

Die Bubble-Ökonomie

Wie man die Märkte für den großen Crash von morgen präpariert

Von Eric Janszen

Bei einer Finanzblase¹ handelt es sich um eine von Regierung, Finanzwelt und Industrie gemeinsam herbeigeführte Fehlentwicklung des Marktes, eine spekulative Wahnvorstellung, die in einen Finanzkrach und dann zur Wirtschaftskrise führt. Früher kam es nur selten zu derartigen Blasen – etwa alle 100 Jahre. Das genügte, um die Politiker angesichts wütender, weil unverhofft verarmter Bürgerscharen zu motivieren, gesetzliche Neuregelungen zu suchen, die eine Wiederholung derartiger Vorkommnisse ausschließen sollten. Nehmen wir den Südsee-Börsenschwindel von 1720, die *South Sea Bubble*. Sie hatte in Großbritannien eine Gesetzgebung zur Folge, die es ein Jahrhundert lang ermöglichte, die Herausbildung neuer Spekulationswellen weitgehend zu verhüten.

Heute kommen wir zwischen zwei derartigen Irrsinnanfällen kaum noch zu uns. Auf den *dot-com crash* zu Beginn des 21. Jahrhunderts hätten Jahrzehnte der Besinnung folgen sollen. Stattdessen verbreitete sich, noch bevor die Luft aus der vorigen Blase völlig entwichen war, schon eine neue Manie. Diesmal ging sie von dem in Amerika tief verwurzelten Glauben aus, dass es zu sozialer Harmonie und allgemeinem wirtschaftlichen Wohlergehen führt, wenn möglichst alle ihr eigenes Haus besitzen. Angespornt durch die Politik der US-amerikanischen Notenbank, der *Fed*, und finanziert mittels exotischer Kreditderivate und Schuldverbriefungen weitete ein schon vorher gewaltiges Immobilienmarkt-Programm sich bis zu dem Punkte aus, dass selbst die Ärmsten und Schwächsten mit Hypothekenkrediten geradezu überschüttet wurden. So verquickten sich deren Probleme mit denen der Zahlungskraftigeren.

* Dieser Text, den wir hier in eigener Übersetzung präsentieren, erschien zuerst mit dem Titel „The Next Bubble“ in der Februar Ausgabe von „Harper's Magazine“. Wir danken „Harper's“ für die freundliche Genehmigung.

¹ Ich benutze die gängige Bezeichnung „Blase“ als eine Art Abkürzung, weise aber darauf hin, dass sie Ursache und Wirkung verwechselt. Besser, wenn auch nicht schöner, wäre es, von einer „asset-price-hyperinflation“ zu sprechen, einer Inflation der Vermögenspreise. Gemeint ist der enorme Höhenflug der Preise für bestimmte Vermögenswerte, der das Ergebnis eines perversen, aber eine gewaltige Eigendynamik freisetzenden Glaubenssystems darstellt, welches das Urteilsvermögen der meisten Marktteilnehmer vernebelt. In einem bestimmten Stadium der Marktentwicklung setzt dann, sobald die Umstände reif sind, eine Hyperinflation bestimmter Anlagen- und Vermögenswerte ein. Die Blase wiederum ist das *Ergebnis* dieses finanziellen Irrsinns, der erst dann wahrgenommen wird, wenn sich der Nebel lichtet.

Dass in einem Zeitraum von gerade mal zehn Jahren zwei Hyperinflationen, erst die Internet- und dann die Immobilienblase, entstanden und, bevor sie platzten, jeweils fiktiven Reichtum im Werte von Billionen Dollar schufen, ist in meinen Augen erst der Anfang. Es wird – und muss – zu vielen weiteren Blasen dieser Art kommen, denn ohne sie funktioniert die US-Wirtschaft nicht mehr. Der Spekulationsblasen-Zyklus ersetzt den Konjunkturzyklus.

