

2. Von der Verbriefung der US-Immobilien zur Stockung der Geldmärkte: Die Vorgeschichte der Finanzkrise

Frage: Finanzmärkte besitzen durchaus "ein Gedächtnis". Ausgangspunkt der aktuellen Krise war nicht eine Spekulation in Unternehmensanleihen - wie der *Junk Bond Markt* Ende der Achtziger Jahre - oder ein überbewerteter Aktienmarkt - hier waren die Folgen der geplatzten Blasen der *New Economy* Ende der Neunziger noch nicht alle verarbeitet. Ausgangspunkt der Krise war ein spekulativer Boom in der Finanzierung von US-Wohnimmobilien, einem Bereich, der traditionell als besonders seriös galt. Nicht umsonst hieß die Kreditvergabe mit Immobilien als Sicherheit früher auf gut Kaufmannsdeutsch "Realkreditgeschäft". Anders als bei manchen anderen Geschäftsfeldern hat man hier etwas ganz Greifbares zu Grunde liegen: Gebäude und die Flächen, auf denen sie stehen. Warum hat ausgerechnet dieser Markt eine Weltwirtschaftskrise eröffnet?

Antwort: Selbstverständlich muss jedes Unternehmen einen Platz auf der Erde haben - und sei es ein Briefkasten - und jeder Mensch irgendwie wohnen. Ob dies aber auch als Basis eines gewinnbringenden Geschäftes taugt, ist ein etwas anderes Problem. Denn dabei geht es nicht um die gegenständliche Realität eines Grundstücks oder Gebäudes, sondern darum, wieviel sich mit ihnen verdienen lässt: Wieviel kann an Mieten oder Pachten eingenommen werden? Erst mit diesen Einnahmen aus der Immobilie wird es möglich, der Erde selbst einen "Wert" zuzuschreiben, der kein Wert ist, sondern ein Preis: Die realen Immobilienwerte sind auch nur fiktives Kapital, ihre Grundlage besteht nicht in Quadratmetern Nutzfläche, sondern in der Kapitalisierung von (erwarteten) Zahlungsströmen. Und wie beim Kauf eines anderen Vermögensgegenstandes steckt der Verkaufserlös nach der Bezahlung einer Immobilie nicht im erworbenen Objekt, sondern in der Tasche des bisherigen Eigentümers, der mit ihm von dannen geht.

Im Sommer 2007 galten Auskünfte über risikoreiche US-Hypotheken (*Sub-Prime-Mortgages*) als Schlüssel zur Lage der Weltwirtschaft. Heute - im Sommer 2010 - werden sie zumeist nur mehr als Kuriosität erwähnt. Ein Blick zurück auf die Besonderheiten des US-Immobilienmarktes und seines neoliberalen Umbaus seit 1980 zeigt jedoch die besondere ökonomische und soziale Konstellation, aus der zu Beginn dieses Jahrhunderts in den USA ein beispielloser Immobilienboom entstand, ein Boom, der nachhaltigen Einfluss auf die Verhältnisse der volkswirtschaftlichen Sektoren ausübte. Dabei ging es weniger um die Wohnungssorgen armer Leute, die schwerlich genug Kredit bekommen, um über ihre Zahlungen einen Boom und ihre Zahlungsausfälle eine Krise zu bewirken. Aber der Hypothekenmarkt besteht nicht nur aus den prekären Segmenten, sondern ist einer der größten Kreditmärkte. In den USA realisiert die Bauwirtschaft regelmäßig etwa 50 Prozent der Investitionen.

Aufschluß über diese Zusammenhänge kann nur gewinnen, wer die beiden Seiten einer Finanzierung, wer Gläubiger und Schuldner untersucht: Finanzierungsfragen sind Eigentumsfragen. Durch Kredite und auf Finanzmärkten findet eine immer neue Umverteilung des Kommandos über das kapitalistische Eigentum stattfindet. Als im Sommer 2007 Zweifel aufkamen, ob die im US-Immobiliensektor investierten Mittel tatsächlich pünktlich zurückfließen würden, kam die Umverteilung ins Stocken und besorgte Investoren wollten ihr Geld zurück. Nun begann ein neuer Wettlauf - der Wettlauf um die Verteilung der Verluste.

2.1. Wohnen in den USA: Prisoner of the American Dream

Die entscheidende Besonderheit des Marktes für Wohnimmobilien besteht darin, dass hier direkt über die räumlichen Bedingungen der sozialen Reproduktion entschieden wird. Die Kosten der Wohnung beanspruchen für abhängig Beschäftigte, wie die Mehrheit der US-Bevölkerung (vgl. Zweig 2000), regelmäßig einen erheblichen Teil ihres Einkommens. Wenn es gar um den Erwerb von Wohneigentum geht, so verfügen sie nur selten über die nötigen Mittel, die teuerste Anschaffung ihres Lebens aus eigener Kraft zu bestreiten. Und nur zu leicht kann die Dynamik des Kapitalismus mit dem Wohnen in einer eigenen Immobilie in

Widerspruch treten: Wenn ein neuer Job andernorts zu suchen ist, findet sich nicht immer ein neuer Käufer für das alte Heim. So oft auch kapitalismusfreundliche Reformer die Schaffung von Wohneigentum als Weg zu sozialer Integration und Harmonie gepredigt haben – ihr Erfolg war selten von Dauer. Die Vorgeschichte der US-Immobilienkrise ist nicht nur die Geschichte von finanziellen Abenteuern und der Veränderung von Standards bei der Kreditvergabe, sie ist vor allem die Geschichte eines ungelösten und in den letzten dreißig Jahren massiv verschärften sozialen Problems (vgl. Isenburg 2002). Doch auch linke Autoren haben diesen Aspekt in ihren Krisendarstellungen meist vergessen.

Schon einmal, in den Jahren der Großen Depression, hatte die US-Politik eine Antwort auf eine Misere der Bauindustrie und eine offene Wohnungsnot entwickeln müssen. Sie bestand damals in der öffentlichen Förderung und Regulierung des Hypothekenmarktes, d.h. in der politisch bewussten Förderung des Wohneigentums für die *Middle Class*, für die Familien vor allem weißer Normalbeschäftigter. Kernstücke waren die Festlegung der US-Sparkassen, der *Savings&Loans* (S&L), auf die Hypothekenfinanzierung, die Absicherung dieses Geschäftes durch öffentliche Hypothekenversicherung – das damalige Doppelpack von *Federal Housing Administration* (FHA) und *Fannie Mae* – und die Unterstützung von Hauskäufern durch die Subventionierung ihrer Hypothekenzahlungen bis auf ein "normales Niveau". Voraussetzung war selbstverständlich die Kreditwürdigkeit der Familien. Die New-Deal-Förderung des Wohneigentums war keine Politik für alle. Hypothekenzahlungen konnten von der Einkommenssteuer abgesetzt werden, Mietzahlungen selbstverständlich nicht. Der Mieterschutz oder Projekte zur direkten Förderung der Wohnbedingungen benachteiligter Schichten der Klasse, das *Public Housing*, genossen kaum politische und finanzielle Unterstützung. Nur so gelang es, in den langen Jahren der Prosperität nach 1945 das Wohnen im eigenen Einfamilienhaus als eine kulturelle und soziale Norm in der US-Arbeiterklasse zu verankern. Waren es 1933 immerhin 44 Prozent aller Familien, die im eigenen Heim wohnten, so stieg der Anteil der Hauseigentümer bis 1972 auf 63 Prozent.

Im Zuge der Krisen der siebziger Jahre kamen auch die Regulierung des Immobilienmarktes und die Förderung des Wohneigentums unter Druck. Die Förderung der Hypothekenzahlungen wurde zurückgefahren. Doch erst am Ende des Jahrzehnts wurden die Institutionen der bisherigen US-Wohnungspolitik Schritt für Schritt aufgelöst: Der Markt sollte es richten. Das Zauberwort hieß *Immobilienverbriefung*, die Verwandlung von Hypotheken in handelbare Wertpapiere. Der neue Markt konnte sich jedoch nur entwickeln, weil nach der Privatisierung von *Fannie Mae* 1968 und der Gründung von *Freddie Mac* 1970 zwei große Unternehmen für die nötige Liquidität und Absicherung gegen Ausfallrisiken bereitstanden. Die beiden Unternehmen durften seit 1970 auch solche privaten Hypotheken erwerben, die nicht von der FHA versichert waren. Sie lösten damit die ursprünglichen Hypothekengläubiger lange vor Ende der Laufzeit aus und refinanzierten sich selbst durch Ausgabe von Wertpapieren, für die sie aufgrund der informellen Garantie durch die US-Regierung geringere Zinsen zahlen mussten: Erst die öffentliche Garantie für *Fannie Mae* und *Freddie Mac* ermöglichte die breite private Immobilienverbriefung.

Nur auf diesem Umweg konnten Hypotheken an Investoren, schließlich auch im Ausland, verkauft werden. Erst so konnte sich ein tiefer Sekundärmarkt entwickeln. Als die *Savings&Loans* mit der Schuldenkrise Anfang der achtziger Jahre und der Deregulierung der Finanzmärkte ins Taumeln kamen, stand die Ablösung bereit.[Grafik 2.1.1] In nicht einmal zehn Jahren verloren sie ihre dominierende Stellung auf dem Hypothekenmarkt. Parallel nahm der Anteil von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* am Hypothekenmarkt massiv zu. Sie setzten auf dem zuvor recht bunten Hypothekenmarkt klare Standards durch. Wer sich keine *Fannie Mae*-kompatible Hypothek "von der Stange" (*plain vanilla*) leisten konnte, dessen Chancen standen schlecht: Denn nur so genormte Hypotheken konnten weiter verkauft werden, nur an ihnen hatten die Hypothekengläubiger Interesse. Deshalb wirkte sich die öffentliche Rückversicherung der beiden Institute kaum mehr positiv – etwa durch geringere Zinsen – für finanziell schwache Hauskäufer aus, sondern bildete nur eine Absicherung für Immobilienentwickler und einen Puffer für Finanzinvestoren. Tatsächlich verschärfte die verstärkte Marktorientierung bei der Finanzierung die Spaltung auf dem Wohnungsmarkt und die Konzentration des Neubaus auf die Bedürfnisse der

zahlungsfähigen und kreditwürdigen Gruppen. Die Fertigstellung neuer Wohneinheiten lag die ganzen neunziger Jahre hindurch unter dem Niveau der achtziger Jahre – nur bei Einfamilienhäusern erholte sich die Produktion.[Grafik 2.1.2.] Die so hergestellte Situation beschrieben Dorene Isenberg und Gary A. Dymski schon mit Blick auf die neunziger Jahre als eine Krise der sozialen Reproduktion, von der zuerst Frauen betroffen waren (Isenberg/Dymski 2002).

Der Wandel am US-Wohnungsmarkt war eingebettet in eine massiv zunehmende Ungleichheit der Einkommensverteilung und einen tiefgreifenden Wandel der Finanzierungsverhältnisse der US-Wirtschaft. Wie in anderen entwickelten Industrieländern war auch in den USA der Sektor der "Privaten Haushalte" über Jahrzehnte die wichtigste Quelle neuer Kredite gewesen, die an den Staat und die Nichtfinanziellen Unternehmen vergeben wurden. [Grafik 2.1.3] Seit Anfang 1983 trat jedoch das Ausland als entscheidende Kreditquelle neben die privaten Haushalte. Dann führte die Finanzkrise der späten achtziger Jahre – der Krach des *Junk Bond*-Marktes und der kapitalmarktfinanzierten Unternehmensübernahmen – zu tiefgreifenden Änderungen der Finanzpolitik der US-amerikanischen Unternehmen außerhalb des Finanzsektors: Um den Einfluss der Fremdkapitalgeber zu vermindern, reduzierten sie ihre Verschuldung. Ab Mitte der Neunziger wurde zudem unter Clinton für einige Jahre die Neuverschuldung des Staates deutlich vermindert, ja, zu einem positiven Saldo gewendet. In dieser Situation wandelte sich Ende der Neunziger der Sektor der privaten Haushalte erstmals von einer Kreditquelle zu einem Bereich, der jährlich mehr Mittel ausgab, als er einnahm.

In der offiziellen Wirtschaft und Politik – allen voran US-Präsident Clinton und Fed-Chef Alan Greenspan – herrschte zu dieser Zeit eitel Sonnenschein. Diskutiert wurde über die Verwendung der Budgetüberschüsse und nicht etwa über das Defizit im Außenhandel, zumal ja eine weithin geräuschlose Finanzierung dieser Defizite durch eine vermehrte Verschuldung der USA im Ausland gelang. Einige Wirtschaftskommentatoren waren so pffiffig, dies für ein normales Tauschgeschäft zu erklären: Die Vereinigten Staaten kauften Waren und Dienstleistungen im Ausland – und das Ausland kaufe US-Vermögenswerte, weil die USA ein so besonders erfolgreiches Land für Kapitalanleger sei. Auch die zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte sahen die offiziellen Experten kaum als Problem: Denn auf der anderen Seite könnten die Haushalte doch durch steigende Aktienkurse auch ein gestiegenes Vermögen vorweisen, die Bilanz sei also in Ordnung.

In diesem Moment des neoliberalen Triumphes machten sich einige Ökonomen jenseits des Mainstreams auf, Keynesianer, aber auch Marxisten, die wenig tragfähigen Grundlagen der *New Economy* bloßzulegen. Ausgehend von nachfragetheoretischen Positionen legte Wynne Godley (1999/2000) im Sommer 1999 eine Abrechnung zur US-Wirtschaftsentwicklung vor.³⁰ Er erinnerte daran, dass die Finanzierung der US-Außenhandelsdefizite langfristig auch zu entsprechenden Zinszahlungen an das Ausland führen müssen – und dass Investitionen in US-Wertpapiere nicht zur Erhöhung der Produktivität der US-Unternehmen führen. Er wies darauf hin, dass gestiegene Aktienkurse nur einen Buchgewinn darstellen, den nicht viele Haushalte für sich realisieren könnten, ohne die Aktienkurse in den Keller zu schicken. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis sei aber jetzt schon außerordentlich hoch (vgl. Shiller/Campbell 1998, 25). Die Verschuldung der privaten Haushalte dagegen sei mit Zinszahlungen und Tilgungen verbunden, die aus dem laufenden Einkommen zu begleichen sind. Mit dem historisch völlig neuartigen negativen Finanzierungssaldo der privaten Haushalte ist die Zunahme ihres Schuldendienstes verbunden. Wohl könne es noch ein oder zwei gute Jahre für die US-Wirtschaft geben, mittelfristig sei dieses Modell jedoch nicht zu halten: Die gefeierten Budgetüberschüsse würden schon in der nächsten Rezession verschwinden. Vor allem aber werde die zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte und die zunehmende Auslandsverschuldung ohne wirtschaftspolitische Kehrtwende einen "sensationellen Tag der Abrechnung" herbeiführen. Tatsächlich kündigte sich nach dem Platzen der *New Economy*-Blase im Jahr 2000 rasch eine Rezession in den USA an.³¹ Im

30 Mit anderer Methodik, doch ähnlichen keynesianischen Konzepten diagnostizierte Dean Baker (2000) parallel die Folgen der *Double Bubble* – der doppelten Blase eines Aktienbooms und eines überbewerteten Dollar.

31 Vgl. dazu Godley (2000), Campbell./Shiller (2001), Godley/Izurrieta (2001a), Godley/Izurrieta (2002b) und Sebastian Gerhardt

Laufe des Jahres 2001 rutschte der staatliche Sektor auch wieder ins Defizit – noch vor dem 11. September. Von dort an bis zum Beginn der Finanzkrise Mitte 2007 verschuldeten sich sowohl die privaten Haushalte als auch der staatliche Sektor immer stärker – während die Mittel dazu im wesentlichen im Ausland aufgebracht wurden.

