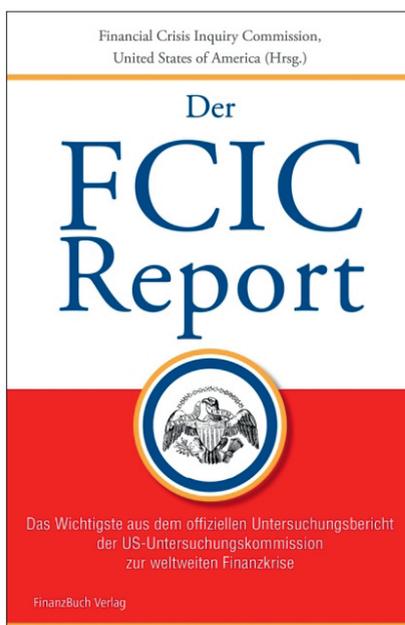


Bücher zur Finanzkrise



In den hochdramatischen Tagen der beiden Septemberwochen 2008 stand das internationale Finanzsystem vor der Katastrophe. Damals konnte man sich nicht vorstellen, wie schnell die Finanzbranche zum „Business as Usual“ zurückkehren würde – mit allen unrühmlichen Gepflogenheiten! Prof. Dr. Karlhans Sauernheimer hat für diese Ausgabe deshalb vier Bücher zur Finanzkrise unter die Lupe genommen:

- *„Der FCIC Report“ fasst die wichtigsten Ergebnisse aus dem offiziellen Untersuchungsbericht der US-Untersuchungskommission zur weltweiten Finanzkrise zusammen.*
- *Die Autoren Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff bieten in „Dieses Mal ist alles anders“ eine Fundgrube zur Empirie von Finanzkrisen.*
- *„Markt ohne Moral. Das Versagen der internationalen Finanzelite“ von Susanne Schmidt (Deutscher Wirtschaftsbuchpreis 2010) ist hoch empfehlenswert für eine breite Leserschaft: Kenntnisreich im Detail, die größeren volkswirtschaftlichen Zusammenhänge im Blick, zugleich verwurzelt in der gesellschaftlichen Realität!*
- *Heide Simonis „Verzockt!“ ist für LeserInnen geeignet, die weniger an einer systematischen als vielmehr an einer emotionalen Schrift zur Finanzkrise interessiert sind.*

Prof. Sauernheimer habilitierte sich 1980 am Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften an der Johannes Gutenberg-Universität in Mainz. 1983 wurde er auf eine Professur (C4) für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Essen berufen. 1991 übernahm er eine Professur für Volkswirtschaftslehre an der Ludwig-Maximilians-Universität München. Von 1994 bis zu seiner Emeritierung im März 2010 wirkte er als Professor für Volkswirtschaftslehre wieder an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz.

Von 1999 bis 2003 fungierte Prof. Sauernheimer als Vorsitzender des Ausschusses für Außenwirtschaftstheorie und -politik im Verein für Socialpolitik, von 2000 bis 2008 als stellvertretender Vorsitzender des Wissenschaftlichen Beirats des ifo-Instituts München. Von 1984 bis 2007 war er als Lehrbeauftragter an der Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung (WHU), Koblenz tätig. Bis heute lehrt er als Dozent an den Verwaltungs- und Wirtschaftsakademien in Koblenz und Wiesbaden.

karlhans.sauernheimer@uni-mainz.de



der Bericht nicht einstimmig, sondern mit einem Mehrheitsvotum von 6:4 Stimmen beschlossen wurde, und die Kommission offenbar in diesem Verhältnis mit Demokraten und Republikanern besetzt war.

Nicht überraschend für den Rezensenten nimmt zumindest das Dreivotum einige der Bedenken auf, die ihm beim Lesen des Berichtes aufgestoßen sind. So betont dieses Sondervotum die internationale Dimension von Ursache und Verbreitung der Krise, es differenziert zwischen fundamentalen Ursachen und anekdotischen Begleiterscheinungen der Krise und es nennt 10 Ursachen für die Krise, die es systematisch behandelt. Vieles ist zutreffend, manches nicht. Die volkswirtschaftlichen Erklärungen der Krise haben – zu Recht – mehr Gewicht in diesem Sondervotum als im eigentlichen Bericht. Allerdings wird der Geldpolitik der USA zu wenig, der zeitgleichen Immobilienfehlerwicklung in Irland und Spanien zu viel Erklärungsgehalt gegeben, was die USA-spezifische Verantwortung für die Krise unangemessen relativiert. Das zweite Sondervotum sieht die Hauptursache der Krise in der verfehlten, sozialpolitisch motivierten Wohnungsbaupolitik der US-Regierung. Sie habe zur Folge gehabt, dass 50% der Immobilienkredite Subprime-Kredite waren, die ohne diese Politik nicht vergeben worden wären. Bei einem Ausbleiben weiterer Preissteigerungen am Immobilienmarkt mussten diese Kredite notleidend werden. Ohne die Bedeutung dieses Aspektes gering zu schätzen, wird man doch bezweifeln müssen, ob diese monokausale Erklärung der Schwere dieser Krise Rechnung zu tragen vermag.