Die Folgen der Großen Depression von 1929

Ein solcher Wandel erfolgt nicht über Nacht. Nach dem Ersten Weltkrieg stellte die Wall Street Schecks aus, um neue Firmen zu finanzieren, die kriegsbedingte Erfindungen wie elektrische Kühlgeräte und das Radio als Konsumartikel vermarkten wollten. Die Verbraucher aus der aufsteigenden Mittelschicht waren kaufwillig, hatten aber nicht genug Geld. Also stellten die Banken neue Kreditformen bereit, besonders in Form des *installment plan*, also der Ratenzahlung. Nach einer kurzen Rezession im Jahr 1921 förderte die Finanzpolitik die Entwicklung, indem sie die Zinssätze unter der Inflationsrate hielt. Die Fachgelehrten jubelten über ein „neues Zeitalter“ des Wohlstands, bis dann der 29. Oktober 1929 kam der *Black Tuesday*.²

Der Börsenkrach, die Große Depression (alias Weltwirtschaftskrise) und der Zweite Weltkrieg erteilten Politik, Wissenschaft, Wirtschaft, Wall Street und Presse bittere Lektionen. Die nächsten 60 Jahre hindurch gelang es dieser gestrafften Generation, sich die Nebelschwaden spekulativen Irrsinns und faule Kredite vom Leibe zu halten. Der Wirtschaftswissenschaftler John Maynard Keynes avancierte zum Anstifter einer neuen ökonomischen Schule, die dauerhaftes Wirtschaftswachstum ohne Ende versprach. Keynes' Doktrin besagte: Wenn ein Konjunkturzyklus seinen Höhepunkt überschritten hat und die Talfahrt beginnt, muss man die Staatsausgaben steigern, Steuern und Zinssätze senken, um die Geldversorgung zu verbessern und den Kredit auszuweiten. *Deficit spending* und billiges Geld beleben die Nachfrage und verhüten auf diese Weise eine Rezession. 1932 etikettierte man dieses Ensemble wirtschaftspolitischer Annahmen als „Reflation“.

Die erste Reflation à la Keynes wurde verpfuscht. Fairerweise sollte man wohl berücksichtigen, dass sie unter dem Goldstandard nicht funktionieren konnte, denn zu dem Zeitpunkt, als die *Fed* endlich einzugreifen versuchte, war die Schuldenkrise bereits außer Kontrolle geraten.³ Banken gingen pleite, Kredit wurde knapp, und das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte. In der Wirtschaft drehten sich die Räder rückwärts, die Keynesschen Anreize verpufften.

2 Der „Schwarze Dienstag“ und mit ihm die Weltwirtschaftskrise im Gefolge des Börsenkrachs vom 24. Oktober 1929, dem vorausgegangenen „Black Thursday“, der in Europa zeitversetzt als „Schwarzer Freitag“ notiert wird. – D. Übs.

3 Die Historiker streiten darüber, ob Notenbank und Kongress seinerzeit genügend – und früh genug – interveniert haben, um das Tempo der Schuldenliquidation abzubremesen. Die meisten stimmen jedoch darin überein, dass monetäre Stimuli via Zentralbank-Zinsmanagement nicht mehr wirken konnten, sobald die Inflationsrate ein negatives Vorzeichen annahm; schließlich konnte die *Fed* die Zinssätze nicht unter null Prozent absenken. 60 Jahre später geriet die japanische Notenbank in eine ähnliche Zwickmühle.

1933 zog Präsident Franklin D. Roosevelt privaten Goldbesitz ein und fixierte den Preis neu.⁴ Er hoffte, der Test würde die Richtigkeit der Keyneschen Theorie erweisen, derzufolge Inflation die Nachfrage anregt. Tatsächlich begann die Wirtschaft wieder zu wachsen. Doch wirkliche Erholung brachte der US-Ökonomie erst der Zweite Weltkrieg als ein äußerst wirksames öffentliches Arbeitsbeschaffungsprogramm, das defizit- und schuldenfinanziert für einen gewaltigen Nachfrageschub sorgte. So bewirkte der Krieg, was mit einer fehlerhaften Anwendung der Keyneschen Theorien nicht zu erreichen war.