Gemessen an der Veränderung des BIP war die Krise 2001/2002 in den USA kurz und relativ milde. Deutsche Keynesianer haben es in den folgenden Jahren selten versäumt, die Bundesregierung auf die viel aktivere antizyklische Ausgabenpolitik der Regierung Bush in Washington hinzuweisen. Ihre Kollegen in den USA waren weniger optimistisch: Zwar vermerkten auch sie die Stützung der Konjunktur durch die öffentlichen Ausgaben, doch einen Ausgleich der wirtschaftlichen Ungleichgewichte konnten sie nicht feststellen: Die Verschuldung der privaten Haushalte stieg weiter an. Schon im Jahr 2002 analysierten sie die Ablösung der Aktienblase durch einen Immobilienboom.³² Schritt für Schritt verfolgten sie die Ergänzung der privaten durch eine rasch wieder zunehmende öffentliche Verschuldung.³³ Eine neue ökonomische Strategie, die nicht nur einfach staatliche Nachfrage sicherstellen, sondern einen neuen sozialen Anstoß geben müsste, blieb jedoch aus. Trotz Arbeitslosigkeit in den USA und weltweiter Armut waren es vielmehr die Militärausgaben, die zunahmen. Eine Korrektur der Schwächen des US-Außenhandels erfolgte nicht. (Godley e.a. 2004) Ab Ende 2004 nahm auch der Sektor der privaten, nichtfinanziellen Unternehmen in der guten Konjunktur wieder neue Kredite auf. Im Ergebnis standen Ende 2005/Anfang 2006 nur noch zwei Fragen: 1) Kann die Symbiose der Vereinigten Staaten und ihrer Kreditgeber fortgesetzt werden? 2) Sind die Immobilienpreise, die Verschuldung der privaten Haushalte und das aktuelle Wachstum durchzuhalten? Die negative Antwort auf die zweite Frage fiel nicht besonders schwer (vgl. Papadimitriou e.a. 2006).

Bis Mitte der neunziger Jahre zeigten die Preise für Wohnimmobilien ein zyklisches Muster – die Zuwächse im Boom gingen in der Krise und Depression wieder verloren. Ende der neunziger Jahre setzte aber zuerst in einigen Boomregionen des US-amerikanischen Westens ein konjunktureller Anstieg der Hauspreise ein, der sich zu Beginn des neuen Jahrzehnts zu einem landesweiten Anstieg der Immobilienpreise ausweitete (vgl. Shiller 2007a). [Grafik 2.1.4.] Zunächst stand dieser Boom im Schatten der Aktienkurse, doch auch nach dem Platzen der New-Economy-Blase setzte sich die Zunahme der Immobilienpreise fort. Das hatte nichts mit den Baukosten zu tun, auch die Mieten blieben hinter dem massiven Anstieg der Hauspreise zurück. Nur nach und nach reagierte der Bausektor mit einem vermehrten Wohnungsneubau, der von 2002 bis 2006 die Investitionen deutlich prägte.[Grafik 2.1.5.] Aber erst 2005/2006, am Höhepunkt des Immobilienbooms, wurden wieder Produktionszahlen wie in den frühen Siebziger erreicht. Da aber der Anteil der Einfamilienhäuser weiter zugenommen hatte, war eine Lösung des Wohnungsproblems trotzdem nicht in Sicht.[vgl. Grafik 2.1.2.] Im Gegenteil: Der Immobilienboom brachte ganz unmittelbare Verlierer hervor. Die Clinton-Regierung hatte zwar noch im Herbst 1999 *Fannie Mae* veranlasst, ihre Standards für den Ankauf von Hypotheken etwas zu senken, um einigen Geringverdienern eine Aussicht auf den Erwerb von Wohneigentum zu verschaffen (vgl. Holmes 1999). Auch in den folgenden Jahren setzten sich die Demokraten im Kongress für solche Erleichterungen ein – was ihnen in der Krise dann von den Republikanern heftig vorgeworfen wurde. Diese marginalen Erleichterungen waren der Ausgangspunkt für die Entwicklung des Sub-Prime-Hypothekenmarktes, oftmals der einzige Weg, über den arme US-Bürger eine feste Bleibe erhalten konnten. Auch im letzte Boom blieb das Heim vieler US-Amerikaner ihr Wohnwagen.

Tatsächlich wurden die Chancen der Betroffenen auf ein eigenes Haus um so geringer, je weiter die Preise stiegen. Zwar nahm der Anteil der Familien, die in einer eigenen Wohnung lebten, von 66,2 Prozent 1998 bis 2001 auf 67,7 und bis 2004 nochmals auf 69,1 Prozent zu. Doch gerade auf dem Höhepunkt des Immobilienbooms nahm diese Quote erstmals seit langem leicht ab und lag 2007, also noch vor Beginn der letzten Krise, bei 68,6 Prozent

Papadimitriou/Wray (2001).

³² Vgl. dazu Baker (2002) und Papadimitriou et al. (2002).

³³ Vgl. dazu Papadimitriou et al. (2003), (2004) und (2005).

(vgl. Fed 2009b). Wie bei jedem Boom waren diejenigen am schlechtesten dran, die als letzte zu den höchsten Preisen einstiegen – und damit andere ausbezahlt haben. In einigen Fällen mögen auch Privathaushalte beim Immobilienverkauf gewonnen haben. Im Wesentlichen aber gingen diese Erlöse an die Bauindustrie, an Immobilienentwickler und -finanziers. Da zugleich die nominalen Zinsen³⁴ relativ gering waren, lockten große Preissteigerungen für Vermögenswerte bei scheinbar leichter Kreditaufnahme.

Während sich der Boom entfaltete, präsentierte der spätere Fed-Chef Ben Bernanke im Frühjahr 2005 eine neue Theorie, wonach von einer neuen Blase in den USA keine Rede sein könne. Er beruhigte das US-Publikum damit, dass man nicht von einer zu hohen Verschuldung der USA, sondern vielmehr von zu hohen Ersparnissen in anderen Weltteilen, vor allem in den erfolgreichen Exportländern insbesondere Asiens sprechen müsse. Die besonders attraktiven US-Finanzmärkte würden das anlagesuchende Kapital anziehen. Nur deshalb ergebe sich das hohe US-Defizit im Außenhandel. Wenn man nur die Definition für Investitionen etwas weiter fasse, sie etwa um Forschungs- und Bildungsausgaben erweitere, dann würde das US-Wachstum ziemlich proper aussehen.³⁵ Seine linkskeynesianischen Kritiker waren sich sicher, dass das nicht stimmt.³⁶ Doch ihre Erwartung, dass das Handelsdefizit zu einer Abwertung des Dollars, damit zu einer Verbesserung der Konkurrenzfähigkeit der US-Industrie und damit der Handelsbilanz führe müsse, erfüllte sich nicht.³⁷

Auf jeden Fall muß es auch in Zeiten leichter Kreditaufnahme jemanden geben, der für Zinsen und Tilgung aufkommt: Im Falle der Hypotheken auf Wohnimmobilien deren Bewohner. Die zunehmende Verschuldung der US-Familien zeigte seit den neunziger Jahren die Stagnation der Einkommen auch der Mittelklasse. Der Löwenanteil dieser Schulden diente zum Erwerb der Wohnung. Gerade in der Krise nach 2001 aber waren immer mehr Familien auch gezwungen, zur Finanzierung ihres sonstigen Lebensunterhaltes (Gesundheit, Bildung) weitere Schulden auf ihr Haus aufzunehmen. 1998 waren es 43,1 Prozent der US-Familien, die ihr Haus als Kreditsicherheit einsetzen mussten. Bis 2001 stieg dieser Anteil nur auf 44,6 Prozent, bis 2004 aber auf 47,9 Prozent (Fed 2009b).

Anfang 2006 zeichnete sich ab, dass der Anstieg der Immobilienpreise sich so nicht mehr fortsetzen lassen würde: Die Belastung der privaten Haushalte durch den Schuldendienst hatte immer weiter zugenommen, damit musste die Fähigkeit zur Bedienung neuer Kredite abnehmen. Die Leerstände nahmen zu. Im Frühjahr 2006 sprach Fed-Chef Ben Bernanke von einer "geordneten Korrektur" auf dem Immobilienmarkt. Im Herbst zeigte die Pleite des Automobilzulieferers Delphi, dass nicht nur auf dem Immobilienmarkt einiges ins Rutschen kam. Bis ins Frühjahr 2007 hatte der einschlägige Case-Shiller-Index gegenüber dem Höchststand etwa 10 Prozent verloren. Am 27. Februar erklärte der Hypothekenversicherer *Freddie Mac*, dass man einige der riskanteren Sub-Prime-Hypotheken – und der daran geknüpften Wertpapiere nicht mehr ankaufen werde. Am 2. April trat mit *New Century Financial Corporation* einer der führenden Finanziers von Sub-Prime-Hypotheken den Gang zum Konkursrichter an. Im Juni 2007 gingen die Rating-Agenturen daran, die von ihnen zuvor noch empfohlenen Produkte der Verbriefungswirtschaft herabzustufen. Nun begann sich die Krise zu entfalten.³⁸ Gläubiger, die sich zuvor in erster Linie für eine tolle Rendite interessiert hatten, begannen sich genauer zu erkundigen, in was für Geschäfte sie investiert hatten.

34 Unter Berücksichtigung der Preisveränderungsraten – d.h. der "realen" Zinsrate – stellt sich die Lage allerdings etwas anders dar (vgl. Shiller 2007b).

35 Vgl. Bernanke (2005). Zur Diskussion um den internationalen Vermögensstatus der USA und die entsprechenden Ströme von Vermögenseinkommen vgl. Kozlow (2006).

36 Vgl. dazu Godley et al. (2005), Papadimitriou e.a. (2006a, b, c).

37 Vgl. Godley e.a. (2007). Zumindest ein Mitarbeiter des damaligen Teams am Levy Institut hatte schon früh Zweifel an einer ausgleichenden Wirkung der Konkurrenz auf dem Weltmarkt. Gestützt auf einen realistischen Begriff kapitalistischer Konkurrenz wies Anwar Shaikh (1980) früh alle Hoffnung auf die Wirkung "komparativer Vorteile" zurück und entwickelte, gestützt auf die Theorie der Produktionspreise, eine entsprechende Position zur Veränderung von Wechselkursen (vgl. Shaikh 1991, 1998, 1999a, 1999b sowie Antonopoulos/Shaiikh 1998). Rania Antonopoulos hat 2009 ihre Dissertation veröffentlicht (Antonopoulos 2009), leider in einem ausgesprochen schlechten Druck voller Druckfehler: Print on demand sollte anders aussehen.

38 Vgl. dazu Godley et al. (2007), Papadimitriou et al. (2007).

2.2. Finanzsystem und Eigentum: Aufklärung durch Doppelte Buchführung

Kredite sind Geschäftsmittel, die einem nicht gehören und die man sich daher leihen muß. Wie bei jedem Vertrag gehören dazu zwei Seiten: Auf der einen Seite der Kreditgeber, der von ihm nicht benötigte Mittel (Geld, Wertpapiere, Waren) gewinnbringend einsetzen will, es aber selbst nicht tut, sondern sie dazu für eine begrenzte Zeit weggibt – auf der anderen der Kreditnehmer, der für eine begrenzte Zeit diese Mittel gegen ein Entgelt benutzen darf, sie am Ende aber zurückerstatten muß. Auf welchen Zins sich die beiden Seiten dabei einigen, ist eine Frage des Kräfteverhältnisses zwischen Kreditbedürftigen und Kreditgebern.

Es handelt sich um eine zeitlich befristete Umverteilung von Reichtum zwischen Gläubiger und Schuldner, die dem normalen Geschäftsleben wie der Akkumulation im Ganzen eine besondere Flexibilität gibt. So kann ein Unternehmen über die ihm zufließenden Mittel hinaus Ausgaben tätigen, indem es Kredite aufnimmt. Und es können Mittel in Kapital verwandelt werden, die, wie etwa Ersparnisse von abhängig Beschäftigten, gar nicht als Kapital zurückgelegt wurden. Doch wie solche Ersparnisse sind auch die dabei mobilisierbaren, zusätzlichen Akkumulationsmittel begrenzt. Der Kredit emanzipiert die Akkumulation nicht von den materiellen Grenzen der Produktion. Eine Vergrößerung der zahlungsfähigen Nachfrage "aus dem Nichts" findet im Kapitalismus nur auf kriminelle Weise oder im Zustand des Staatsstreiches statt – mit entsprechenden wirtschaftlichen Folgen.³⁹ In erster Linie ermöglicht der Kredit die Übertragung von zeitweiligen oder dauerhaften Überschüssen aus dem Bereich, in dem sie entstanden sind, in einen ganz anderen, d.h. eine prinzipielle Abweichung der Struktur, in der Überschüsse produziert und angeeignet wurden, von der Struktur, in der diese Überschüsse eingesetzt werden. Wie und wie lange eine solche Abweichung durchgehalten werden kann, hängt in hohem Maße, wenn auch nicht allein vom Einsatz der Kredite ab.

Möglichkeiten und Grenzen des Kreditwesens stellt die doppelte Buchführung dar. Sie ist, anders als der Volksmund annimmt, keine Technik des Betruges, wobei einer Buchführung mit den wirklichen Angaben für den Hausgebrauch eine zweite Buchführung mit lauter Betrug, Fälschung und Irreführung für den Rest der Welt gegenübersteht. Die Doppelte Buchführung ist eine zivilisatorische Errungenschaft, die nicht nur die Stromgrößen Einnahmen und Ausgaben gegenüberstellt, sondern in der Bilanz auch die Bestandsgrößen in ihren Zusammenhängen darstellt: Aus den Stromgrößen ergeben sich die Veränderungen der Bestände. Dabei wird in der Bilanz ein Vermögen immer unter zwei Gesichtspunkten betrachtet werden: (1) Wem es gehört und zu welchen Bedingungen es zur Nutzung überlassen wurde (Passiva), und (2) wozu es eingesetzt wird (Aktiva). Wer in der Analyse kapitalistischer Finanzbeziehungen vom Gegensatz zwischen Gläubigern und Schuldnern absieht, der verkennt grundlegend den Charakter des privaten Eigentums. Kreditfragen sind Eigentumsfragen.

Das Verdecken des Gegensatzes von Gläubigern und Schuldner im einheitlichen Begriff eines "Finanzkapitals" geht auf Rudolf Hilferding(1910/1947) zurück. In jüngster Zeit haben Günther Sandleben(2003) und Kim Kyung Mi(1999) seine Fehler präzise kritisiert: Auch Banken können nicht gleichzeitig Geld verleihen, also fortgeben, und es doch behalten. Kim Kyung Mi kritisiert darüber hinaus die eigentümliche, nicht-marxsche Geldtheorie Hilferdings.

Trotzdem sind dem späteren Chefvolkswirt der deutschen Sozialdemokratie viele gefolgt, darunter W.I. Lenin. In seiner Imperialismusschrift schreibt der russische Revolutionär schlicht: "Konzentration der Produktion, daraus erwachsende Monopole, Verschmelzen oder Verwachsen der Banken mit der Industrie – das ist die Entstehungsgeschichte des Finanzkapitals und der Inhalt dieses Begriffs."(Lenin 1916/1960, 231) Neben dem

³⁹ Dies ist zu betonen, da sich diese Vorstellung in verschiedenen Zusammenhängen großer Popularität erfreut, nicht nur bei keynesianischen Reformern, sondern auch bei stalinistischen Wirtschaftskapitänen. Deren spezifische Form eines sozialistischen Papiergeldfetischismus hat Nikolai Bucharin präzise umrissen: "денги будут - все будет" – "Gibt es Geld, wird alles gehen." – um sie dann verzweifelt zu widerlegen. (Bucharin (1928/88, 412) bzw. Bucharin (1990, 360f.) Der Aufsatz veranlaßte seinerzeit Michail Frumkin zu der Feststellung, ein "künftiger Historiker wird in Unglauben verfallen, wenn er mit Bucharins 'Bemerkungen eines Ökonomen' konfrontiert wird, die eine und eine halbe Pravda- Seite benötigen, um die umstrittene Wahrheit zu beweisen, daß man keine Häuser ohne Baumaterialien errichten kann." (Zitiert nach Carr/Davies (1969, 323)).

eigentümlichen Verständnis kapitalistischer Konkurrenz, das zum Begriff des Monopolkapitalismus führt, übernimmt Lenin auch die Vorstellung vom Finanzkapital aus seinen Quellen. Wie der russische Revolutionär Anschluß an die falsche Theorie Hilferdings gewann, das diskutiert Klaus Winter(1987). Winter zeigt, daß Lenin nationale und zeitlich bestimmte Spezifika kapitalistischer Entwicklung mit anderen Spezifika anderer nationaler Modelle zu einem Gruppenporträt übereinander legte , womit die wechselseitige Ergänzung dieser Modelle und unüberbrückbare Gegensätze unsichtbar werden – ein Fehler, der uns auch in aktuellen Krisenanalysen immer wieder begegnet.