So bietet denn am Ende dieser Bericht eher die Krisenwahrnehmung der US-politischen Parteienlandschaft als eine überzeugende ökonomische Analyse der Ursachen der Krise. (khs)

This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly

Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff

Princeton University Press 2009, 463 Seiten

deutsch:

Dieses Mal ist alles anders

FinanzBuch Verlag Kulmbach 2010

ISBN 978-3898795647

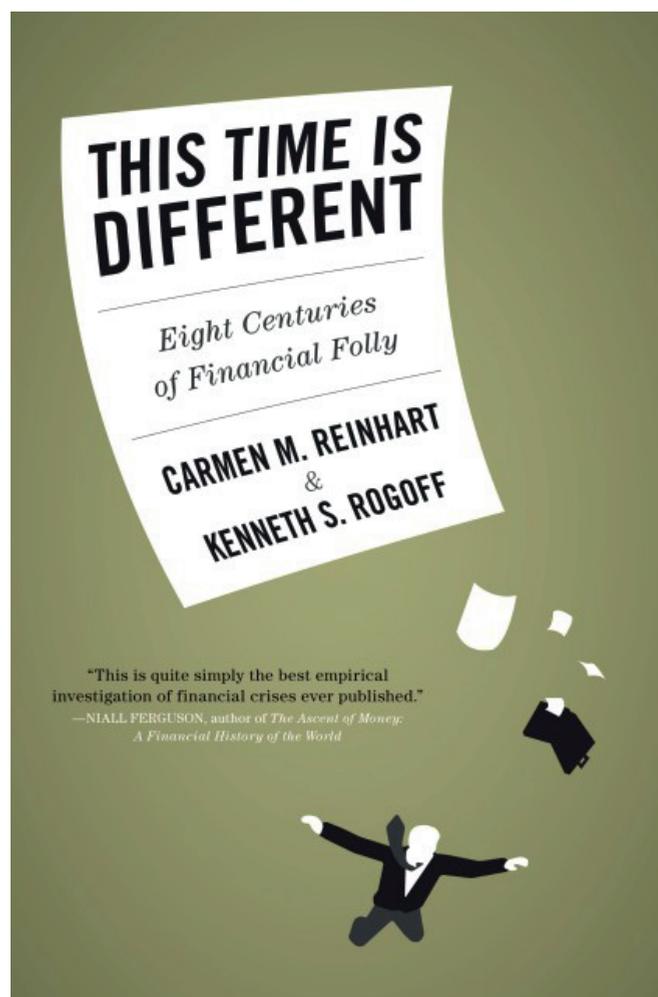
€ 34,90

Von völlig anderer Art, inhaltlich, methodisch und hinsichtlich des Adressatenkreises ist „This Time Is Different“. Dieses Buch wendet sich an Ökonomen, der FCIC-Report an Wähler. Inhaltlich wird in diesem Buch die Finanzkrise des Jahres 2008 als eine Form der Wiederkehr des immer Gleichen interpretiert. Während die Erscheinungsformen der Krisen, insbesondere die involvierten Institutionen und die finanziellen Instrumente, sich verändern, bleibt das Muster der Krisen stets das gleiche: Wellen von wirtschaftlichem Optimismus laden ein zu wachsender Verschuldung, die dem Erwerb von Gütern, Immobilien und Aktien dient. Bei Umkehr der Erwartungen erweist sich diese Verschuldung dann als exzessiv und führt zu Konkursen der Schuldner und zu Vermögensverlusten der Gläubiger, bis eine neue Welle von Optimismus das Spiel von neuem beginnen lässt. Das Risiko wachsender Verschuldung wird in jeder neuen Boomphase typischerweise gering geschätzt – in der Erwartung, dieses Mal sei gewiss alles anders und die Verschuldung bleibe beherrschbar. Die

Autoren Reinhart und Rogoff (R&R) zeigen, dass diese Erwartung regelmäßig trügt.