Einige Wochen nach der alliierten Landung in der Normandie trafen sich die Verbündeten im Mount Washington Hotel in Bretton Woods, New Hampshire, um über die Zukunft des Weltwährungssystems zu befinden. Verhandlungen im eigentlichen Sinne gab es nicht. Die westlichen Volkswirtschaften lagen in Trümmern, und das internationale Finanz- und Währungssystem war seit dem Beginn der Weltwirtschaftskrise durcheinander. Als die nunmehr dominierende Wirtschafts- und Militärmacht konnten die Vereinigten Staaten sich mit der Forderung durchsetzen, die Währungen der Teilnehmerstaaten künftig an den Dollar zu binden, der seinerseits zu einem Festkurs in amerikanisches Gold eingelöst werden konnte.

Fortan konnten die Amerikaner mit ihrem Geld so weise oder töricht umgehen, wie es die Politik in Washington vorgab, und ungeachtet der Bedürfnisse anderer Nationen, die Dollarreserven hielten, so viele *Greenbacks* drucken wie sie wollten. Doch schließlich begann das US-Außenhandelsdefizit Unruhe auszulösen. Im zweiten Quartal 1971 erreichte es (inflationbereinigt) eine Höhe von 3,8 Mrd. US-Dollar – kein Vergleich mit dem im zweiten Quartal 2007 aufgelaufenen Defizit von 204 Mrd. US-Dollar, gewiss, doch vor 1971 hatten die Vereinigten Staaten stets Überschüsse erwirtschaftet. Die Mitglieder des Bretton-Woods-Systems, allen voran Frankreichs Präsident Charles de Gaulle, befürchteten, die USA könnten beabsichtigen, das Loch in ihrer Handelsbilanz zu stopfen, indem sie ihre Schulden mit abgewerteten Dollar zurückzahlten. Ein derart „exorbitantes Privileg“ lehnte General de Gaulle entschieden ab, er verlangte Gold. Angesichts des entstandenen Ungleichgewichts der Zahlungsbilanz musste Richard Nixon, der neu gewählte US-Präsident, einen Ansturm auf die amerikanischen Goldvorräte befürchten. Seine Lösung war originell. Er kündigte nämlich die Verpflichtung, Dollar in Gold einzulösen, einseitig auf und erklärte die USA so – mit anderen Worten – für zahlungsunfähig.

Es folgte ein über zehnjähriges Wirtschafts- und Finanzmarktchaos, weil der Dollar zwar die Welthandelswährung blieb, aber kein absolutes Wertmaß mehr besaß. Nicht nur in den USA, sondern weltweit kam es zur Inflation, was den Wert vieler Firmen im Aktien- und Effektenhandel abschmelzen ließ. Die *Fed* trieb die Zinssätze in zweistellige Höhen, womit sie zwei Rezessionen auslöste. Schließlich wurden neue internationale Standards und Verfahren zur Ermittlung der Inflationsrate sowie variable Wechselkurse eingeführt. Seit 1975 gab es kein Jahr mehr, in dem die Vereinigten Staaten einen

4 Von 1933 bis 1973 war in den USA der private Besitz von Gold – abgesehen von Schmuck und Münzsammlungen – untersagt. – D. Übs.

Außenhandelsüberschuss erzielen konnten. Die Vorherrschaft der hochwertigen Fertigwaren erzeugenden Industriezweige, insbesondere der Stahl- und der Automobilindustrie, ging zu Ende. In der neuen Wirtschaft dominierten Finanzunternehmen, Versicherungen und das Immobiliengeschäft, auf Englisch: *finance, insurance, real estate*, oder abgekürzt *FIRE*.