Richtschnur ist im folgenden der Hinweis des alten Materialisten Lukrez wonach "aus Nichts nichts wird, auch nicht durch Willen der Götter".⁴⁰ Und diese Richtschnur und einige Disziplin sind nötig, geraten doch trotz der einfachen Grundlagen viele Darstellungen des modernen Kreditsystems immer wieder auf Abwege. Denn im Kredit treten gleich zwei grundlegende Charakteristika der modernen bürgerlichen Gesellschaft zutage, allerdings in ihrer alltäglichen, gründlich verkehrten Form: Zum einen ist die bürgerliche Gesellschaft eine Gesellschaft von Privateigentümern, weshalb der gesellschaftliche Zusammenhang der Reproduktion nur im Austausch von Waren zu Tage tritt, und die gesellschaftliche Bestimmung einer Ware oder Dienstleistung in ihrem Preis – der Menge Geldes, für die sie zu kaufen ist. Gesellschaftliche Verhältnisse, d.h. das gegenseitige Verhalten der Menschen, erscheinen als Eigenschaften von Dingen: die Preise der Waren, schließlich selbst als Ding: Geldfetisch. "Alle Gesellschaftsformen, soweit sie es zur Warenproduktion und Geldzirkulation bringen, nehmen an dieser Verkehrung teil."(Marx 1894, 835)⁴¹ Zum anderen geht die Bestimmung des Entgelts für die Überlassung einer Menge Geldes, dem Zins, selbstverständlich von einer gewinnbringenden Verwendung dieses Geldes aus. Das überlassene Geld wird als Kapital behandelt – und zwar völlig unabhängig davon, ob ein Kreditnehmer den Kredit für Investitionen, zur Finanzierung des Rüstungsetats oder zum Kauf eines neuen Kühlschranks verwendet: der Kapitalfetisch in reinster Form.

Normalerweise kann dem Gläubiger wirklich egal sein, woher die Einnahmen stammen, aus denen der Schuldner Zins und Tilgung bezahlt. Im Falle der Zahlungsunfähigkeit seines Schuldners aber muß er sich dafür interessieren: wenn er nämlich versucht, sich durch den Zugriff auf das Eigentum des Schuldners im Konkursverfahren schadlos zu halten. Oft trifft er dabei allerdings auf andere Gläubiger, die das gleiche versuchen. Dann kommt es zum Konflikt – und es schlägt die Stunde der Juristen. In Krisenzeiten haben sie besonders viel zu tun. Wenn der Gläubiger diesen Konflikten aus dem Weg gehen will, dann läßt er sich vor Auszahlung des Kredites bestimmte Sicherheiten überschreiben, auf die er im Falle eines Zahlungsverzuges direkten Zugriff hat. Auf diese Weise soll zum einen gesichert werden, daß es überhaupt ein Vermögen gibt, aus dem er sich schadlos halten kann. Zum anderen muß er für die Bedienung seiner Forderungen nicht auf das Konkursverfahren warten. Auch für den Schuldner kann die Stellung von Sicherheiten einen Vorteil haben: Wenn nämlich seine Haftung auf diese Sicherheiten begrenzt ist. So verliert eine US-Familie, deren Haus zwangsversteigert wird, das Haus und alles, was sie bisher dafür abgezahlt hat. Sie verläßt das Haus aber ohne weitere Forderungen aus der Hypothek, auch wenn der Kaufpreis der Zwangsversteigerung unter dem Betrag der Hypothek geblieben ist. Wer aber keine Sicherheiten stellen kann und deshalb unbeschränkt mit seinem persönlichen Vermögen bürgen muß, der fängt nach einer Zahlungsunfähigkeit nicht bei Null neu an, sondern im Minus.

Die einfachen Beziehungen zwischen Gläubigern und Schuldnern bilden die Bausteine, aus denen die komplizierten Bauten der modernen kapitalistischen Finanzarchitektur errichtet werden. Allerdings müssen diese Bausteine richtig miteinander verbunden werden, um eine zutreffende Darstellung zu erhalten. Denn scheinbar ist es mit den Grundregeln der geordneten doppelten Buchführung vereinbar, daß eine Bank sozusagen "aus dem Nichts" Kredit vergeben kann: Wenn eine Bank einen Kredit gewähre, vergrößerten sich damit ihre Aktiva, während sie im gleichen Umfang eine Verbindlichkeit gegenüber ihrem Kreditnehmer

⁴⁰ Von der Natur der Dinge, 1. Lehrsatz. Lukrez (1957)

⁴¹ Zu dieser Verkehrung und ihrer Darstellung in den Debatten zu Marx *Kapital* siehe Anhang 1, Die Eigentümlichkeiten der Äquivalentform.

eingeht. Sie habe auf diese Weise im Prozeß der Kreditgewährung die Einlage selbst geschaffen, aus der sie den Kredit vergibt.⁴² Daran anknüpfend hat sich der Mythos verbreitet, das moderne Bankensystem besitze eine "nahezu unbegrenzte Fähigkeit zur Schöpfung von Kreditgeld"(Wagenknecht 2008, 187). Warum sollte man sich noch mit der Suche nach den Kreditgebern aufhalten, wenn die Banken gar keine brauchen, weil sie die Mittel zur Kreditvergabe "nahezu unbegrenzt" selbst hervorbringen können?

Schauen wir uns also ein oft zitiertes Beispiel genauer an.(Issing 1993, 55ff) Nehmen wir etwa an, eine Bank räumt einem Unternehmen einen Kredit von 1000 Euro ein: Sie stellt ihm etwa auf einem Girokonto 1000 Euro zu Verfügung, geht also in Höhe von 1000 Euro eine Verpflichtung ein – und verbucht andererseits die Forderung von 1000 Euro als Vermögensgegenstand.⁴³ Es ergeben sich folgende Veränderungen in der Bilanz der Geschäftsbank:

Aktiva Geschäftsbank	Passiva Geschäftsbank
Forderungen +1000	Sichtverbindlichkeiten +1000

Für das Unternehmen sieht es zunächst folgendermaßen aus: Einer Forderung der Bank in Höhe von 1000 Euro steht das Sichtguthaben in Höhe von 1000 Euro gegenüber. In der Höhe des Kredits ist eine Einlage bei der Bank entstanden, dem Kredit der Bank an das Unternehmen steht der Kredit des Unternehmens an die Bank gegenüber:

Aktiva Unternehmen	Passiva Unternehmen
Sichtguthaben +1000	Verbindlichkeiten +1000

Dieser Übersicht nach scheint es, als habe die Bank ohne Einsatz zusätzlicher Mittel einen zusätzlichen Kredit vergeben können. Und die Bilanz stimmt doch, denn alle neuen Forderungen heben sich gegeneinander auf. Der einzige Gewinner ist bisher die Bank, da die Zinsen auf Einlagen für gewöhnlich geringer sind als die Kreditzinsen, die sie einnimmt.

Der Schein einer solchen profitträchtigen Kreditvergabe aus dem Nichts endet jedoch sofort, wenn das Unternehmen daran geht, seinen Kredit einzusetzen, etwa Geld vom Konto abhebt oder Überweisungen tätigt. Dazu ist das Unternehmen schließlich die Kreditverpflichtung eingegangen. Zwar vermindern sich dadurch auch die Einlage des Unternehmens/die Sichtverbindlichkeit der Bank, aber zugleich muß die Bank zahlen, ohne das bereits ein Rückfluß aus der Forderung an das Unternehmen eingetreten ist: Sie muß also aus ihren sonstigen Aktiva die nötigen Mittel aufbringen.⁴⁴ Die beiden Tabellen des Beispiels notieren eben keine Bilanzen, sondern nur bestimmte Veränderungen von Teilen der Bilanzen. Es ist aus ihnen nicht zu erkennen, aus welchen Mitteln die Bank den Kredit vergibt. Der tatsächliche Vorgang der Kreditvergabe ist daher etwas vollständiger so darzustellen:

Aktiva Geschäftsbank	Passiva Geschäftsbank
liquide Mittel -1000	Eigenkapital, Fremdkapital

42 Wie die postkeynesianische Welt aussieht, in der Bankeinlagen aus der Kreditvergabe der Banken selbst entstehen, das hat Marc Lavoie (2003) in einem didaktisch orientierten Artikel zusammengefaßt. Die Hintergründe für die dabei zugrunde gelegten eigentümlichen Überzeugungen werden deutlicher in einer früheren, im einschlägigen Diskurs oft zitierten Arbeit: Lavoie (1984).

43 Eine deutsche Bank wird dies allerdings nicht tun: Nach der "kontinentalen Methode" werden die bloßen Kreditzusagen nicht bilanziert, sondern nur der Umfang eines Kredites, der – s.u. – tatsächlich in Anspruch genommen wurde. Nur der Einfachheit des Beispiels halber folgen wir den üblichen Lehrbuchdarstellungen – z.B. Issing – in der Anwendung der "englischen Methode".

44 Erst ab diesem Moment, da die Bank wirklich in Anspruch genommen wird, bilanziert eine deutsche Bank den Kredit: kontinentale Methode.

Tatsächlich kann auch eine Bank nur verleihen, was sie hat. Die Kreditvergabe ist ein Tausch auf der Seite der Aktiva. Wenn sie mehr Kredit vergeben will, dann muß sie auch mehr Mittel einsetzen – Mittel, die ihr oder anderen Leuten gehören. Die gerne angeführten Beispiele für eine "Vermehrung des Kredits" gewinnen ihre Glaubwürdigkeit nur durch den unsystematischen und irreführenden Sprachgebrauch. So wird verwundert davon gesprochen, daß Banken weit über ihr **Eigenkapital** hinaus Kredite vergeben können. Aber das Eigenkapital ist nur ein (kleiner) Teil der Passiva eines Unternehmens, der Teil, der eben nicht von anderen geliehen, sondern von den Eigentümern – etwa den Aktionären einer AG - selbst gehalten wird, der Teil also, mit dem die Eigentümer in jedem Fall am Geschäftsrisiko teilhaben.⁴⁵ Banken machen aber nicht nur Gewinn, indem sie aus ihrem Eigenkapital Kredite vergeben. Sie machen vor allem dadurch Gewinn, daß sie selbst mit geliehenem Geld arbeiten: Die Euros eines Sparbuchs liegen nicht im Keller der Sparkasse, sondern werden von ihr investiert.⁴⁶

Voraussetzung jeder zinsbringenden Kreditvergabe ist die Bildung von Geldkapital, gerne gutbürgerlich seriös "Ersparnis" genannt. Leider sind mit diesem Sprachgebrauch einige Mißverständnisse verbunden. Zunächst geht es beim "Sparen" in der politischen Ökonomie nicht um die Notwendigkeiten im Leben kleiner Leute, die hier und da weniger ausgeben, um insgesamt irgendwie über den Monat zu kommen. Diese Form des Sparens, die in vielen Volksweisheiten Ausdruck gefunden hat - etwa: "Der arme Mann lebt teuer", weil er sich etwas höheren Preise guter Waren nicht leisten kann und deshalb billigen Schund kauft - diese Form des Einsparens von Ausgaben, die man hoffentlich nicht doch braucht, hat die Wirtschaftswissenschaft nie interessiert. Ihr geht es um den Umgang mit dem Geld, das nicht für die laufenden Bedürfnisse ausgegeben wird.

Und dabei macht die klassische politische Ökonomie von Adam Smith bis James Mill und Thomas Malthus einen ganz klaren und sachlich begründeten Unterschied. Zum einen kann man aktuell nicht benötigtes Geld einfach als Schatz oder Reserve für künftige Zahlungsverpflichtungen aufhäufen. Dieses Vorgehen nannten sie Schatzbildung, "hoarding", und fanden es nicht empfehlenswert, sondern kritikwürdig. Ihr Lob galt einem anderen Vorgehen, dem bürgerlichen, gewinnorientierten Sparen ("saving"). Dabei gibt eine Person nicht selbst Geld aus, sondern überlässt es einer anderen gegen Zinsen und Rückzahlungsverpflichtung: In der einfachsten Form ein privater Kredit. Die Schatzbildung wird, weil unprofitabel, von liberalen Ökonomen immer kritisch gesehen. Der Umstand, daß die weltgrößten privaten Goldvorräte in Indien lagern, würde sie sicher bestätigen. Weil riskant, sehen gute Bürger das gewinnorientierte Sparen zuweilen auch kritisch, allerdings erst im nachhinein, wenn es mit der Geldanlage mal nicht geklappt hat. Dann nennen sie es Spekulation und verstehen nicht mehr, wie sie sich als gute Familienväter darauf einlassen konnten.

Ausgehend vom Niedergang der klassischen bürgerlichen Ökonomie hat sich allerdings das Gerücht verbreitet, das Sparen sei eine Verminderung der effektiven Nachfrage, weil nicht alles gesparte auch investiert werde. Daher sei das Sparen für das Wachstum gefährlich. John M. Keynes meinte, sich in dieser Frage auf Thomas Malthus als einen historischen Vorläufer berufen zu können. Und da viele Ökonomen Dogmengeschichte für eher langweilig halten, haben sie ihm das auch geglaubt. Zu Unrecht: "Sowohl bei Ricardo als auch bei Malthus, wie schon vor ihnen bei Smith, wurde die Frage einer möglichen Abweichung beider Größen (Sparen und Investition, d.A.) einfach nicht gestellt. Für sie war es eine Tatsache, daß jedermann, der gespart hatte, seine Ersparnis entweder selbst zur Beschäftigung produktiver Arbeiter einsetzen oder sie verleihen würde an jemanden, der es

45 Wie alle Passiva bezeichnet auch das Eigenkapital die Herkunft, nicht die Verwendung von Geschäftsmitteln.

46 Historisch entstanden Depositenbanken aus Sammelstellen für private Schätze, die neben der sachgerechten Lagerung von Geldern auch die Abwicklung gegenseitiger Geschäfte der Einleger (Depositoren) übernahmen, als aus den angesammelten Schätzen auch Kredite vergeben wurden. Die Überlassung von Geldern zur Aufbewahrung wurde in eine Überlassung von Geldern zur Kreditvergabe verwandelt. Den Umschlag kann man daran ersehen, daß anfänglich Lagergebühren für das Gold zu entrichten waren, später aber Zins auf Depositen gezahlt wurde.

an seiner Statt tun würde."(Garegnani 1978/1989, 200) Und die klassischen englischen Ökonomen bildeten ihre Auffassungen zu einer Zeit, als es noch üblich war, durch das Vergraben einiger Guinees und das Anlegen anderer Goldschätze der Zirkulation praktisch Wert zu entziehen! Wie heute verhindert werden könnte, daß Sparguthaben bei einer Bank sogleich wieder zu einer Ausweitung ihrer Kreditvergabe und mithin zu Nachfrage an anderer Stelle führen, dies hat noch keiner zu zeigen vermocht. Selbst die Euros unter dem Kopfkissen sind dem wirtschaftlichen Zusammenhang nicht entzogen: Sie sind – siehe Kapitel 3 – ein, allerdings unverzinster Kredit an die Zentralbank.

Warum aber nehmen Banken Kredite auf, um Kredite zu vergeben? Solange Sparer oder andere Anleger bei einer Bank geringere Zinsen bekommen, als sich mit diesem geliehenen Geld in Bankgeschäften verdienen läßt, solange lohnt es sich für die Bank, mehr Fremdkapital aufzunehmen und damit "ein größeres Rad" zu drehen. Das ist der "**Hebeleffekt**" ("Leverage"), mit dem die Bank ihren Gewinn erhöhen kann. Aber die Banken können nicht selber ihre Kreditmittel über das Eigenkapital hinaus "vermehrten", sondern sie müssen dazu andere Eigentümer finden, die ihnen Geld oder Wertpapiere überlassen. Daß die Deutsche Bank eine Eigenkapitalquote von wenigen Prozent hat, ist kein Hinweis auf Zauberei, sondern darauf, daß sie sich bei anderen Personen oder Unternehmen Kapital besorgt ("aufgenommen") hat. Dieses Fremdkapital ist in der Bilanz zum jeweiligen Stichtag aufgeführt.(DB 2008, DB 2009) Und auf dieses Kapital bekommen die entsprechenden Anleger keine Eigenkapitalrendite, sondern kassieren vielleicht nur ihre Zinsen fürs Festgeld – und akzeptieren den geringeren Ertrag. Nur so kann Josef Ackermann für die Deutsche Bank eine Eigenkapitalrendite von 25 Prozent anvisieren.⁴⁷

Begrenzt wird der "Hebeleffekt" durch gesetzliche Eigenkapitalvorschriften, damit nicht verantwortungslose Manager zu sehr mit fremdem Eigentum spielen. Diese Vorschriften zwingen Banken dazu, für die allermeisten Geschäfte nicht allein fremdes, geliehenes Geld (Einlagen z.B.) einzusetzen, sondern (fast) immer auch Eigenkapital nachweisen zu müssen: aktuell Basel I bzw. Basel II.⁴⁸ Relevant ist die Größe des Eigenkapitals besonders im Falle von Verlusten: Solange die aus den Rückstellungen der Risikovorsorge und dem Eigenkapital getragen werden können, ist das Eigentum der Gläubiger der Bank – das Fremdkapital – einigermaßen sicher. Das Eigenkapital ist der letzte unternehmensinterne Puffer, der einen "Dominoeffekt" nach Kreditausfällen abfangen kann – was nur gelingt, wenn es groß genug ist. Da aber die Banken ein Interesse daran haben, ein "großes Rad" zu drehen, haben sie allerlei Wege gefunden, die Eigenkapitalvorschriften zu umgehen: Die Verbriefung von Krediten und die Gründung scheinselfständiger Gesellschaften (Special Purpose Vehicel) gehören dazu. Im Zuge der Finanzkrise ist manche Bank von einem solchen Umweg zum Erfolg nicht mehr rechtzeitig zurück gekommen.

