seinen Einfluss.



Wachstum der Geldmenge M3: Banken haben in der Überhitzungsphase erst spät reagiert und über Jahre sehr hohe Wachstumsraten zugelassen.

schwung in Squanderville, doch die im Wert immer weiter steigenden Squander-Schuldverschreibungen beruhigte die Thriftville-Einwohner, bedeutete dies doch, dass auch sie immer reicher wurden. Irgendwann kam der Tag, an dem in Squanderville alle Sicherheiten beliehen waren. Auch die Zentralbank dort

war in eine Zwickmühle geraten, nachdem die misstrauischen Thriftville-Einwohner sie dazu verdonnert hatten, eine gewisse Eigenkapitaldeckung der ausgebenen Darlehen aufzuweisen. Allerdings galt diese Regel für gewisse Hedgefonds nicht – wie in der realen Welt: die Finanzbranche tickt eben etwas uneinheitlich, das war schon im-

mer so. Diese Institute mit herrlich klingenden Namen kamen auf die Idee, Schuldverschreibungen von schlechter Bonität mit jenen guter Bonität zu mischen. Es entstanden neue Wertpapiere-Formen, die sich wunderbar verkaufen ließen. Kein Wunder, denn das Marketing hatte ganze Arbeit geleistet: Es gab ihnen Bezeichnungen wie „High grade structured credit enhanced leverage funds“ – gab es tatsächlich von Bear Stearns. Wer würde da nicht sagen: Klar, das ist eine ganz tolle Sache? Praktisch jeder in Thriftville kaufte diese Papiere. Die Folge: Die Aktienkurse und die Immobilienpreise gingen weiter nach oben.

Allerdings gab es bald keinen mehr, der den ganzen Wust an gegenseitigen Abhängigkeiten überblickte. Keiner wusste, was sich hinter „Asset Back Securities“, „Collateralized Debt Obligations“ oder „Structured Investment Vehicles“ wirklich verbarg. Eigentlich auch kein Wunder, denn es wurden reihenweise Gesellschaften von den Finanzinstituten ausgegründet, die in keiner Bilanz mehr auftauchten und ihren Sitz zum Beispiel auf den Bahamas hatten.

Jetzt zurück zur realen Welt: Was wirklich verwunderlich ist, ist die Tatsache, dass gegen diese überbordende Komplexität kein Finanzanalyst die Stimme erhob. Selbst renommierte Rating-Agenturen gaben fantastische Ratings wie „AAA“ ab, was höchste Bonität für die Finanzinstitute bedeutet. Wie wir wissen, ging das noch einige Jahre lang gut, bis der erste Dominostein, nämlich Bear Stearns, umfiel und eine Kettenreaktion auslöste.

Es liegt auf der Hand, dass die Freizügigkeit bei der Kreditvergabe in den Vereinigten Staaten ein Systemfehler war. Hinzu kam die enorme Kreativität der Finanzwirtschaftler und deren Vergütungssystem: Investment- und Hedgefonds-Manager haben einen sehr hohen variablen Gehaltsanteil. Übrigens war der Umschlagplatz für derartige „Produkte“ London. Heute läuft in dieser Hinsicht dort gar nichts mehr. Nicht vergessen werden dürfen in diesem Spiel auch die Rating-Agenturen, über die stets gesagt wurde: „Die kontrolliert ja gar keiner.“

Konjunktur im Auf und Ab

Wenden wir uns nun den Ergebnissen wissenschaftlicher Arbeiten zu. Es gibt mehrere Theorien zur Beschreibung

von Konjunkturzyklen. Ich möchte an dieser Stelle nur die Arbeit von Ludwig von Mises aus dem Jahr 1928 zitieren. Von Mises' Aussage lautet: Die Volatilität im Konjunkturverlauf ist im Grunde genommen hausgemacht, sie wird über die Geldmenge und den Leitzins gesteuert. In Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs werden die Leitzinsen so weit gesenkt und die Geldmenge so weit ausgeweitet, bis die Konjunktur wieder anspringt. Dies führt zu einem quasi sinusförmigen Verlauf der Konjunktur, einer Unter- beziehungsweise Überzeichnung eines Idealzustands. Die Zentralbanken bewirken durch ihren Eingriff, dass die Immobilienpreise unter den tatsächlichen Wert fallen können – vielleicht lohnt es sich ja noch, ein halbes Jahr mit dem Häuserkauf zu warten – oder darüber hinauschießen. Es sollte nicht unerwähnt bleiben, dass die US-Amerikaner eher zur Überreaktion neigen. So hatte der Chef der Federal Reserve, Alan Greenspan, nach dem Attentat vom 11. September 2001 den Leitzins bis auf 1 Prozent gesenkt, um die US-Wirtschaft nach dem gerade angebrochenen Aufschwung in Fahrt zu halten.