Der unkontrollierte Machtzuwachs des FIRE-Sektors

FIRE ist nichts anderes als eine kreditfinanzierte Anlagen-Preis-Inflationsmaschine, die um eine einzige Grundannahme kreist: nämlich dass der Wert meiner Vermögensanlagen, dessen Entwicklung für gewöhnlich vom Konjunkturzyklus und den Finanzmärkten abhing, nunmehr (von kurzfristigen Unterbrechungen abgesehen) nur noch in eine Richtung tendiert: aufwärts. Auf FIRE-Kurs hatten die Vereinigten Staaten – vom Goldstandard befreit – fortan enorme Spielräume, ihre Defizite mit der eigenen Währung zu finanzieren. Damit genossen sie „exorbitante Privilegien“ hoch drei. Die US-Außenverschuldung wuchs gewaltig, während ihre Handelspartner, insbesondere die Öl produzierenden Länder und Japan, ihre Überschüsse durch den Ankauf amerikanischer Finanztitel ausglich.⁵ Die Finanzierung des US-Defizits durch ausländische Privat- und Staatsgelder entwickelte ihre Eigendynamik, denn würde irgendeiner der größten Gläubiger der Vereinigten Staaten seine Anlagen in US-Währung vermindern, so würde er den Dollarkurs unter Druck setzen – und damit zugleich den Wert seiner verbleibenden Dollarguthaben und -anlagen. Schlimmer noch: Würden nicht genügend US-Finanztitel nachgefragt, so würde die Fähigkeit der Vereinigten Staaten, ihre Importe zu finanzieren, Schaden nehmen. Wir haben es ganz einfach mit der alten Faustregel in Sachen Banken und Schulden zu tun, diesmal im internationalen Format: Schuldet jemand der Bank drei Milliarden, so gehört er der Bank. Aber wenn er der Bank zehn Billionen schuldet, dann gehört die Bank ihm.

Der anhaltende, unkontrollierte Machtzuwachs des FIRE-Sektors ging einher mit dem Niedergang der güterproduzierenden Industrien. Die Finanzblase der 20er Jahre war, so glaubte man, durch die Interessenkonflikte unter Banken und Wertpapierhändlern entstanden. In den 90er Jahren hingegen wurden unter der Regie des *Fed*-Chefs Alan Greenspan die Bank- und Wertpapiermärkte dereguliert. 1999 verlor der *Glass-Steagall Act* aus dem Jahre 1933 – ein Gesetz, das Bankaktivitäten und Märkte reguliert hatte – seine Geltung, und eine servile Zinspolitik der *Fed* beschleunigte den Gang der Dinge auf ihre Weise. Während FIRE immer mächtiger wurde, stieg zugleich eine neue Generation von Politikern, Bankern, Ökonomen und Journalisten auf, die sich gewillt zeigte, „kreative“ Rechtfertigungen dieses Systems zu erfinden und desgleichen die Vorhaben zu rechtfertigen, die seiner Finanzierung dienten – von der Immobilienblase bis zum Irakkrieg. Ihren Gipfel erklomm

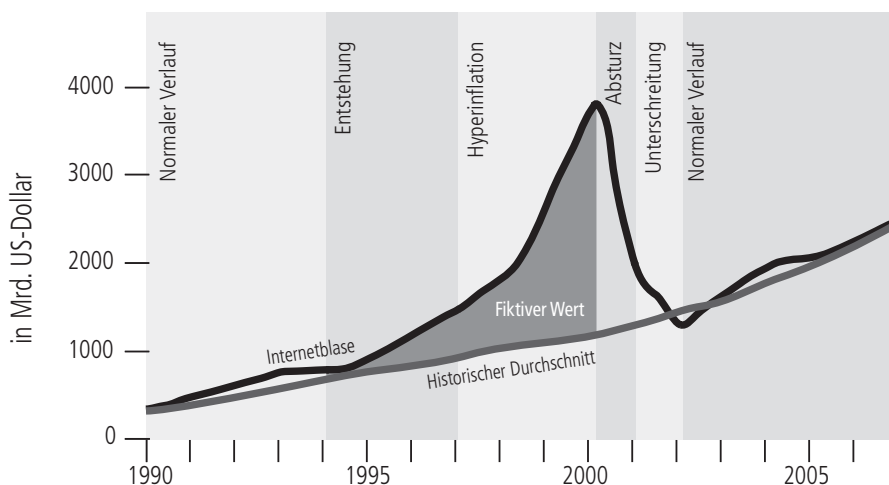
⁵ Das hatte teilweise politische Gründe: Bei Saudis, Japanern und Taiwanesen sind die USA besonders hoch verschuldet; nicht zufällig handelt es sich um Nationen, die unter dem militärischen Schutz der Vereinigten Staaten stehen.

diese Art Schönrednerei, als das Cato Institute einen Report unter dem Titel: „America's Record Trade Deficit: A Symbol of Strength“ vorlegte – das exorbitante Außenhandelsdefizit der Vereinigten Staaten also zum Zeichen der Stärke verklärte. Freiheit hatte sich in Sklaverei verwandelt und das Dauerdefizit in Wirtschaftsmacht.