Der Unterschied zwischen einer Kreditvergabe aus Eigenkapital und einer Kreditvergabe aus aufgenommenen Mitteln hat eine wichtige Folge für das Verständnis aller Angaben, die über die Größe, Veränderung und Bedeutung des Geldvermögens gemacht werden. Ein Beispiel: Wenn ein Bürger einen Kredit direkt an eine Firma vergibt, sagen wir, 100 Euro, dann gibt es da ein Geldvermögen von 100 Euro, und alles ist einfach. Wenn der Bürger sich aber nicht um sein Geld kümmern will und es auf die Bank trägt, und die Bank vergibt den Kredit an die Firma, dann haben wir schon Bruttogeldvermögen von 200 Euro: 100 Euro Forderung des Sparers an die Bank, 100 Euro Forderungen der Bank an die Firma. Dazu schrieb der Keynesianer Erich Schneider sehr zu Recht: "Die Zwischenglieder ... bedeuten volkswirtschaftlich für die Verschuldungsstruktur nichts, weil jedes Zwischenglied zugleich Gläubiger und Schuldner ist, was volkswirtschaftlich besagt, daß es weder Gläubiger noch Schuldner ist. Der eigentliche Gläubiger ist immer nur der letzte Gläubiger, und der

⁴⁷ Allerdings ist die Eigenkapitalrendite etwas sehr anderes als die Profitrate der Aktionäre der Deutschen Bank: diese Profitrate kann höher oder auch geringer ausfallen- s.u. Abschnitt 2.4.

⁴⁸ Wobei zur Bestimmung der Eigenkapitalquote nach den Basel-Richtlinien zwar oberhalb des Bruchstrichs das Eigenkapital steht, wie es in der Bilanz zu finden ist, unter dem Bruchstrich aber nicht die gesamte Bilanzsumme, sondern nur die Summe der "Risikopositionen", eines Teils der Aktiva. Ein Beispiel: Zum 30. September 2008 wies die Deutsche Bank ein Eigenkapital im engeren Sinne ("Tier-1-Kapital") von 32,8 Milliarden Euro und Risikopositionen von 319,5 Milliarden Euro aus. Das ergibt eine Tier-1-Kapitalquote von 10,3 %. An der gesamten Bilanzsumme von 2.060,7 Milliarden Euro hat das Eigenkapital aber nur einen Anteil von 1,78 %.

eigentliche Schuldner ist immer nur der letzte Schuldner."⁴⁹

Denn tatsächlich kann nur einer in dieser Kette von Kreditverhältnissen mit den 100 Euro einkaufen gehen, der letzte Schuldner in der Kette, in diesem Fall die Firma. Nur an den Polen des Kreditverhältnisses – letzter Gläubiger und letzter Schuldner – tritt der ökonomische Inhalt der Kreditvermittlung zu Tage: Anfang und Ende der Kette gehören zu strukturell verschiedenen Zusammenhängen. Auf der einen Seite die Aneignung eines produzierten Überschusses, auf der anderen der Einsatz dieses Überschusses in neuen Geschäften. Auf die Gewinne aus diesen neuen Geschäften spekulieren alle, die im Rahmen der Kreditkette ihr Geld anlegen, statt es gleich selber auszugeben. Will ein Geldvermögensbesitzer mit seinem Geldvermögen doch selbst einkaufen gehen, so muß er zunächst etwas tun: Er muß entweder seinen Schuldner zur Zahlung veranlassen, etwa den Kredit kündigen, etwas vom Bankkonto abheben, überweisen – oder er macht seinen Schuldschein zu Geld, d.h. er findet einen neuen Kreditgeber, der ihn auszahlt und selber in das Kreditverhältnis einsteigt.

Wer diesen Umstand nicht beachtet, dem muß sich der weltweite Finanzmarkt als ein Tollhaus darstellen. So schreibt Saha Wagenknecht: "Derzeit liegen die Vermögensansprüche der Geldbesitzer bei dem annähernd Vierfachen der jährlichen globalen Wirtschaftsleistung. Das heißt, wenn alle plötzlich auf die Idee kämen, ihre Konten zu plündern und dafür Designermoden, Couchgarnituren oder Hightech-Fernsehgeräte zu kaufen, wären diese Güter gar nicht vorhanden und eine dramatische Geldentwertung die notwendige Folge. Auf dem weltweiten Vermögensmarkt wird also faktisch mit ungedeckten Schecks gehandelt." (Wagenknecht 2008, 230f) Das klingt sehr dramatisch, ist aber nur falsch: Einmal werden aus Geldvermögen für gewöhnlich kaum Konsumgüter ("Designermoden, Couchgarnituren ..."), sondern am Ende eher Materialien und Arbeitskräfte, Investitionsgüter, Firmen oder Immobilien finanziert – also zumeist Dinge, die nicht im diesjährigen BIP auftauchen, weil sie – wie Produktionsanlagen – schon vor einiger Zeit hergestellt wurden, oder – wie Grundstücke und Arbeitskräfte – gar nicht von Unternehmen produziert worden sind. Man kann sie aber trotzdem kaufen, wenn auch der Arbeits- wie der Immobilienmarkt einige Besonderheiten aufweisen. Das BIP ist als Stromgröße schon von der Dimension her (z.B. Euro pro Jahr) mit dem Geldvermögen, einer Bestandsgröße (soundsoviel Euro zum 31.12.2008), nicht direkt vergleichbar. Wenn man einen direkten Vergleich zur Größe der Geldvermögen sucht, dann müßte man zumindest statt des BIP das Sachkapital eines Landes/der Welt heranziehen. Tatsächlich wird jedoch nur ein kleiner Teil der weltweiten Geldvermögen für Zahlungen auf den Waren und Dienstleistungsmärkten gehalten. Der überwiegende Teil steckt in Investitionen, die nicht gleich wieder aufgelöst werden, sondern Profite einbringen sollen.

Erst unter diesem Gesichtspunkt – dem der unterschiedlichen Kapitalanlageformen – wird eine Betrachtung der Bruttogeldvermögen wirklich interessant. Ein erster Blick auf die Entwicklung der US-Geldvermögen seit 1979 zeigt, daß sich hier tatsächlich viel verändert hat – und zwar im Umfang [Grafik 2.2.1] wie in der Struktur [Grafik 2.2.2]. Es kommt nun darauf an, solche Veränderungen präzise zu beschreiben und zu erklären. Sicher ist auch manchem Bankmanager angesichts der Turbulenzen an den Finanzmärkten nicht immer wohl zumute. Mag sein, daß auch ihnen manchmal die Börse wie ein Tollhaus vorkommt. Es ist aber schlimmer: Sie ist es nicht. Und die Herren – vor allem Herren – die da tätig sind, sind nicht verrückt, sondern ernst zu nehmende Gegner, die das private Eigentum und den Profit als ihre Lebensgrundlage verteidigen.

Exkurs: Die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung

Jede systematische Erfassung moderner Kreditsysteme zielt auf den Zusammenhang von Herkunft, Vermittlung und Anwendung fremden Eigentums. Deshalb der alte englische

49 Schneider (1956, 29ff): Die volkswirtschaftliche Kreditsumme und die Eigentumsverhältnisse am Volksvermögen. Ein wenig früher hatte Karl Marx sich zum gleichen Thema so geäußert: "Mit der Entwicklung des zinstragenden Kapitals und des Kreditsystems scheint sich alles Kapital zu verdoppeln und stellenweis zu verdreifachen durch die verschiedene Weise, worin dasselbe Kapital oder auch nur dieselbe Schuldforderung in verschiedenen Händen unter verschiedenen Formen erscheint." (Marx 1894, 488).

Name: Flow of Funds – der Fluß des Kredits von den Quellen zum Einsatz soll dargestellt werden. Sie knüpft mit dieser Zielstellung wie auch in den erhobenen Daten an die einzelwirtschaftliche doppelte Buchführung an. Es geht darum, den gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang der Bilanzen und ihrer Veränderungen auszuweisen. Marx hat nicht ohne Grund von der "Form einer allgemeinen Buchführung" gesprochen, die sich im Kreditsystem entwickelt hatte.⁵⁰

Die Realisierung dieses Vorhabens ist aber nicht so einfach. Denn anders als für die einzelwirtschaftliche Buchführung sind nicht alle Daten für eine gesamtwirtschaftliche Finanzbuchhaltung vorhanden. Das methodische Ideal einer Verfolgung der Transaktionen ist aus vielen Gründen nicht zu realisieren: Sowohl die Geschäftsgeheimnisse der beteiligten Unternehmen wie der Aufwand der dazu nötigen statistischen Erhebungen sprechen dagegen. Vielfach werden die nötigen Daten gar nicht direkt erhoben, sondern müssen aus der Kombination verschiedener Quellen erschlossen werden. So kann der Umfang von Transaktionen auf den Finanzmärkten in der Regel nur anhand der Veränderungen der regelmäßig erfaßten Bestände an Wertpapieren, an Forderungen und Verbindlichkeiten erfaßt werden. Damit verwandelt sich die Idee der Flußverfolgung (Seidelmann 1981, 16) in ein Postulat, das bei der Zusammenführung nicht immer kompatibler Datensätze zu beachten ist: Aus den Transaktionen und den verzeichneten Umbewertungen von Beständen sollen sich die Bestandsveränderungen ergeben – eine Rechnung, die nicht immer aufgeht. Zwar hat jede finanzielle Transaktion zwei Seiten, die einander entsprechen – die erhöhten Schulden des einen sind die erhöhten Forderungen eines anderen, seines Gläubigers, die Zahlung des einen ist der Zahlungseingang eines anderen – aber es gibt nicht nur zeitliche Unterschiede der Verbuchung, sondern vor allem Lücken der Erfassung und Unterschiede der Bewertung.⁵¹

Die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung setzt auf der Ebene der fünf großen Sektoren der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung an: "Private Haushalte und non-profit Organisationen"⁵², "Nichtfinanzielle Unternehmen", "Finanzunternehmen", "Staat", "Rest der Welt" = Ausland. Finanzverflechtungen innerhalb eines Sektors werden in der Regel gegeneinander aufgerechnet ("konsolidiert").⁵³ Übrig bleibt die Differenz zwischen den Ausgaben für die Sachvermögensbildung einerseits, und den Finanzierungsmitteln des Sektors andererseits. Sie ist der Ausgangspunkt für die Rekonstruktion der Kreditbeziehungen einer Nationalökonomie. Woher dieser Saldo sich ergibt, welchen Charakter Produktion und Konsumtion haben, wodurch Einnahmen und Ausgaben wo entstehen und wie sie unter den wirtschaftlichen Subjekten verteilt werden, das kann allein mit doppelter Buchführung sicher nicht geklärt werden.⁵⁴ Doch schon eine solche finanzielle

50 Marx: "Das Banksystem ist, der formellen Organisation und Zentralisation nach, wie schon 1697 in 'Some Thoughts of the Interests of England' ausgesprochen, das künstlichste und ausgebildetste Produkt, wozu es die kapitalistische Produktionsweise überhaupt bringt. Daher die ungeheure Macht eines Instituts wie die Bank v. E. auf Handel und Industrie, obgleich deren wirkliche Bewegung ganz außerhalb ihres Bereichs bleibt und sie sich passiv dazu verhält. Es ist damit allerdings die Form einer allgemeinen Buchführung und Verteilung der Produktionsmittel auf gesellschaftlicher Stufenleiter gegeben, aber auch nur die Form." (Marx 1894, 620).

51 Der Umgang mit diesen empirischen Differenzen ist allerdings, je nach nationaler Tradition, verschieden. Während die us-amerikanische Federal Reserve die "discrepancies" gesondert ausweist, tut die Bundesbank gleiches nur an einer Stelle, und publiziert ansonsten ein möglichst in sich geschlossenes Zahlenwerk, indem sie die kleineren Abweichungen systematisch auf die verschiedenen Konten verteilt.

52 Jede Gliederung hat ihre Schwierigkeiten, die Abgrenzung des Sektors "Private Haushalte usw." ist im aktuellen SNA93/ESVG95 aber besonders merkwürdig, eher juristisch als ökonomisch bestimmt. Denn unter "nichtfinanziellen Unternehmen" werden hier nur die Kapitalgesellschaften (AG, GmbH) und Quasi-Kapitalgesellschaften (z.B. OHG) verstanden. Alles andere, etwa alle Personengesellschaften, wird den "Privaten Haushalten" zugeschlagen. Diese Zuordnung weicht deutlich vom Unternehmensbegriff der alten deutschen Statistik ab und führt natürlich auch zu anderen Ergebnissen, da insbesondere die zuvor gesondert unter "Wohnungswirtschaft" ausgewiesenen Investitionen privater Eigentümer im Wohnungsbau jetzt in den Angaben zu den "Privaten Haushalten usw." eingerechnet werden.

53 Weil dies nur einen unzulänglichen Eindruck vom Umfang der Geschäfte im Finanzsektor vermittelt, veröffentlicht die EZB nicht nur eine konsolidierte, sondern auch eine einfach aggregierte Bilanz.

54 Deshalb bildeten die Kreislaufdarstellungen der offiziellen deutschen Statistik der zwanziger und dreißiger Jahre des letzten Jahrhunderts zwar einen Zugang zur Makroökonomie, wie Adam Tooze feststellt (Statistics and the German State. 1900- 1945. Cambridge 2001), aber sie boten nur geringe Mittel zur Darstellung des Reproduktionsprozesses. Dessen Darstellung zerfiel vielmehr wieder in verschiedene Kapitel, deren Zusammenfassung zum "Volkseinkommen" und zum "Volkvermögen" denn auch korrekt als Schätzung bezeichnet wurde. (Vgl. Statistisches Reichsamt, Deutsche Wirtschaftskunde, Berlin 1930) Die Zusammenführung der

Bestandsaufnahme weist auf Strukturen und Umbrüche der kapitalistischen Entwicklung hin. Sie erklärt diese Verläufe nicht, aber sie gibt einen Rahmen für weiterführende Analysen.

Der Finanzierungssaldo in einem Jahr erfaßt die Veränderungen der Finanzlage eines Sektors in einer Rechnungsperiode – ob sich nur die Schulden insgesamt vermindert oder ob sich das Finanzvermögen vergrößert hat, das hängt von der Ausgangslage ab. Die Summe der Finanzierungssalden aller fünf Sektoren – soweit die statistische Erfassung korrekt und umfassend genug ist – muß Null ergeben. Denn wenn ein Sektor einer Nationalökonomie mehr ausgibt, als er einnimmt, muß an anderer Stelle umgekehrt mehr eingenommen werden, als man ausgibt. Der Summe der Finanzierungssalden der inneren Sektoren entspricht der Finanzierungssaldo gegenüber dem Ausland.

Zur detaillierteren Erfassung der Kreditbeziehungen enthält die Finanzierungsrechnung eine Aufgliederung der Finanzinstrumente, der verschiedenen Kredit- und Finanzmarktgeschäfte, die betrachtet werden.⁵⁵ Auf der Grundlage des entstehenden Rasters bilden die zuständigen Statistikabteilungen der Zentralbanken zwei Typen von Tabellen: Einerseits den Ausweis der Veränderung von Kreditengagements im Verlaufe eines Jahres (die Flow-Tables)⁵⁶, andererseits die Darstellung der entsprechenden Bestände zu einem Stichtag.⁵⁷ Im Ergebnis liegen Finanzierungsrechnungen vor, die für die einzelnen Sektoren und Finanzinstrumente eine Verknüpfung der Bestands- und Stromgrößen herstellen und einen Überblick über die Finanzierungsverhältnisse innerhalb einer Nationalökonomie und ihre Verknüpfung mit dem Ausland ermöglichen.⁵⁸ Aus diesen Darstellungen ist allerdings nur ersichtlich, in welchen Finanzinstrumenten ein Sektor Forderungen hält bzw. verschuldet ist. Eine direkte Zuordnung von Gläubigern und Schuldner ist im Allgemeinen nicht möglich: Die Tabellen sind asymmetrisch (Sektoren x Finanzinstrumente). Zwar liegen bei Bankkrediten Informationen über den Gläubiger wie über den Schuldner vor, die sogenannten "counterpart-Angaben". Bei auf den Finanzmärkten gehandelten Wertpapieren ist das aber nicht so einfach. Hier kann der Gläubiger täglich wechseln.