In methodischer Hinsicht verzichten R&R auf anekdotische Evidenz, Zitate prominenter Akteure und emotionale Aufwühlungen. Nicht um Personen, Verhandlungen, und politische Überzeugungen geht es ihnen, sondern um systematische, quantitative Analyse. Sie werten die Daten nationaler und internationaler Behörden, insbesondere des Internationalen Währungsfonds (IWF), sowie von Wirtschaftshistorikern aus, bereiten sie in Tabellen und Graphiken leserfreundlich auf und illustrieren mit ihrer Hilfe ihre ökonomischen Thesen. Das Buch wird so zu einer Fundgrube zur Empirie von Finanzkrisen.

Hohe wissenschaftliche Qualität erhält das Buch durch die Expertise seiner beiden Autoren. Rogoff ist einer der führenden monetären Makroökonomens unsrer Zeit. Nach Professuren in Berkeley und Princeton ist er seit 1999 Professor an der Harvard-Universität. Von 2001 bis 2003 war er zudem Chefvolkswirt des IWF. Seine zusammen mit Obstfeld verfasste Monographie „Foundations of International Macroeconomics“ ist der Standardlehrtext in den Graduiertenprogrammen der Welt für „International Economics“. Nebenbei ist er ein erstklassiger Schachspieler, der den Titel „Internationaler Schachgroßmeister“ des Weltschachverbandes FIDE trägt. Carmen Reinhart war lange Zeit Professorin an der Universität von Maryland und ist jetzt am Peterson Institute for International Economics in Washington tätig. Sie arbeitete oft für den IWF, unter anderem auch in der Rogoff-Zeit 2001–2003. Literaturverzeichnis und Fußnoten dokumentieren den aktuellen Stand der wissenschaftlichen Diskussion



auf dem behandelten Gebiet. Der Text selbst geht in seiner generellen Botschaft und in vielen Einzelheiten jedoch weit darüber hinaus.

Wie ist das Buch nun aufgebaut und welche Erkenntnisse hält es für den Leser bereit?

Das Buch hat 6 Teile, die Konzeptionelles, Externe Staatsschuldenkrisen, Interne Staatsschuldenkrisen, Privatschuldenkrisen, die Subprimekrise sowie die Lehren aus all dem zum Gegenstand haben und 292 Seiten umfassen. Hinzu kommen ein Vorspann mit Vorwort und Präambel von 45 Seiten und ein 170-seitiger Anhang mit Tabellen und Daten zu gesamtwirtschaftlichen Größen, öffentlicher Verschuldung und Bankkrisen der betrachteten Länder sowie den Fußnoten, dem Literaturverzeichnis und einem Sachregister.

Teil 1 klassifiziert die Krisen nach Schuldnern/Gläubigern (Öffentliche Einrichtungen, Private; Banken, Nichtbanken; Inländer, Ausländer) und Formen (Staatsbankrott, Währungsreform, Abwertung gegenüber Auslandswährungen, Inflation, Münzverschlechterung) und erläutert das empirische Material, das Daten aus 65 Ländern, 5 Kontinenten und 8 Jahrhunderten umfasst. Eine umfangreichere und kompetentere Datenauswertung zu diesem Thema gibt es nicht.

Teil 2 behandelt die Staatsschuldenkrise, typischerweise die Verschuldung einer nationalen Regierung gegenüber dem Ausland (Sovereign External Debt Crisis). Im äußersten Fall führt sie zu einem Staatsbankrott. Mittelalterliche Bankhäuser, die die Eroberungszüge fremder Herrscher finanzierten, US-Banken, die im letzten Jahrhundert Schuldpapiere der Regierungen südamerikanischer Länder erwarben, und schließlich heute auch EU Banken, die die Regierungen südeuropäischer Länder finanzieren, machten und machen ihre Erfahrungen mit den Rückzahlungsversprechen fremder staatlicher Schuldner. Die Autoren gehen der Frage nach, warum es überhaupt heute noch Gläubiger gibt, die ausländischen Regierungen Geld leihen, wenn doch kein Privater in der Lage ist, zahlungsunwillige ausländische Staaten zur Zahlung zu zwingen und die Bereitschaft heimischer Regierungen, die Forderungen ihrer Bürger notfalls mit Gewalt einzutreiben, eher gering ist. R&T beantworten diese Frage mit dem drohenden Reputationsverlust des Schuldnerlandes und dem daraus folgenden, zumindest temporären Ausschluss vom internationalen Kapitalmarkt. Seit der Griechenland-Krise steht dem Reputationsargument die Zuversicht der Geldgeber, im Ernstfall werde schon die heimische Regierung unter Rückgriff auf die heimischen Steuerzahler dem Schuldnerland die Rückzahlung ermöglichen, zur Seite. Der Tenor der Ausführungen, gestützt auf die historischen Erfahrungen, ist, dass Staatsbankrotte dieser Art in der Geschichte der heutigen Industrieländer genauso häufig vorkamen, wie sie heute in Schwellen- und Entwicklungsländern vorkommen. Weniger deutlich wird gesagt, obwohl die Lektüre den Gedanken durchaus nahe legt, dass der zukünftige Staatsbankrott eines Industrielandes weniger abwegig ist, als man in den letzten 50 Jahren dachte.