Jetzt, wo wir erstmals offiziell von einer Rezession sprechen dürfen, weil die deutsche Wirtschaft drei Quartale hintereinander ein „negatives Wachstum“ aufweist, können wir uns durchaus fragen: Wird daraus eine Depression, eine lange Phase des wirtschaftlichen Abschwungs, wie wir sie aus den Jahren nach 1929 kennen? Immerhin schrumpfte die US-Wirtschaft von 1929 bis 1932 um mehr als 30 Prozent! Allerdings: Bei der jetzigen Krise lassen sich keine Parallelen zur der von 1929 ausmachen. Denn damals wurde so ziemlich alles falsch gemacht, was man nur falsch machen konnte. Es wurde an allen Ecken und Enden gespart, sogar den Staatsdienern wurden die Pensionen gekürzt und der freie Weltmarkt stark eingeschränkt, weil sich Protektionismus breit machte. Die gegenwärtig diskutierten und aufgelegten Konjunkturprogramme halte ich für den richtigen Weg.

Vergleichbar ist die Situation mit der in Japan. Auch dort platzte vor 20 Jahren eine Spekulationsblase auf dem Aktien- und Immobilienmarkt, von der sich das Land bis heute nicht erholt hat: Die japanische Wirtschaft ist im vergangenen Jahr aufgrund der enormen Abhängigkeit vom Export um fast 13 Prozent

eingebrochen. In Nippon besteht das Problem, dass die Leitzinsen schon lange nahe bei 0 Prozent liegen. Außer Staatsausgaben gibt es praktisch kein Mittel, etwas gegen die Krise zu unternehmen. So mag es nicht verwundern, dass auch Japan ein Konjunkturprogramm im Wert von etwa 700 Milliarden US-Dollar (75 Milliarden Yen) aufgelegt hat, das nur knapp unter den 787 Milliarden des Programms der jetzigen US-Regierung liegt.

Wie wir alle wissen, wächst die Gefahr von faulen Krediten, wenn der Leitzins gesenkt wird. Ein weiterer wichtiger Indikator ist die Geldmenge. Sie wurde in den letzten Jahren deutlich ausgeweitet. Damit nehmen die Politiker mit sehendem Auge die Inflation in Kauf.

Nur von den ökonomischen Fakten her hätten wir die Krise bald überwunden. Jedoch wissen wir von der Wirtschaftskrise aus den 30er Jahren, dass sie im Grunde genommen bis zum Zweiten Weltkrieg gedauert hat. Eine Ursache hierfür liegt im Vertrauensverlust. Wer sich einmal betrogen fühlt, glaubt seiner Bank oder seinem Geschäftspartner kein zweites Mal. Verlorenes Vertrauen lässt sich nur sehr langsam wieder zurückgewinnen. Und natürlich kann man von dieser Situation profitieren. Wer zum Beispiel jetzt Spielgeld übrig hat, kann vom sogenannten Spread profitieren, dem Zinsunterschied zwischen Bundes- und Industrieanleihen. Er war noch nie so groß wie derzeit. Nur zur Warnung: Das kann auch schiefgehen.

Was lernen wir daraus? Einerseits gibt es immer wieder Überreaktionen der steuernden Teilnehmer. Das Verhalten kennen wir von der Fahrt auf der Autobahn, wenn wir uns einem vor uns liegenden Stau nähern: Wir neigen dazu, zu stark auf die Bremse zu treten und dadurch den Stau zu verschlimmern. Genauso übrigens, wie wir nach dem Passieren der Baustelle gerne wieder richtig aufs Gaspedal treten. Es entstehen Wellenbewegungen, die von Mises für Volkswirtschaften vorhergesagt hat und die wir tatsächlich beobachten können – etwa bei den Immobilienpreisen, die vermutlich in etwa drei bis fünf Monaten ihren Tiefstand erreicht haben werden. Leitzinspolitik und Geldmenge sind der Nährboden für die Überhitzung der Wirtschaft. Platzt dann die Spekulationskrise, kommt es zu einer Finanzkrise und gleichzeitig zu einer Vertrauenskrise.