2.3. Wertpapierhandel und fiktives Kapital: 1. Verbriefung

In der aktuellen Finanzkrise ist das alte Kreditgeschäft erstaunlich populär geworden. Anders als auf den anonymen Finanzmärkten sei hier eine ordentliche Prüfung der Schuldner und eine wirkliche Verantwortung der Gläubiger noch gegeben.⁵⁹ Ja die Deutsche Bank entdeckte, daß es sich beim Handel der deutschen Landesbanken mit vermögensbesicherten Wertpapieren um ein "Kreditersatzgeschäft" handele – ein kleiner Wink mit dem Zaunpfahl, wer im wirklichen Kreditgeschäft die Nase vorn habe – ohne zugleich die Finger vom Wertpapierhandel zu lassen. (Schildbach, 2010) Wie bei den meisten populären Mythen gibt es auch in der Gegenüberstellung der seriösen Banken und der spekulative Finanzmärkte viele, die an der Verbreitung des Mythos kräftig teilnehmen, ohne an ihn zu glauben.

Teilstatistiken war angesichts von Widersprüchen, Doppelzählungen und Nicht-Erfassung eine alles andere als triviale Aufgabe. Sie erforderte tatsächlich eine andere konzeptionelle Basis und statistische Praxis. Zur konzeptionellen Basis - im wesentlichen die Quantitätstheorie des Geldes - siehe Ernst Wagemann, Allgemeine Geldlehre, 1. Band (nur 1. Band erschienen), Jena 1923, und derselbe, Konjunkturlehre, Berlin 1928. Wagemann war von 1925 bis 1933 Präsident des Statistischen Reichsamtes und Gründer und erster Direktor des Instituts für Konjunkturforschung, des heutigen DIW. Wie wenig sein Vorgehen auf allgemeine Anerkennung stieß, das zeigen die abschließenden Bemerkungen von Karl Diehl zu entsprechenden Debatte des Vereins für Socialpolitik 1926: "Nach unserer Kritik wird wohl auch der letzte Rest von Hochachtung gegenüber Versuchen, eine einfache Summe für Volkseinkommen und Volksvermögen zu nennen, verschwunden sein. Diese Versuche haben nur Wert gehabt für politische Stimmungsmache und ähnliches." [zitiert nach Reich e.a. (1977, 37)]

55 Die Liste der Bundesbank lautet: Währungsgold und Sonderziehungsrechte, Bargeld und Einlagen, Geldmarktpapiere, Rentenwerte, Finanzderivate, Aktien, Sonstige Beteiligungen, Investmentzertifikate, Kredite, Ansprüche gegenüber Versicherungen, Ansprüche aus Pensionsrückstellungen, Sonstige Forderungen bzw. Verbindlichkeiten (ERGEBNISSE DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN FINANZIERUNGSRECHNUNG FÜR DEUTSCHLAND, 1991 BIS 2006; Statistische Sonderveröffentlichung 4, Juli 2007)

56 In der Terminologie der Bundesbank: Vermögensbildung und Finanzierung

57 In der Terminologie der Bundesbank: Geldvermögen und Verbindlichkeiten

58 Für die Bundesrepublik die Abschnitte XII bzw. XIII der StatSo4, für die Flow of Funds der US-amerikanische FED die abschließenden Tabellen "All Sectors – Flows" bzw. "All Sectors – Assets and Liabilities" der Z.1 Release, für die EZB die Tabellen im Abschnitt 3.1. der Monatsberichte der EZB.

59 Eine Position, die der aktuelle Fed-Cef schon seit langem vertritt, u.a. in Bernanke (1992/93).

Ausgangspunkt des Wertpapierhandels ist ein Problem: Nicht unter allen Umständen soll die Beziehung zwischen einem Gläubiger und seinem Schuldner eine dauerhafte Verbindung bis zum Ende der Rückzahlungsfrist bleiben. Zuweilen hat der Schuldner ein Interesse an vorzeitiger Rückzahlung, öfter noch will der Gläubiger nicht bis zum Ende der Frist auf sein Geld warten. Dann merkt er jedoch, wie schwierig es ist, einen Kreditvertrag oder Schuldschein weiter zu verkaufen: Das Wissen um die wirtschaftlichen Verhältnisse des Schuldners, seine Zahlungsfähigkeit und die drohenden Risiken kann nicht einfach weitergereicht werden. Deshalb wurden im Kapitalismus schon vor Jahrhunderten verschiedene Formen handelbarer Schuldscheine erfunden, die durch die Standardisierung der Wertpapiere, durch rechtliche Absicherungen und besondere Institutionen einen leichten Wechsel der Forderungen von einem Eigentümer zum nächsten ermöglicht haben. Die Lösung bestand darin, Zins und Rückzahlung der Hauptsumme bis ins Detail festzulegen und den so fixierten Kredit in eine Vielzahl von gleichberechtigten Teilen aufzuteilen. Damit war einerseits sicher, daß sich die Kreditbedingungen für den Schuldner durch den Weiterverkauf seines Schuldscheins nicht veränderten. Andererseits wußten die Gläubiger, was sie vom Schuldner verlangen konnten – und sie mußten mit einem bestimmten Anteil am Kredits auch nur ein bestimmtes Ausfallrisiko übernehmen: Die Rentenmärkte waren etabliert.⁶⁰

Tatsächlich ändert sich durch die "Verbriefung" von Krediten, die Verwandlung von Kreditverträgen in handelbare Wertpapiere, an grundlegenden Zusammenhängen des Kreditgeschäftes nichts.⁶¹ Egal, wie oft und zu welchen Preisen auf den sogenannten "Sekundärmärkten"⁶² ein Schuldschein verkauft wird: Der Schuldner erhält davon keinen Cent mehr und er muß – in geregelten Verhältnissen – auch nicht mehr für seine Schulden zahlen. Über den Einsatzort der verliehenen Mittel ist entschieden. Der Weiterverkauf soll keine Veränderungen am Verhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner vornehmen, sondern die Funktion des Gläubigers neu zuteilen. Was sich ändert, ist die Größe des erreichbaren Marktes an Kreditgebern, die Verflechtung verschiedener Geschäfte und die Form, in der die grundlegenden Zusammenhänge wirksam werden: Beim Kauf und Verkauf von Wertpapieren kommt es zu jener Erscheinung, die Marx fiktives Kapital nennt. Eine sehr treffende, wenn auch gern mißverständene Begriffsbildung.

Um den Kaufpreis eines Schuldscheins zu bestimmen, braucht man in der einfachsten Form nur die Verhältnisrechnung aus der Grundschule: Wenn etwa der ortsübliche Zinssatz für risikofreie Anlagen 5 Prozent beträgt, dann wirft eine solche Anlage in Höhe von 100 000 Euro pro Jahr 5000 Euro an Zinsen ab. Wenn nun beispielsweise der vertraglich festgelegte Ertrag eines Wertpapiers bei 2500 Euro pro Jahr liegt, dann wird ein guter Kaufmann nicht mehr als 50 000 Euro dafür bezahlen wollen – denn 2500 Euro würde er bekommen, wenn er 50 000 Euro zu 5 Prozent Zinsen anlegt:

Fiktives Kapital = Ertrag/üblicher Zinssatz

50 000 Euro = (2500 Euro/Jahr)/ (5 Prozent/Jahr)

Es ist der Kapitalfetisch in reiner Form, der dieser einfachen Rechnung zugrunde liegt: Kapital ist, was Geld einbringt – was Geld einbringt, ist Kapital. Wenn etwas mehr Geld einbringt, dann ist es auch eine größere Investition wert, und umgekehrt umgekehrt. Auf dieser Grundlage entwickelt sich der Börsenhandel, der noch kleinste Preis- und Ertragsdifferenzen in Gewinne ummünzen soll: die Arbitrage. Es gibt keinen schnelleren

60 Mit den Altersbezügen von abhängig Beschäftigten hat das erste Mal nur dem Namen nach zu tun: eine Rente ist eine regelmäßige Zahlung aufgrund von irgendwelchen Ansprüchen. Erst der Versuch, die Altersrente über Anlagen auf den Kapitalmärkten zu finanzieren, würde die Altersrentner wieder zu Rentiers machen, die von den Erträgen ihres Kapitals leben sollen. Nur ist fraglich, ob sie das auch können: Ohne staatliche Förderung reichen die Einkommen von abhängig Beschäftigten nirgends auch nur zur Finanzierung des bescheidenen Lebensabends.

61 Was die Literatur zum Thema betrifft, so ergeht es dem heutigen Leser nicht viel anders als seinerzeit Marx in London: Die Sprache ist Englisch und die Bücher sind dick. Die besten Einführungen sind einerseits Stigum/Crecenzi (2007, 1200 Seiten) aus der Sicht reflektierender Börsenpraktiker, andererseits Henwood (1998, 370 Seiten) als marxistisch geschulte Kritik.

62 Als "Primärmarkt" wird das Geschäft der Neuvergabe von Krediten bzw. der Neuemission von Wertpapieren bezeichnet: D.h. die Festlegung der Funktionsteilung zwischen Gläubiger und Schuldner.

Prozeß zur – turbulenten – Angleichung der Rentabilität verschiedener Kapitalanlagen.⁶³ Der errechnete Kaufpreis hat aber mit irgendwelchen Werten nur insofern zu tun, als die Investoren den Kaufpreis mit den eingehenden Erträgen vergleichen und – vor allem – den Kaufpreis für das Wertpapier zahlen müssen. Und weil Investoren an dieser Stelle – beim Bezahlen – immer sehr kritisch werden, wird selbstverständlich von ihnen viel aufwendiger gerechnet. Je nachdem, auf welche anderen Anlageformen mit welcher Laufzeit man sich bezieht, welche Risiken herein spielen und wie Verzinsung und Tilgung der Kreditsumme erfolgt, kann die theoretische Bestimmung eines Wertpapierpreises eine sehr komplizierte Angelegenheit sein.⁶⁴ Vor allem bei langfristigen Betrachtungen sind dabei Preisveränderungen zu berücksichtigen – eine, ungeachtet der beliebten Debatten über "Inflationsraten", oft vergessene Komplikation.⁶⁵

Aber das Kapitalisieren einer Zahlungsverpflichtung ist selbst dann ein Stück weit Spekulation, wenn es sich um festverzinsliche Wertpapiere mit fixierter Tilgung bei überschaubaren Veränderungen des Preisniveaus handelt. Denn mit diesen Angaben ist nur fixiert, was in der einfachen Gleichung oben als Ertrag auf der rechten Seite oberhalb des Bruchstrichs steht. Welcher Zinssatz aber als üblich angesehen wird und auf der rechten Seite unterhalb des Bruchstrichs einzusetzen ist – das hängt von den wechselnden Bedingungen des Marktes ab, die selbst für professionelle Anleger nicht zu überschauen sind. Praktisch orientieren sich Investoren wie Schuldner an bestimmten Indizes, die den Vergleich verschiedenster Kreditpapiere vereinfachen. Bezugspunkt ihrer Überlegungen ist aber immer ein gewisser minimaler Zinssatz, der von ebenso sicheren wie liquiden Wertpapieren abgeworfen wird. In erfolgreichen kapitalistischen Nationen ist dies regelmäßig der Zins auf kurzfristig fällige, handelbare Staatspapiere. In den USA etwa sind die Treasury Bills, die Schatzwechsel des Finanzministeriums, die **Benchmark**. Der Zinssatz auf die T-Bill über 3 Monate ist der Bezugspunkt aller Vorgänge an Geld- und Kreditmärkten. Aber nicht unter allen Umständen gelten Staatsschulden als die sichersten aller Anlageformen. Welche historischen Voraussetzungen dazu gegeben sein müssen, das diskutiert ein Exkurs am Ende dieses Abschnitts.

Da viele Komplikationen Einfluß auf die Bestimmung der Kurse haben, kann man im Wertpapierhandel noch weit mehr Dinge kaufen als nur festverzinsliche Papiere: Es gibt viele verschiedene und immer neue Derivate – die weite Welt der Swaps, Futures und Optionen – die jeweils bestimmte Momente der Kursbewegung verselbständigen und es den Anlegern gestatten, auf diese einzelnen Momente zu spekulieren. Die größten Derivatemärkte sind jene, in denen auf Veränderungen der Zinsraten und der Währungskurse spekuliert wird.

Welche Momente auch immer Einfluß auf die Motive von Käufern und Verkäufern haben: Ohne unterschiedliche Annahmen über die Marktbedingungen kommen Kauf und Verkauf eines festverzinslichen Wertpapiers nicht zu Stande. Verkaufen wird, wer ein solches Papier besitzt und annimmt, daß der übliche Zinssatz steigen wird – damit würde der rechnerische Preis seines Wertpapiers sinken. Kaufen wird, wer annimmt, daß der übliche Zinssatz sinkt. Von solchen gegensätzlichen Annahmen ausgehend einigen sich beide Seiten auf das Geschäft. Beide Seiten können nicht zugleich recht behalten. Doch was der eine gewinnt, verliert offensichtlich der andere: Dieser Börsenhandel ist ein Null-Summen-Spiel.

Der Schein gewaltiger volkswirtschaftlicher Gewinne oder Verluste im Wertpapierhandel entsteht dadurch, daß aktuelle Kursveränderungen einfach mit der Gesamtzahl der entsprechenden Papiere multipliziert werden: Auch wenn an einem Börsentag vielleicht nur wenige Prozent eines Wertpapiers zu diesem bestimmten Kurs den Besitzer gewechselt haben, so kann man doch diesen Kurs auf alle Exemplare dieses Papiers anwenden – rein rechnerisch. Wenn der Kurs gestiegen ist, dann ergeben sich gewaltige Gewinne – auf dem

63 Vorausgesetzt, daß hohe Umsätze in den gehandelten Wertpapieren eine Angleichung zwischen dem Durchschnitt der tatsächlichen Erwerbspreise der gehaltenen Bestände und dem aktuellen Kursniveau herbeiführen. Denn die aktuelle Konkurrenz kann direkt natürlich nur zu einem Ausgleich der Rendite zu den aktuellen Marktpreisen führen: $\text{Rendite in einer Rechnungsperiode} = \frac{\text{Preisänderung} + \text{Zinsen}}{\text{Ausgangspreis}}$.

64 Zu den Grundlagen vgl. Stigum/Crescenzi (2007, 71ff), eine ausführliche Darstellung enthält Stigum (1981).

65 Zu den veränderlichen Grundannahmen solcher Berechnungen siehe Shiller(2007b).

Papier und in den Nachrichten. Und wenn der Kurs gefallen ist, ergeben sich gewaltige Verluste. Aber nicht, weil sich der Reichtum eines Landes geändert hätte. Es handelt sich vielmehr um Gewinne und Verluste, denen tatsächlich wenig Reales entspricht, weil sie nur hochgerechnet sind. Selbst ein großer Rückgang der Börsenkurse ist mit Gewinnen vieler, theoretisch sogar aller Verkäufer an einem solchen schlechten Börsentag vereinbar: Wenn sie nämlich ihre Wertpapiere nicht am Vortag erworben haben, sondern vor längerer Zeit zu noch geringeren Preisen, dann können sie einen Gewinn realisieren, obwohl die Kurse gegenüber dem Vortag gefallen sind. Sie mögen sich ärgern, weil sie am Vortag noch mehr eingestrichen hätten – aber das ist ihr Problem. Genauso mögen sich jene ärgern, die gestern zu höheren Kursen erworben haben, was heute billiger zu kriegen ist. Wirklich Geld verloren haben die Leute, die zu höheren Kursen gekauft haben und nun zu geringeren verkaufen. Wieviele das sind und wie hoch ihre Verluste, das wird statistisch nicht erfaßt.

Erfaßt werden kann nur, was Finanzinstitute und Investoren als Gewinne und Verluste verbuchen – eine Frage, für die es verschiedene Antworten gibt, je nach dem Ziel, das ins Zentrum gestellt ist. Wird, wie im alten deutsche Handelsgesetzbuch (HGB) der Gläubigerschutz an erste Stelle gesetzt, so wird nach dem Vorsichtsprinzip bewertet, und Buchgewinne erscheinen nicht als solche, sondern als **stille Reserven**: Egal wie hoch der Preis eines Wertpapiers gestiegen sein mag, in der Bilanz einer Bank darf es weiterhin mit dem niedrigsten Kurs bewertet werden, der bisher zu verzeichnen war. Nur wenn dieses Wertpapier verkauft wird, dann muß der entstehende, möglicherweise hohe Gewinn in die Gewinn- und Verlustrechnung eingehen. Aus US-amerikanischer Sicht wird durch diese rechtliche Vorschrift die Macht des Managements zuungunsten der Anteilseigner eines Unternehmens unzulässig gestärkt: Die US-Standards bestehen auf einer marktnahen Bewertung, was bedeutet, daß z.B. auch Buchgewinne zur Erhöhung des Jahresergebnisses führen, das an die Anteilseigner ausgeschüttet werden soll. Buchgewinne kann man aber nicht ausschütten. Sie müssen erst durch den Verkauf von im Kurs gestiegenen Wertpapieren realisiert werden: Der Eigentumswechsel eines Wertpapiers ist es, der einen errechneten Gewinn oder Verlust zu einem wirklichen Gewinn oder Verlust macht.