Teil 3 widmet sich der Staatsschuldenkrise im Sinne der Verschuldung einer nationalen Regierung gegenüber den Bürgern des eigenen Landes (Domestic Debt and Default). R&T zeigen, dass ein Bankrott dieser Art in historischer Betrachtung weit seltener ist als der des externen Bankrotts. Deutschen Lesern, mit den Erfahrungen aus den finanziellen Folgen zweier verlorener Weltkriege, dünkt der Fall weniger

seltener. Die Währungsreform 1948 entwertete Forderungen gegenüber dem Staat um 93,5 %. Währungsreformen mögen selten sein, die Vermögensverluste der Gläubiger sind dafür möglicherweise aber umso höher. Angesichts der ausufernden expliziten und impliziten Staatsverschuldung in vielen Industrieländern der Welt rücken auch „interne Staatsbankrotte“ zunehmend in den Bereich des Möglichen.

Teil 4 behandelt Schuldenkrisen, bei denen der Schuldner nicht der Staat, sondern der Privatsektor ist. Private Schuldner können Produktionsunternehmen sein, die ihre Sachinvestitionen über Schuldtitel finanzieren, oder private Haushalte, die Ausgaben für langlebige Konsumgüter oder für Wohnungen und Häuser über Kredite finanzieren, oder Banken, die Einlagen von Nichtbanken und anderer Banken als Verbindlichkeiten halten.

Dabei kommt den Banken als Finanzintermediären eine besondere Rolle zu. Ihr Geschäft ist inhärent instabil, weil sie kurzfristig fällige Einlagen hereinnehmen, aber damit langfristig fällige Ausleihungen tätigen. Das ist nicht unseriös, sondern ihre Aufgabe. In „normalen“ Zeiten beinhaltet diese Fristentransformation kein Problem, in Krisenzeiten schon. Bankenkrisen sind ein Regelfall, keine Ausnahmen: So führen die Autoren nicht weniger als 362 Bankenkrisen in den 65 Ländern für die Zeit von 1800–2002 auf, in Frankreich 14, Großbritannien 13, USA 15 (Die Daten für Deutschland, für das nur 4 Krisen angegeben werden, und dessen Herstatt-Krise von 1974 nicht aufgeführt ist, scheinen mir allerdings nicht sehr verlässlich). Die Krisen betrafen im 19. Jh. überwiegend die heutigen Industrieländer, in der ersten Hälfte des 20. Jh. Industrie- und Entwicklungsländer in etwa gleichem Maße und danach primär Entwicklungs- und Schwellenländer.

Bedeutsam ist der Hinweis der Autoren, dass die Kosten von Bankenkrisen weit über die Rettungspakete zugunsten der betroffenen Banken hinausgehen und in erster Linie im Ausfall von Steuereinnahmen und induzierten höheren staatlichen Ausgaben infolge des von der Bankenkrise induzierten Konjunkturerinbruchs bestehen. In der Folge steigt nach den Daten von R&T im Durchschnitt die Staatsverschuldung in den drei einer Bankenkrise folgenden Jahren um 86 %. Die Autoren zeigen auch, dass schwere Bankenkrisen historisch im Regelfall mit langen anschließenden Stagnationsphasen einhergehen. Japan liefert hier ein aktuelles Beispiel. Wenn Japan ein Musterfall für die USA sein sollte, wird der Welt viele Jahre lang eine Konjunkturlokomotive fehlen.