Steigende Wertpapierkurse bedeuten, daß den bisherigen Eigentümern dieser Papiere von anderen Leuten mehr Geld für sie gezahlt wird, als sie selbst bezahlen mußten. Sie sind deshalb nur dadurch möglich, das "frisches Geld an die Märkte" strömt. Allerdings kann dieses Geld die Märkte auch gleich wieder verlassen, wenn nämlich die ausgezahlten alten Eigentümer ihre Einnahmen nicht wieder in andere Wertpapiere investieren, sondern sich etwas Netteres dafür kaufen. Dann kann es geschehen, daß sich die Leute mit den neuen, teuren Wertpapieren im Depot zwar reich fühlen, aber beim Versuch der Realisierung dieses Reichtums merken, daß er nicht so groß ist, wie berechnet: Weil sie niemanden mehr finden, der ihren hohen Preis zu zahlen bereit ist. Selbstverständlich können Menschen Buchgewinne und Buchverluste irrtümlich für die Wirklichkeit halten und ihre Handlungen entsprechend ausrichten. Das heißt aber nicht, daß virtuelle Gewinne oder Verluste sich auf einmal in etwas Reales verwandeln. Sondern das heißt, daß sich die Marktteilnehmer manchmal wirklich im Irrtum befinden. Die Realität der Finanzmärkte geht nicht in den tages- und sekundenaktuellen Kursmeldungen auf, sondern schließt immer die Umsätze der verschiedenen Wertpapiere und die beteiligten Partner der Geschäfte ein.

Eine sehr direkte Folge haben Kursschwankungen an den Wertpapiermärkten aber doch: Wenn für bestimmte Finanzgeschäfte Wertpapiere als Sicherheiten hinterlegt werden, dann schwankt der Kurswert dieser Sicherheitsleistung mit dem aktuellen Handelsverlauf. Kann sein, die Papiere haben rechnerisch einen höheren Preis als vereinbart – dann kann der Schuldner Wertpapiere zurückziehen und für andere Geschäfte verwenden. Kann aber auch sein, der Kurswert der Papiere erreicht die vereinbarte Sicherungsleistung nicht mehr – dann muß der Schuldner nachlegen. Bei allgemein sinkenden Kursen kann das schwierig, ja unmöglich werden. Gerade für moderne Großbanken liegt hier ein Risiko, da sie stark in Wertpapierpensionsgeschäften (Repos) engagiert sind.

Im Falle normaler Kreditverbriefungen wirkt der Zwang zur Rückzahlung als Grenze der Spekulation. Wenn die Papiere fällig werden, gibt es nur noch eine Frage: Kann der

Schuldner die Tilgung leisten – oder nicht? Wenn der Schuldner aus eigener Kraft zahlen kann, dann gehen die Abweichungen der Marktpreise von der Rückzahlungssumme zurück und der Kredit wird getilgt. Aber nicht alle können am Ende der Laufzeit eines Kredites die Rückzahlung aus eigenen Mitteln bewerkstelligen: Sie brauchen dann neue Kredite, um die alten abzulösen. Täglich laufen Kreditverträge aus und werden teils bezahlt, teils durch neue Kredite zu neuen Konditionen ersetzt - je nachdem, zu welchen Zinssätzen die Konkurrenz zwischen Gläubigern und Schuldnern gerade geführt hat, wie die Einschätzung der Lage ihres Geschäftes ist usw. Ein Beispiel: Die Nettokreditaufnahme der Bundesrepublik Deutschland betrug im Jahr 2004 nur 31,4 Milliarden Euro. Dieser Betrag ergibt sich aber aus einer Differenz: Nicht weniger als 193 Milliarden Euro alter Schulden wurden einfach dadurch getilgt, daß in dieser Höhe neue Schulden eingegangen wurden. Die Bruttokreditaufnahme (= Umschuldung + Neukredite) lag damit bei 224 Milliarden Euro. Anders ist es auch bei Unternehmen nicht, was keine Probleme bereitet, solange Kreditquellen verfügbar sind: Ob und zu welchen Bedingungen aber sie die neuen Kredite erhalten, das entscheidet sich auf den Finanzmärkten. An dieser Stelle, beim "roll over" der alten Kreditbestände, greift die aktuelle Situation an den Finanzmärkten immer wieder in die Umverteilung des gesellschaftlichen Reichtums ein, beeinflußt der Vergleich der Rentabilitäten und Risiken auch real den Fluß der Kapitalströme in verschiedene Firmen und Sektoren.

Ein aktuelles Beispiel für solche Wirkungen der Kreditmärkte ist die Staatsverschuldung Griechenlands. Auch der griechische Staat muß auf den Finanzmärkten in diesem Jahr nicht nur die Mittel für das Defizit im Haushalt 2010 besorgen – die Neuverschuldung in Höhe von vielleicht 30-40 Milliarden Euro – sondern darüber hinaus etwa 60 Milliarden alter Schulden ablösen, die fällig werden. Ohne die Rückendeckung der EU war das im Frühjahr 2010 nicht mehr machbar. Und selbst danach werden die an den Finanzmärkten von Griechenland verlangten höheren Zinsen den Druck auf den griechischen Staatshaushalt nochmals massiv verstärken. Der erste Sanierungsfall im Zuge der jüngsten Krise ist das nicht. Nach Ungarn und der Ukraine, Island, Pakistan, den baltischen Staaten, dem Emirat Dubai und nun Griechenland werden noch weitere Länder folgen. Dazu – und den nationalen oder nicht nationalen Besonderheiten siehe Kapitel 6. Allerdings ist es nicht so, wie ein Artikel in der New York Times vom 15. März (Schwartz 2010) nahelegt, daß es in den kommenden Jahre aufgrund auslaufender Anleihefinanzierungen eine gewaltige Kreditnachfrage geben werde, die die Finanzmärkte glatt überfordern könnte. Denn zu den auslaufenden Anleihen gehören – abzüglich die eine oder andere Insolvenz – ja auch entsprechende Rückzahlungen: Mittel, die dann für neue Kreditengagements zur Verfügung stehen. Fraglich ist nur, zu welchen Konditionen sie wem zur Verfügung gestellt werden.

Exkurs: Von der bürgerlichen Revolution zur "national debt"

Das Musterbeispiel der Rentenmärkte ist heute der Handel mit Staatsschuldpapieren. Das beruht zum einen darauf, daß der Zweck des modernen Staates, die Aufrechterhaltung seiner bürgerlichen Gesellschaft mit all ihren Gegensätzen, öfter Mittel erfordert, die das laufende Geschäft der Kapitalisten in Form von Steuern und Abgaben aller Klassen einfach nicht abwirft. Zum anderen beruht es auf der einst in Revolutionen erfochtenen Achtung des modernen Staates vor dem Privateigentum seiner Bürger, vor allem seiner Gläubiger. Denn durch die Finanzierung der Staatsausgaben mit Staatsschulden erfolgt keine Schöpfung einer zahlungsfähigen Nachfrage aus dem Nichts, sondern es handelt sich um einen Kredit, der neben einem Schuldner auch einen Gläubiger hat. Damit unterliegt er derselben prinzipiellen Grenze wie die private Kreditvergabe: eine zeitlich begrenzte Umverteilung von Reichtum setzt diesen Reichtum voraus. Das Ausweichen auf den Weltmarkt für Leihkapital schiebt diese Grenze zwar hinaus, da mehr Gläubiger erreichbar sind, setzt aber andererseits einen Staat der entsprechenden Konkurrenz aus. Ohne entsprechende Zinsen und Tilgungen bekommt auch ein Staat auf den Weltmärkten kein Geld. Egal, was eine Regierung mit dem Geld anfängt, für den Gläubiger soll es Kapital sein, sonst gibt er es nicht her. (Marx 1894, 482f)

Damit ist das Nehmen und Geben von Staatsschulden ist immer eine Spekulation auf ein

künftiges, erfolgreiches Geschäft, das die Unternehmer der Nation unter Benutzung der vom Staat hergestellten Bedingungen veranstalten werden. Ob die Spekulation gerechtfertigt wird, hängt von der Organisation einer entsprechend rentablen Produktion im Lande ab. Darüber hinaus aber gibt es im Falle der öffentlichen Verschuldung noch ein zweites Problem. Denn wenn private Kredite krachen gehen, so schaut man nach den Sicherheiten – und mancher hat aus einer Konkursmasse noch ein gutes Geschäft gemacht. Allerdings muß dafür dann auch die Staatsmacht mit Konkursrichter und Wirtschaftsrecht eintreten, sonst bleibt nur ein Verlust. Wer aber garantiert die Schulden eines Staates? Die Eigenart feudaler Souveräne, mit einem Staatsbankrott eine sehr effektive Schuldenstreichung zu erzwingen, brachte auch ihre Gläubiger um allen Kredit. So wurden einst die großen Geldkapitalisten Oberdeutschlands, die Fugger und Welser fast oder ganz in den Ruin getrieben. Solange die Staatsverschuldung als Privatsache eines Monarchen behandelt wurde, die von seinem Nachfolger anerkannt werden konnte – oder auch nicht, solange war an einen geregelten Weiterverkauf staatlicher Schuldverschreibungen nicht zu denken.⁶⁶ Erst die Ausgabenkontrolle und das Steuerrecht der Parlamente boten die Handhabe, um die verschiedenen Staatsapparate immer wieder auf bürgerlichen Ziele festzulegen: Garantierung der Freiheit von Person und Privateigentum durch das staatliche Gewaltmonopol, Sozialstaat, Schaffung allgemeiner Produktionsbedingungen (Verkehr, Wissenschaft), Unterstützung des auswärtigen Geschäfts. Und die Staatsschulden mußten sich nunmehr, als Börsenpapier, nicht nur bei der Vergabe des Kredits, sondern beim ständigen Kauf und Verkauf im kaufmännischen Urteil des Bürgertums als Kapital bewähren. Im Gegenzug errichtete das Bürgertum den zentralisierten Steuerstaat, denn irgendwoher müssen die öffentlichen Einnahmen ja kommen – auch wenn privat das Steuersparen gepflegt wird. Erst bürgerliche Revolutionen konnten die Staatsschulden zu dem machen, was sie in den Zentren des Weltmarktes heute sind: das fiktive Kapital par excellence, ohne daß die eine Seite des Begriffs die andere blamieren soll.

Obwohl nicht täglich in den Fernsehnachrichten erwähnt, ist der Markt der Staatsschulden nicht nur einer der größten, sondern auch einer der spannendsten Teile des Börsengeschäftes: Alle ausgeführten Aktienkäufe an der New Yorker Börse, der NYSE, im Jahr 2008 zusammengezählt ergeben eine Summe von 28 Billionen Dollar, an der Nasdaq waren es 15,2 Billionen Dollar. Die Umsätze der *Government Securities Division* der DTCC beliefen sich dagegen auf 1014 Billionen Dollar – also mehr als das 20-fache der Umsätze an den beiden führenden Aktienbörsen der USA.⁶⁷ Solche Einbindung der Staatsverschuldung in den Leihkapitalmarkt bringt den Nationalkredit hervor: Keine willkürlich aggregierte, statistische Größe, sondern durch die Verbindung von privatem und öffentlichem Kredit in der gemeinsamen Konkurrenz auf dem Leihkapitalmarkt sachlich bestimmt. Das Ergebnis dieser Konkurrenz halten die Zinskurven der Staatsschuldspapiere fest, etwa der "Benchmark" auf dem US-Finanzmärkten, der T-Bill.[Grafik 2.3.1] Diese Zinskurven sind – entsprechend der Grundgleichung des fiktiven Kapitals – nur ein Spiegelbild der Wertpapierpreise. Immer wenn hier die verlangten Zinsen zunehmen, zeigt sich darin ein nachlassendes Interesse an diesem Staat: Die Preise seiner Schuldscheine fallen. Die Eigentümer ziehen es vor, woanders zu investieren. Und wenn die Zinsen der T-Bill sinken, bevorzugen es Kapitalisten, ihr Geld der Regierung statt ihresgleichen zu geben: der Staat steigt im Kurs. So einfach ist die politische Arithmetik des Finanzmarktes.

2.4. Wertpapierhandel und fiktives Kapital: 2. Aktien

Ganz anders als die Rentenmärkte ist das Geschäft aufgebaut, das an jedem Wochentag die Wirtschaftsnachrichten bestimmt: Eine Aktie ist keine Verbindlichkeit, die irgendwann getilgt werden muß, sondern ein Anteilsrecht an einem Unternehmen. Mit dem Erwerb von Aktien

⁶⁶ Vgl. Kulischer (1928-29, 358ff). Im Europa des 18. Jahrhunderts gab es nur zwei Länder, die ihre Verschuldung ordentlich bedienten: die Niederlande und England – beide hatten ihre bürgerlichen Revolutionen schon hinter sich. In Frankreich war 1789 die untragbare Staatsverschuldung der direkte Auslöser zum Sturz des alten Regimes. Die zumeist bürgerlichen Gläubiger achteten dabei sehr darauf, dass mit der Macht des Königs nicht auch ihre Forderungen abgeschrieben werden mussten: Sie hielten sich an die Kirchengüter und die Einnahmen des neuen Staates (vgl. Mathiez 1950, 139ff.).

⁶⁷ Vgl. BIS (2008), Blatt USA, Tabelle 18 und 21.

erwirbt man zwei Rechte in Bezug auf die jeweilige Firma: Ein Mitbestimmungsrecht beim Kommando über das Unternehmen und einen Anteil an den auszuschüttenden Gewinnen. Beides der Größe nach bestimmt durch den Anteil, den ein Aktionär hält. Beides kann, nicht nur für Kleinaktionäre, eher theoretisch Bedeutung haben. Denn die Mitbestimmung beim Unternehmenskommando hängt nicht nur von der Größe des eigenen Anteils, sondern auch vom Verhalten der anderen Aktionäre ab. Und der auszuschüttende Gewinn ist das letzte – im Wortsinne! – was von den Erlösen eines Jahres übrig bleibt. Alle anderen bekommen ihr Geld früher als der Aktionär: Die Beschäftigten, die Manager, die Lieferanten, die Gläubiger, der Staat. Das heißt nicht, daß es sich nicht lohnte, Aktien zu erwerben. Denn die Form der Aktiengesellschaft ist die dominierende Form großkapitalistischen Eigentums. Wer bei den großen Firmen der Welt Einfluß auf die Investitionsentscheidungen haben will, der muß hier beteiligt sein. Doch muß man dazu auch das nötige Kleingeld mitbringen.

Und was passiert mit diesem Geld? Wenn sie Aktien kaufen, dann sagen Aktionäre gern, sie steckten ihr Geld in diese oder jene Firma. Das ist insofern verständlich, da ein Teil ihres Vermögens nun mit dem Erfolg der entsprechenden Firma verbunden ist. Tatsächlich aber zahlen sie nur einen aktuellen Preis an diesen oder jenen bisherigen Aktionär. Und dieser Aktionär steckt das Geld in seine Tasche, nicht in die Kasse des Unternehmens, dessen Aktien da gehandelt werden. Genau wie der Weiterverkauf von festverzinslichen Wertpapieren ändert der Kauf und Verkauf einer Aktie an der Finanzlage des entsprechenden Unternehmens in der Regel nichts. Nur bei der Neuauflage von Aktien fließen tatsächlich Mittel in eine Firma – und beim umgekehrten Vorgang, wenn das Unternehmen zur Erhöhung des Börsenkurses und zum Wohle der Aktionäre Aktien zurückkauft, fließen Mittel aus dem Unternehmen an die bisherigen Aktionäre. Alles andere ist nur eine Umverteilung von Eigentumsanteilen im Kreis der privaten Anleger. Deshalb sind Phasen stabilen Wachstums keine guten Zeiten für die Börse, weil die Machtverhältnisse unter den Kapitalisten geklärt sind und nur hier und da Anpassungen stattfinden.

Für die Mehrheit der kleineren Börsenspieler geht es nicht um die Beeinflussung der Geschäftspolitik, sondern eher um die Hoffnung auf größere Gewinne beim Wiederverkauf der Anteile. Dabei ist die Berechnung des "richtigen Preises" bei Aktien aber noch schwieriger als bei den festverzinslichen Papieren. Zwar kann man sich aus den gesetzlich vorgeschriebenen Veröffentlichungen einer AG ein Bild der Lage wie der Vermögenswerte und der Schulden eines Unternehmens machen und aus letzteren den "Substanzwert" bestimmen. Denn an die Börse dürfen nur Firmen, die bestimmten Publizitätspflichten genügen. Doch den "Substanzwert" kann man nur zu Geld machen, indem man das Unternehmen zerschlägt und die Einzelteile verkauft – was eine weitgehende Kontrolle voraussetzt, die kleinere Aktionäre gerade nicht erreichen. Bleibt die Geschäftslage, der "Ertragswert" – das fiktive Kapital, im Prinzip nach dem gleichen Verfahren zu bestimmen, wie andere Kurse für Wertpapiere auch: Siehe den vorangegangenen Abschnitt.

Nur ist im Falle von Aktien gar nicht vorher zu berechnen, wie groß der Ertrag in der Zukunft ausfallen wird. Deshalb müssen im Aktienhandel neben den unsicheren Annahmen über die künftigen Zinsen auch die ebenso unsicheren Annahmen über die künftige Geschäftsentwicklung Beachtung finden. Ganz pfiffige Freunde der freien Marktwirtschaft kamen deshalb auf die Idee, den Aktienkurs eines Unternehmens als die bestmögliche Prognose seiner Entwicklung zu interpretieren. Alle erreichbaren Informationen würden von den Aktionären bei der Kaufentscheidung jeweils tagesaktuell bewertet, weshalb der Börsenwert des Unternehmens die einzig wahre Schätzung des Unternehmenswertes sei: der Shareholder Value. Aber auch bei AG wechseln an normalen Tagen nur wenige Prozent der Anteile den Besitzer. Und von welchen Motiven sich Käufer und Verkäufer dabei leiten ließen, ist unbekannt. Alle versuchen daher, den Trend hinter den täglichen Schwankungen ausfindig zu machen, wobei fast jede Form der Entscheidungshilfe zulässig ist, von der Esoterik bis zur betriebs- und volkswirtschaftlichen Analyse, vom mehr oder weniger intelligenten Würfeln bis zur statistischen Auswertung aller möglichen Börsengeschäfte – wobei über jede dieser Informationsquellen und ihre Interpretation dann noch heftig

diskutiert wird.⁶⁸ Und weil das Analyseergebnis trotzdem unsicher ist, werden ganze Bündel von Aktien gekauft und verkauft, wird in Aktienfonds investiert und auf Indizes gewettet. Trotzdem ist nur eines sicher: Die Beratung der Anleger ist ein besseres Geschäft, als den eigenen Tipps zu glauben.

Auch eine Orientierung des Managements am "Shareholder Value" und eine hohe Eigenkapitalrendite eines Unternehmens garantieren noch lange nicht, daß der eigene Aktienkauf auch lohnend ist. Denn der Anleger berechnet seine Rendite nicht auf die Größe des Eigenkapitals der Bilanz, das für ihn bestenfalls eine betriebswirtschaftliche Kennziffer darstellt. Er setzt den Gewinn oder Verlust in Beziehung zu seiner Investition: zu dem Preis, den ihn seine Aktie gekostet haben. So verbuchte die Deutsche Bank für das Erfolgsjahr 2007 eine Eigenkapitalrendite vor Steuern von 24,1 Prozent. Die aber war bezogen auf ein Eigenkapital von 33,7 Milliarden Euro: je Aktie etwa 79 Euro Eigenkapital. Der Preis einer Deutsche Bank-Aktie schwankte in diesem Jahr allerdings zwischen 81,33 und 118,51 Euro: Man mußte mehr zahlen, die Rendite ist für die Neuerwerber entsprechend kleiner. (DB 2009) Anders im ersten Quartal 2009: Da konnte die Deutsche Bank stolz vermelden, daß sie eine Eigenkapitalrendite (vor Steuern) von 22,6 % erreicht habe. Diese Angabe bezieht sich auf ein Eigenkapital von wiederum 33,7 Milliarden Euro – je Aktie diesmal nur etwa 55 Euro. Die Frage ist nur, ob der Aktionär mehr oder weniger als 55 Euro für eine Aktie gezahlt, d.h. wann er seine Aktien erworben hatte: Im Jahr 2008 schwankte der Aktienkurs der Deutschen Bank zwischen 18,59 Euro und 89,59 Euro, im Jahr 2009 zwischen 15,38 Euro und 58,29 Euro. (DB 2010) All diejenigen also, die bei höheren Kursen als 55 Euro ihre Aktien der Deutschen Bank erworben haben, werden jetzt durch eine Eigenkapitalrendite von über 20 Prozent noch immer nicht zufrieden sein – diejenigen, die in der Zeit der Krise zugegriffen haben, aber um so mehr. Aber auf keinen Fall können alle gleich erfolgreich dastehen, hat doch jeder Aktienkauf zwei Seiten: Hinter jedem unzufriedenen Aktionär, der zuviel gezahlt hat, steht ein anderer Anleger, der sein Aktien gerade noch rechtzeitig losgeworden ist. Und hinter jedem, der sich über ein Schnäppchen freut, ein anderer, der heute bessere Preise für seine Aktien erzielen würde.

Die heftigen Schwankungen an den Börsen stellen auch für die Statistiker eine Herausforderung dar. Zwar können sie recht einfach die Bilanzen wiedergeben, indem sie einfach höhere Börsenkurse von Aktien als ebenso erhöhte Verpflichtungen der Unternehmen gegenbuchen. So verfährt die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung: Eine hoher Börsenkurs ist nicht nur Ausweis von Erfolgen, sondern eben auch ein Anspruch, der in Zukunft von den Unternehmen erfüllt werden soll. Komplizierter ist der Ausweis der Finanzströme, da wird alles kombiniert, was an Informationen zugänglich ist, und am Ende müssen doch die vermittelnden, die *Reconciliation Tables* ausgleichen. Die Umverteilung der Teilhabe am Großkapital ist kein konfliktfreier Prozeß, und ihre Darstellung erfordert daher einigen Aufwand.

Einen Aufwand, den die Massenmedien in der Regel scheuen. Ihnen geht es mehr um den Mythos von der Marktwirtschaft – und da kommen sie an der Börse leicht auf ihre Kosten. Wie kaum ein anderes Geschäft entspricht der Aktienhandel den populären Vorstellungen von marktwirtschaftlicher Preisbildung durch Angebot und Nachfrage. Und wie kaum eine anderer Finanzmarkt bietet er mit den Namen bekannter Großkonzerne einen scheinbar handfesten Bezug zur realen Wirtschaft. Deshalb ist es sicher kein Zufall, daß mit der neoliberalen Wende schließlich 1989 auch das öffentlich rechtliche deutsche Fernsehen

⁶⁸ Robert J. Shiller hat deshalb früh die Einbettung der Aktienanalyse in eine soziale Dynamik jenseits des Glaubens an "effiziente Märkte" eingefordert: Ohne Berücksichtigung der Herausbildung von Moden sei die Dynamik der Aktienmärkte nicht zu verstehen. (Shiller 1984, vgl. Shiller 2002 und Akerlof/Shiller 2009) Doch Moden sind nicht alles: Anwar Shaikh (1995) versuchte, einen rationalen Kern in den heftigen Veränderungen der Börsenkurse auszumachen und dazu die Beziehungen zwischen der Rentabilität von Aktienanlagen und der "inkrementellen Profitrate" der Unternehmen, d.h. der Veränderung der Profite in Relation zu den Neuinvestitionen der Vorperiode untersucht. Doug Heenwood (1997, 244) verdächtigte ihn daraufhin einer fundamentalistischen Geringschätzung der Eigenmächtigkeit finanzieller Entwicklungen. Gerade in Anbetracht der Blasen und ihres Platzens aber scheint es nicht überflüssig, an die grundlegenden Verbindungen zwischen Aktienmärkten und "real world" zu erinnern. In einer aktuellen Analyse fanden Sarich/Hecht (2010) einige Unterstützung für die Position von Shaikh. Er selbst hat unter Bezug auf Überlegungen von George Soros sein Modell um Rückwirkungen der Marktentwicklungen auf die "Fundamentals" erweitert. (Shaikh 2010)

seinen Zuschauern eine Börsenberichterstattung anbot: Zunächst im Mittagsmagazin, bald schon zur Hauptsendezeit. Diese Wendung erfolgte nicht, weil damals die Mehrzahl der Zuschauer und Zuschauerinnen plötzlich zu (Klein)Aktionären geworden wäre. Die zuständige Lobby-Institution, das Deutsche Aktieninstitut (www.DAI.de), beziffert die Zahl der Aktionäre für 1988 auf gerade 3,2 Millionen (davon hielten allerdings knapp 900.000 nur Belegschaftsaktien) – und auch 1992 waren es nur knapp 4 Millionen (reine Belegschaftsaktionäre: 1,3 Millionen). Aber der Gang an die Börse lag im Zug der Zeit, genau wie der Glaube, daß Erfolg am Markt belohnt und Mißerfolg vom Markt bestraft wird. Welcher Bezug tatsächlich zwischen der Bewegung der Aktienkurse, den anderen Finanzmärkten und der täglichen Arbeit in allen Wirtschaftszweigen besteht, daß ist in all den Jahren den Zuschauern kaum klarer geworden, in denen die wildesten Theorien über "Herdenpsychologie", kühne Unternehmerpersönlichkeiten und Investitionsstrategien unters Volk gebracht worden sind.

Dennoch nahm die Zahl der Menschen erst einmal zu, die auch hierzulande ihr Glück – und ihr Geld – an den Aktienmärkten versuchten. Im Jahr 2001 betrug die Zahl der Aktionäre in Deutschland 6,2 Millionen (davon reine Belegschaftsaktionäre: 1,1 Millionen). Dann aber ging es rasch bergab – zunächst mit den Kursen, dann auch mit der Zahl der Aktionäre. Im Jahr 2009 waren es noch 3,6 Millionen Aktionäre in Deutschland. Die Zahl der reinen Belegschaftsaktionäre liegt schon seit 2003 unter dem Stand von 1988. Wenn wir die Zahl der Anleger berücksichtigen, die nicht direkt in Aktien, sondern in Aktien- oder gemischte Fonds investieren, ändert sich das Bild insoweit, als im Jahr 2009 mit 8,8 Millionen Anlegern der Stand von 1999 (8,2 Millionen) gerade noch überschritten wird, gegenüber dem Jahr 2001 – damals knapp 12,9 Millionen – ist der Rückgang dennoch beträchtlich.

Ganz anders in den USA. Dort hatte der Aktienboom der New Economy Ende 1999 seinen Höhepunkt erreicht. [Grafik 2.4.1.] Doch schon ab Ende 2000 fielen die Kurse, bis zum Jahreswechsel 2002/2003 um über 40 Prozent. Nach dem Platzen der dot.com-Blase und den Bilanzskandalen mehrerer Großunternehmen (Enron, Worldcom) in der Wirtschaftskrise 2001/2002 erreichten die Kurse erst im 3. Quartal 2005 wieder die alten Höchststände, um sie von da bis zum Herbst 2008 sogar zu übertreffen. Doch relativ zum gesamten Finanzmarkt verloren die Aktien an Bedeutung. Am letzten Tiefpunkt der Aktienmärkte im Frühjahr 2009 betrug ihr Anteil am Gesamtmarkt gerade noch 13 Prozent, deutlich weniger als noch zwei Jahre zuvor (18 Prozent) und nicht zu vergleichen mit dem Stand Anfang 2000: 23 Prozent.

Trotzdem ging die Zahl der Aktionäre in den USA kaum zurück. Der Survey of Consumer Finance der Federal Reserve stellt fest, daß im Jahr 1998 von 1000 US-amerikanischen Familien durchschnittlich 489 direkt oder indirekt Aktien besaßen, im Jahr 2001 sogar 522, 2004 noch 502 und im Jahr 2007 wiederum 511. (Bucks e.a. 2009) Dabei war das Aktienvermögen für die meisten nicht besonders hoch: die Hälfte besaß Aktien für weniger als 40.000 (2001) oder 35.000 Dollar (2007). Wie an diesen Zahlen zu sehen ist, ging das Platzen der Aktienblase auch an den Kleinaktionären der "middle class" nicht folgenlos vorüber. Trotzdem zogen sie sich nicht von den Aktienmärkten zurück. Die meisten Familien halten Aktien im Rahmen von steuerbegünstigten Aktiensparplänen zur Alterssicherung (84 Prozent) – auch wenn ihr derzeitiger Aktienbesitz gar nicht ausreichend ist und schwerlich je werden wird. Der Wechsel im Alterssicherungssystem in den letzten dreißig Jahren von "defined benefit"- Plänen, die ein bestimmtes Niveau der Rente garantieren, zu "defined contribution"-Plänen, bei denen nur der heutige Beitrag zur Vorsorge, aber nicht die spätere Rente sicher ist, hat garantiert, daß das Risiko der Altersvorsorge von den Unternehmen auf die Beschäftigten verlagert wurde. Die staatliche Absicherung im Alter beläuft sich auf gerade 14.000 Dollar im Jahr.⁶⁹ Das hierzulande gern seriös als "kapitalgedeckte Altersvorsorge" angepriesene Modell der "defined contributions" besteht tatsächlich darin, dem Kapital umfangreiche Ersparnisse zugänglich zu machen, Profite durch Umverteilung nach oben zu ermöglichen und den Druck auf die Beschäftigten zu erhöhen. Anders als die Kleinaktionäre in der Bundesrepublik, wo die Privatisierung der Rente zum Leidwesen der Banken und Versicherungen nur in Trippelschritten vorangebracht werden konnte, können in

⁶⁹ Vgl. England (2009). Die jeweils aktuellen Daten finden sich unter: www.ssa.gov/policy/index.html.

den USA nach dreißig Jahren fortschreitender Privatisierung der Daseinsvorsorge die meisten Familien der US- Mittelklasse nicht mehr zurück. Ihre Anlagen stabilisieren ein System, in dem sie selbst nicht gewinnen können.

2.5. Marktzentrierte Finanzsysteme und der Ausbruch der Finanzkrise

Die besondere Brisanz der Verschlechterung auf dem US-Immobilienmarkt 2006/2007 ergab sich aus zwei Momenten. Zum einen hatte die Konjunktur im Immobilienbereich, wie gezeigt, die Investitionsdynamik seit 2002 wesentlich beeinflusst. Einige solcher Investitionen erwiesen sich nun als ganz reale Fehlinvestitionen. Zum anderen traf diese Verschlechterung auf Institutionen, die darauf in keiner Weise vorbereitet waren.

Um den Gewinn auf das Eigenkapital zu erhöhen, hatten nicht nur die kaum regulierten *Hedge Fonds*, sondern auch Geschäfts- und Investmentbanken ihren "Hebel" durch Aufnahme von Fremdkapital deutlich erhöht. Dort, wo sie an die Grenzen der Eigenkapitalrichtlinien zu stoßen drohten, lagerten sie Geschäfte in gesonderte Unternehmen – *Special Purpose Vehicle (SPV)* – aus, deren Forderungen und Verbindlichkeiten dann nicht mehr in der eigenen Bilanz erschienen. Die Aufhebung von Teilen des *Glass-Steagal-Acts* von 1933 hatte den Geschäftsbanken den Zugang zum Investmentbanking, d.h. zur Emission und zum Handel mit Wertpapieren geöffnet.⁷⁰ Zunächst konzentrierten sich die Geschäftsbanken dabei auf den Aktienmarkt. Doch nach dem Scheitern der *New Economy* nutzten sie die neuen Möglichkeiten, um massiv in das Geschäft mit Hypotheken einzusteigen. Die neue Dynamik am Immobilienmarkt entstand nicht aus erleichterten Kreditgewährungen an Arme, sondern ergab sich aus der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten für vorhandene Geldkapitalien und der Deregulierung des Finanzsektors.

Die Auslagerung des Immobilienfinanzierungsgeschäftes der Banken in SPV zielte überdies – anders als die Strategie der *Hedge Fonds* – auf die Ausnutzung einer besonders günstigen Refinanzierungsmöglichkeit. In den USA ist es erstklassigen Schuldner möglich, durch den Verkauf sogenannter *Commercial Paper (CP)* kurzfristig Mittel aufzunehmen.⁷¹ Diese Wertpapiere sind kurzfristige, unbesicherte Zahlungsverprechen, hinter denen nichts steht als der Ruf und der Überlebenswille der Firmen, die sie ausgeben. Die Laufzeit beträgt für diese Wertpapiere in der Regel weniger als 270 Tage, sie unterliegen keiner besonderen Regulierung durch die Aufsichtsbehörden und werden jenseits der geregelten Märkte ausschließlich an professionelle Anleger angeboten und verkauft. Bei den Erwerbern – den Kreditgebern – handelt es sich zumeist um Geldmarktfonds (MMF), die hier einen Teil ihrer Mittel sehr kurzfristig anlegen können (vgl. Fed, Z.1, Tabelle L. 208). Sie halten CP bis zur Fälligkeit. Einen Sekundärmarkt gibt es nicht. Die Zinsen für CP lagen aufgrund der hohen Bonität der Schuldner und der kurzen Laufzeit in der Regel recht nahe bei den Tagesgeldsätzen. Ein Forderungsausfall, etwa durch Pleite des Emittenten, war zuletzt Anfang der siebziger Jahre vorgekommen.