Während Staatsbankrotte Staatsschuldtitel entwerten und Bankzusammenbrüche Bankguthaben, soweit sie nicht durch Einlagenversicherungssysteme garantiert sind, vernichten, in beiden Fällen also nominale Forderungen verloren gehen, haben Inflationierungen einen Realwertverlust unverändert bleibender nominaler Forderungen zur Folge. Inflationierung hilft staatlichen und privaten Schuldnern, sich ihrer Schulden real zu entledigen und vernichtet gleichzeitig reales Vermögen der Gläubiger. Aus diesem Grunde nehmen die Autoren zu Recht die Inflationierung in ihr finanzielles Krisenszenario mit auf und beschreiben das Phänomen. Sie zeigen eine interessante Graphik, aus der hervorgeht, dass Inflation in den Jahrhunderten ohne Papiergeld eine weitaus seltenere Erscheinung war als in unserer Zeit. Da Inflation nach einem berühmten Diktum von Friedman „immer und überall ein monetäres Phänomen“ ist, ist klar, dass mit der Möglichkeit, Geld einfach zu drucken, die Inflationsgefahr deutlich zugenommen hat.

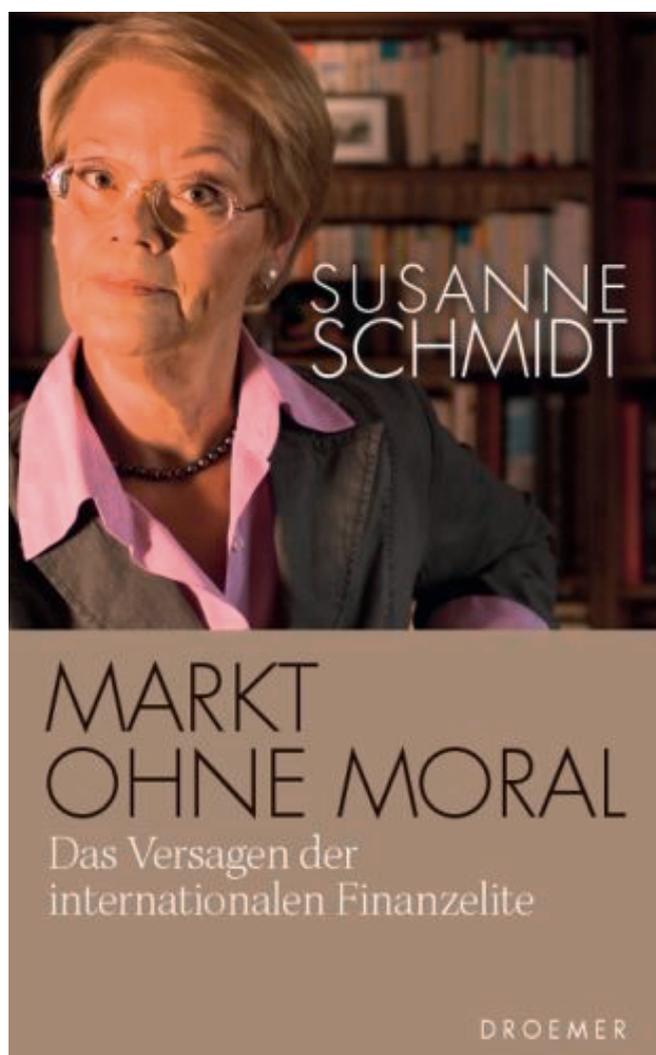
Den weit in die Vergangenheit blickenden Autoren ist jedoch nicht entgangen, dass es inflationär wirkende Geldmengen-aufblähungen nicht erst in Papiergeld-, sondern bereits in Münzzeiten gegeben hat. Sie erwähnen als ein Beispiel unter vielen Dionysos, den Tyrannen von Syracus, der im 4. Jh. v. Chr. vollwertige Münzen einzog, sie einschmolz und als halbwertige Münzen mit altem Nennwert wieder ausgab. Die resultierende Verdopplung des Geldumlaufs wirkte auch hier inflationär und enteignete die alten Geldvermögensbesitzer (Der europäische Leser stolpert allerdings darüber, dass R&R Syracus nach Griechenland verlegen und an anderer Stelle von den „Hapsburgern“ sprechen). Die Münzverschlechterung war im Übrigen eines der immer wiederkehrenden Probleme der mittelalterlichen Geldwirtschaft, wie wir z.B. aus Dante's Göttlicher Komödie wissen, in der der Autor auf seinem Gang zur Hölle den Münzfälscher Adams trifft, der seiner Höllenqualen harrt. Der Volksmund spricht in diesem Zusammenhang anerkennend von einem Mann von echtem Schrot und Korn, wobei Schrot die Legierung, Korn den vorgeschriebenen Edelmetallgehalt der Münze ausmacht.

Schließlich bringen R&R auch noch die Währungskrisen in engerem Sinne, nämlich die Abwertungen nationalen Geldes gegenüber ausländischem Geld zur Sprache. Solche Abwertungen gehen in Fixkurs-Systemen im allgemeinen mit währungspolitischen Turbulenzen an den Devisenmärkten einher, weil Politiker die Verteidigung der alten, vom Marktgeschehen überholten Wechselkurse versprechen, während niemand mehr im Markt den Versprechungen glaubt. Es kommt dann regelmäßig zu risikoloser Einbahnspekulation gegen die Zentralbank, die zu altem, unterbewertetem Kurs Fremdwährung abgeben und zu dann neuem, höheren Kurs zurückkaufen muss. Soros ist damit 1992 reich geworden, der englische Steuerzahler hat die Zeche törichtem Politikverhaltens bezahlen müssen.

Teil 5 widmet sich dem aktuellen Rand des Krisengeschehens, der Subprime Krise in den USA. Die Autoren benennen die im Vorfeld der Krise bereits erkennbaren Krisensymptome, insbesondere das US-Leistungsbilanzdefizit und sein Korrelat, den Kapitalzufluss, würdigen aber auch die Argumente der eine Krisensituation Bezweifelnden. Deren Ansicht, dass „this time is different“ sehen sie gestützt durch die Breite und die Effizienz des amerikanischen Kapitalmarktes, das Bemühen der Leistungsbilanzüberschussländer, sichere Anlagen für ihre Devisenreserven zu finden, die neuen Instrumente der Kapitalanlage und die Sicherheiten, die die Ratingagenturen den Investitionen in US-Papieren attestierten. Sie zitieren auch Autoritäten wie den IWF, Bernanke, Greenspan und Harvard-Ökonom Cooper, die alle noch 2007 kein besonderes Risiko erkennen konnten. Demgegenüber waren Rogoff und andere beunruhigt durch die von den ständigen, hohen Leistungsbilanzdefiziten herrührende Zunahme der amerikanischen Auslandsverschuldung. Diese schien ihnen insbesondere deshalb problematisch, weil sie mit einer wachsenden Verschuldung der privaten Haushalte einherging, also konsumtiv, nicht investiv bedingt war. Ferner schien der Anstieg der Hauspreise zum Ende gekommen zu sein und ebenso die Phase niedriger Zinsen, beides absolut desaströse Entwicklungen für die Subprime-Schuldnerhaushalte. Schließlich machte der für die Euphorie von Boomjahren charakteristische hohe Leverage, also die geringe Eigenkapitaldeckung der hohen Assetbestände bei den wenig regulierten Investmentbanken und den gar nicht regulierten Investmentfonds, schon bei einem geringen

Preisverfall der Assets Konkurse großer Häuser wahrscheinlich. All das war nach R&R hinreichender Beleg für die These, dass „this time is not different“. Und so war es denn auch.

Teil 6 fragt nach den Lehren. R&R halten sowohl umfangreichere Daten zu expliziter und impliziter Staats- und Bankverschuldung, als auch umfassendere und international koordinierte Regulierung der nationalen Finanzsektoren für zukünftig dringend erforderlich. Insgesamt bleiben die Ausführungen hier aber doch eher blass und wenig spezifisch. Auch scheinen sie selbst nicht allzu viele Hoffnungen in ihre Vorschläge zu setzen, schließen sie doch mit der lebensklugen aber etwas resignativen Einsicht, dass Innovationen und Moden die Welt permanent verändern, die Selbsttäuschungen der Marktteilnehmer und Regulatoren auf Finanzmärkten aber Naturkonstanten zu sein scheinen. (khs)



**Susanne Schmidt: Markt ohne Moral.
Das Versagen der internationalen Finanzelite.**

Droemer Verlag 2010. 208 Seiten

ISBN 978-3426275412

€ 19,95

Die Autorin dieses Buches ist promovierte Volkswirtin und arbeitet seit 30 Jahren in der Finanzwirtschaft in London. Sie begann im Kreditgeschäft bei einer deutschen Bank, wechselte dann als politische Analystin zu einer japanischen Investment-