Den Löwenanteil des CP-Marktes bildeten schon immer Wertpapiere von Finanzunternehmen. Daneben gab es auch einige große nichtfinanzielle Unternehmen, die sich auf diesem Markt kurzfristig und zu geringen Zinsen Mittel verschafften. Seit den neunziger Jahren gingen zunächst die US-Banken daran, diese Finanzierungsmöglichkeit für ihre SPV im Hypothekengeschäft zu erschließen. Das dabei gewählte Geschäftsmodell war nicht ohne Risiko: Die Aktiva dieser Gesellschaften waren langfristig gebunden: Hypotheken mit Laufzeiten von 10, 15 oder gar 30 Jahren und aus ihnen gebastelte Wertpapiere. Dagegen bestanden die Passiva zwar zu einem großen Teil aus Unternehmensanleihen, darunter jene technisch hochgestochenen Wertpapiere (*Asset backed Securities, Collateralized Debt Obligations*), die mitsamt den Risiken an anlagesuchende Erwerber in allen Teilen der Welt weitergereicht wurden. Nach dem Einbruch der Hypothekenmärkte erzählte man dem staunenden Publikum manche Story über Rechenricks, Tranchen und Ratingagenturen. Immerhin 15 Prozent der Mittel der SPV wurden aber kurzfristig zu

⁷⁰ Vgl. Gramm-Leach-Bliley Act vom 12. November 1999.

⁷¹ Zur Struktur des Marktes für Commercial Paper vgl. Kacperczyk/Schnabl (2010), Anderson/Gascon (2009), Acharya/Schnabl (2009).

niedrigen Zinsen am Markt für Commercial Paper aufgenommen (vgl. Fed, Z.1., Tabelle L. 126). Solange die allgemeine Marktsituation unproblematisch war, bildete die Ablösung der von den SPV ausgegebenen vermögensbesicherten CP nach Ende der Laufzeit durch ähnliche Papiere – der "roll over" – kein besonderes Problem. Parallel zum Wachstum der SPV im Hypothekenmarkt nahm auch ihr Gewicht auf dem Markt für CP zu.[Grafik 2.5.1.] Allerdings gewannen die SPV, die selten eigenes Personal hatten und ganz von ihren Mutterinstituten abhängig waren, nur durch Garantieerklärungen dieser Banken Zugang zum CP-Markt. Damit waren die Banken im Falle einer Krise in der Haftung – ohne daß sie in ihren Bilanzen irgendwelche Vorkehrungen für Kreditausfälle treffen mussten.

Mit dem Platzen der New-Economy-Blase nahm das Gesamtvolumen des CP-Marktes zunächst deutlich ab. Vor allem die nichtfinanziellen Unternehmen hatten wachsende Schwierigkeiten – und zogen sich im Ergebnis der Krise weitgehend von diesem Markt zurück: Von knapp 20 Prozent des Marktes noch im Jahr 2000 sank ihr Anteil auf unter 10 Prozent nach Ende der Krise. Dabei wirkten sich nicht zuletzt die Bilanzskandale um *Enron* (Oktober 2001) und *Worldcom* (Juli 2002) aus. Dagegen konnten die SPV den Umfang dieser kurzfristigen Finanzierungen weitgehend halten und entsprechend nahm – nach einem kurzen Einbruch Anfang 2001 – ihr Marktanteil weiter zu. Daneben traten vermehrt ausländische Banken auf dem CP-Markt auf.

Trotzdem stagnierte der CP-Markt bis in das dritte Quartal 2004. Denn einige zuständige Stellen in den USA hatten infolge der Bilanzskandale eine stärkere Regulierung des CP-Marktes und von Zweckgesellschaften in Betracht gezogen. Doch im Juli 2004 wurde eine verstärkte Regulierung dieses Marktes verworfen. Nunmehr erforderten Verbindlichkeiten der Zweckgesellschaften 90 Prozent weniger Eigenkapital als vergleichbare Verbindlichkeiten in der Bankbilanz – und der Boom der vermögensbesicherten CP setzte ein (vgl. Acharya/Schnabl 2009, 21). In einem insgesamt wachsenden Hypothekenmarkt konnten die SPV ihren Marktanteil in kurzer Zeit mehr als verdoppeln.[vgl. Grafik 2.1.1.] Entsprechend nahmen auch ihre Verbindlichkeiten, gerade auch die kurzfristigen Verbindlichkeiten im Segment der forderungsbesicherten CP bis zum Sommer 2007 massiv zu. Die beispiellose Dynamik am US-Immobilienmarkt entstand nicht aus erleichterten Kreditgewährungen an Arme, sondern ergab sich aus der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten für vorhandene Geldkapitalien und der Deregulierung des Finanzsektors. Anlagesuchendes Kapital gab es in den USA aufgrund der bereitwilligen Kreditierung durch das Ausland reichlich.

Die Risikoprämie, der Unterschied zwischen den Tagesgeldsätzen und den Zinsen für CP, blieb gering, auch als der Rückgang der Immobilienpreise bereits eingesetzt hatte. Bis zum 9. August 2007 mussten erstklassige Unternehmen – egal, ob es nichtfinanzielle Großunternehmen, Finanzinstitute oder SPV waren – für ihre kurzfristigen Schuldscheine kaum mehr zahlen als für Tagesgeld: ihre CP waren (fast) so gut wie Geld.(Gerhardt 2008b) Das lag aber daran, dass hier nicht gelang, was beim Weiterverkauf von Kreditverträgen eigentlich angestrebt wird: Die Weitergabe auch der Risiken an den Erwerber. Durch die Garantieerklärung der Banken für die Zweckgesellschaften blieben sie in der Haftung. Dennoch sanken die Rückstellungen gegen Kreditausfälle auf historische Tiefstände (vgl. Chilcote 2006). Als marktkonformen Ersatz erwarben die Banken eigentümliche "Versicherungspolice" gegen Kreditausfälle, sogenannte *Credit Default Swaps* (CDS). Wie bei anderen Swap-Geschäften wurde auch hier ein Risiko getauscht – nur hier das Risiko eines Zahlungsausfalls. Ob allerdings der Partner im Swap-Geschäft die nötigen Rückstellungen bildete – das ging eine Bank dann nichts mehr an. Das Risiko wurde nur verschoben, nicht aber systematisch vorgesorgt. Zum größten Spieler im CDS-Markt entwickelte sich dabei die Londoner Sparte des US-amerikanischen Versicherungskonzerns AIG.

Wie wenig solche scharf kalkulierten Absicherungen im Krisenfall weiterhelfen konnten, das führte 2007 die deutsche IKB vor. Wie – viele – andere europäische Banken hatte sie am Boom auf dem US-Markt teilhaben wollen und sich dazu in Irland eine Zweckgesellschaft nach US-Vorbild zugelegt: *Rhineland funding*. Als aber Gerüchte über ihr Engagement auf dem ins Wanken geratenen US-Immobilienmarkt im Juli 2007 von der Deutschen Bank

bestätigt wurden – tatsächlich war die IKB für *Rhineland funding* Garantien in Höhe des Mehrfachen ihres Eigenkapitals eingegangen – da stand die IKB vor der Pleite. Und obwohl die Mehrheit privaten Anteilseignern gehörte, musste die öffentliche Hand die Masse der Überlebenshilfe bereitstellen. Als offensichtlich wurde, dass zumindest im Immobiliensektor der USA Milliarden auf Nimmerwiedersehen versenkt wurden, nahm die Bereitschaft der Privaten zu neuen Engagements deutlich ab.

Am 9. August 2007 stoppte die französische BNP *Paribas* die Auszahlungen aus drei Investmentfonds, da sie nicht mehr in der Lage war, das Vermögen der Fonds zu bewerten, d.h. den darin gehaltenen Wertpapieren einen Marktpreis zuzuordnen. Das war die Erklärung, daß der Markt der Immobilienpapiere nicht mehr funktioniert. Darauf brach eine offene Panik aus. Statt einfach auslaufende Wertpapiere durch neue abzulösen, konnten die SPVs nur mehr Papiere kürzester Laufzeit zu hohen Zinsen unterbringen oder brauchten Cash für die Rückzahlung laufender Verbindlichkeiten und das laufende Geschäft. Die Kreditkrise zeigte sich mit hohen Kosten für neue Kredite und der Beschränkung der Neuverschuldung selbst für gute Adressen. Nun mussten die dahinter stehenden Banken – aufgrund ihrer Garantiererklärungen – einspringen. Wie hoch die Belastung dabei sein würde, war aus ihren Bilanzen allein nicht zu erkennen, da es sich ja gerade um außerbilanzielle Verpflichtungen handelte. Und es war fraglich, ob alle Banken – siehe IKB – dem Druck standhalten würden. Der Kreditverkehr zwischen den Banken stockte: Nicht nur in New York, sondern entsprechend den internationalen Engagements auf dem US-Immobilienmarkt auch in London und Frankfurt/M.

Exkurs: Diktatur der Banken oder des Marktes?

Ob Unternehmen sich bei Bedarf dadurch verschulden, daß sie Wertpapiere ausgeben und auf den Finanzmärkten zu verkaufen suchen, oder dadurch, daß sie eine Bank suchen, die ihnen Kredit gewährt, erscheint zunächst als formaler Unterschied. Aus der groben volkswirtschaftlichen Perspektive, die nur den letzten Schuldner und den letzten Gläubiger in den Blick nimmt, interessiert es nicht, auf welche Weise die Vermittlung im Finanzsystem erfolgt. Doch es braucht unterschiedliche Institutionen mit ganz verschiedenem Charakter, um die spezifischen Probleme markt- oder bankzentrierter Systeme zu lösen. Im Falle eines bankzentrierten Systems bildet die rechtliche Absicherung von Kreditforderungen, d.h. der Gläubigerschutz, den Angelpunkt des Systems. Im Falle eines marktzentrierten Systems haben die wechselnden Halter eines Wertpapiers selten Zugang zu unternehmensinternen Lageinformationen – hier geht es um Haftungsfragen und weitergehende Veröffentlichungspflichten, um eine externe Kontrolle des Schuldners zu ermöglichen.⁷²

In Folge der Verflechtung der internationalen Finanzmärkte und ihrer Krisen haben sich die Debatten über die richtige, passende oder erfolgreiche Organisation kapitalistischer Finanzsysteme wieder intensiviert. Welches System der Vermittlung der Kreditströme sich in welcher Situation als vorteilhaft erwiesen hat, war unter Historikern und Ökonomen schon immer umstritten.⁷³ Alexander Gerschenkron (1962) vermutete, daß bankzentrierte Systeme mit langfristigen Bindungen zwischen Hausbanken und Unternehmen besonders in den Ländern günstig sind, die einen Entwicklungsvorsprung anderer kapitalistischer Mächte aufholen müssen. Unter anderem hatte er dabei Deutschland und Japan des späten XIX. und frühen XX. Jahrhunderts vor Augen. Dagegen seien marktzentrierte Systeme und die langfristige Investitionsfinanzierung durch Anleihen und Aktien vor allem in reifen kapitalistischen Gesellschaften erfolgreich. Sicher eine schlichte Zuordnung, die in vielen Aspekten zu korrigieren ist. Aber der Rückblick auf die Geschichte ist auch heute hilfreich, um allzu raschen Verallgemeinerungen aktueller Einschätzungen zu entgehen.

⁷² Eine erfolgreiche Lösung der Probleme einer marktvermittelten Verschuldung ist der klassische Wechsel. Ein Wechsel ist ein Schuldschein besonderer Art. Denn jeder, der einen Wechsel weiterverkauft, muß auf der Rückseite unterschreiben ("Indossament"). Und wenn am Ende der Aussteller des Wechsels – der Schuldner – nicht zahlen konnte, dann haften alle Vermittler ("Indossanten") voll. Der Inhaber des Wechsels konnte sich an jedem von ihnen für den Zahlungsausfall des Schuldners schadlos halten – und zwar ohne erst einen vollstreckbaren Titel beim Amtsgericht zu holen: Wechselprotest. Deshalb galten Wechsel mit mehr Unterschriften als sicherer.

⁷³ Eine Einführung in die verschiedenen Standpunkte gibt Lapavistas (2002). Zum Stand der Debatten kurz vor der aktuellen Krise vgl. Hein (2005).

Der Rückblick zeigt: Nicht immer sah man im marktzentrierten Finanzsystem die höchste Form der Diktatur des Geldkapitals. Nach dem Sieg über den deutschen Faschismus waren es etwa US-Finanzoffiziere, die auch in Westdeutschland entschiedene Schritte gegen die deutschen Universalbanken verlangten. Nicht nur die Verbindung des Wertpapiergeschäftes mit der Annahme von Einlagen und der Kreditvergabe, auch die landesweite Präsenz der großen Aktienbanken mit ihrem Filialsystem war ihnen ein Dorn im Auge. 1945/46 machte sich die Untersuchungsabteilung der Financial Division der US Militärregierung daran, nachzuweisen, daß die Universalbanken den Aufstieg und die Kriegführung des Faschismus nicht nur begleitet, sondern befördert und teilweise ermöglicht haben. (OMGUS 1985, OMGUS 1986) Und auch nachdem diese Vorbereitung für öffentliche Kriegsverbrecherprozesse gegen Banker nicht fortgeführt wurden – nur Karl Rasche aus dem Vorstand der Dresdener Bank kam 1948 in Nürnberg auf die Anklagebank – bestanden sie noch auf der Entflechtung der deutschen Großbanken. Sie waren dabei keinesfalls Sozialisten, sondern überzeugte Anhänger der Marktwirtschaft und sahen deshalb in der starken Konzentration wirtschaftlicher Macht bei den Großbanken eine Gefahr für die Demokratie und den Frieden. (Horstmann 1991)

Das Modell, das den US-Finanzoffizieren als Vorbild vor Augen stand, war allerdings kein Ergebnis der reinen marktwirtschaftlichen Lehre und auch nicht besonders alt. Es hatte sich erst in den Jahren des New Deal aus der bis dahin größten Finanzkrise der US-Geschichte herausgebildet. Erst staatliche Eingriffe – Trennung des Einlagen- und Kreditgeschäfts von der Börsenspekulation in Aktien und Wertpapieren, strikte Regionalisierung des Bankwesens, staatliche Beaufsichtigung der Kreditbanken – machten das US-System marktzentrierter Kapitalbewegung bereit für die nächsten Jahrzehnte. Die liberalen US-Finanzoffiziere neigten zudem dazu, den Buchstaben des Gesetzes für die Realität zu nehmen. Die Reformen des New Deal schlossen aber die zentrale Rolle des Finanzplatzes New York und der dort agierenden Banken nicht aus, sondern ein. Und sie nahmen nicht etwa Partei gegen das Großkapital, sondern begünstigten im Konflikt zwischen industriellem und Bankkapital nur ein Stück weit die Industriellen. Es waren nicht primär Gesetze, sondern die singulär erfolgreiche Stellung der US-Industrie national und international, die in den folgenden Jahrzehnte das US-Finanzsystem unter Kontrolle hielt. Profitable Firmen, die wenig Kredit brauchen, haben dem anlagesuchenden Kapital gegenüber eine starke Stellung.

Die einzigartige Stellung der US-Industrie war jedoch nicht lange zu halten, da sich das Kräfteverhältnis zwischen den USA und ihren kapitalistischen Verbündeten, das Verhältnis von Arbeit und Kapital in den USA und nicht zuletzt auch das Kräfteverhältnis zwischen finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen änderte. Auf die Krisen der sechziger und siebziger Jahre reagierte das US-Kapital mit einer Deregulierungsoffensive, die einerseits die Gewerkschaften marginalisierte, andererseits die Beschränkungen für die Finanzmärkte zurücknahm. Neue Akteure traten in den Wertpapierhandel ein, die den Konkurrenzdruck für die bestehenden Investmentbanken massiv verschärften. Und es gab nun reichlich Freiräume für die Erfindung immer neuer Wertpapierarten, die am Ende kaum von ihren Erfindern, geschweige denn von ihren Erwerbern verstanden wurden.