Die Internet-Spirale

Oft ist es eine neue Erfindung oder Entdeckung, welche die *bubble machine* in Gang setzt. Die ab 1993 verfügbare graphische Suchmaschine (Mosaic) verwandelte das Internet nach und nach in ein Ensemble vernetzter Seiten. Plötzlich war es ganz leicht, Websites einzurichten, und noch leichter, sich im Netz zu bewegen. Nun schalteten sich die Lobbyisten ein, um Deregulierungsmaßnahmen und gezielte Steueranreize durchzusetzen. 1995 war es soweit: Das Internet stand den Profitjägern offen. Und vier Jahre später öffnete ein Umsatzsteuer-Moratorium dem *E-Commerce* alle Schleusen. Zwar *verursachen* gesetzliche Regelungen wie diese die „Blase“ nicht, doch ohne derartige Hilfestellung ist es noch nie zu einer Blase gekommen.

Abbildung 1: Gesamtmarktwert des Nasdaq



Elf Prozent jährliches Wachstum, abgeleitet von Vor-Blasen-Bewertung; Höchstwert am 10.3.2000, als der Nasdaq den Wert von 5132,52 erreichte und zum Börsenschluss bei 5048,62 stand.

Bei der Internetaktien-Manie Ende der 90er Jahre hatte ich selbst einen Platz in der ersten Reihe, denn damals arbeitete ich als Geschäftsführer bei Osborn Capital, einer von Jeffrey Osborn gegründeten Risikokapitalfirma zur Anschubfinanzierung von Neugründungen im „seed stage“,⁶ und saß deshalb

⁶ Risikokapitalfirmen definiert man nicht danach, wo, sondern wann sie ihr Kapital einsetzen; eine „Seed-Stage“-Firma stellt gewöhnlich sehr jungen Unternehmen das Startkapital zur Verfügung

bei über einem halben Dutzend Technologiefirmen im Vorstand. Ich konnte miterleben, wie ansonsten vernünftige Männer und Frauen der Faszination einer reißenden, aber allgemein für risikolos gehaltenen Geldflut erlagen. Die Gesetze der Logik und historische Erfahrungen ließ man links liegen. Ich erinnere mich, wie der Geschäftsführer einer Partnerfirma mir felsenfest überzeugt erklärte, selbst wenn die Gesellschaft, in die wir da investierten, scheiterte, so blieben ihr doch zumindest „hard assets“. Er meinte damit die – bekanntermaßen rapidem Wertverlust unterliegende – Computerausstattung, die besagte Gesellschaft im Austausch gegen Aktien erhalten hatte. Ein Jahr nach dem Platzen der Blase überschwemmten derartige „hard assets“ natürlich den Markt.

Dank der Deregulierung stand die Kirche; nun war reichlich Startkapital gefragt, damit die Gemeinde wachsen konnte. Die Finanzierungsmechanismen fallen bei jeder neuen Blase anders aus, worauf es ankommt, ist allein, dass das System astronomisch große Geldströme zu kanalisieren und neue *securities* im Wert von Billionen Dollar zu schaffen vermag. Im Fall des Internet kam das Geld für die *Startups* von Risikokapital-Investoren. Anfangs waren Internet-Gründungsfirmen nur Teil eines ganzen Spektrums aus Unternehmenssoftware- und anderen Technologiefirmen, in die Risikokapital-Investoren ihr Geld steckten.

Dann gingen einige der Neugründungen wie etwa Netscape an die Börse und fanden regen Zuspruch. Diese Form der Kapitalbeschaffung verbreitete sich immer schneller. Ein Kreislauf entstand: Gewinne aus Erstemissionen („initial public offerings“, IPOs) flossen zurück in neue Risikokapitalfonds, dann in neue Unternehmensgründungen, um anschließend wiederum als IPOs zum Vorschein zu kommen, wobei die ursprünglich investierten Mittel sich inzwischen vervielfacht hatten und abermals in neue Risikokapitalfonds zurückflossen.

Die Medien bejubelten das Ganze und produzierten hektisch Porträts 20jähriger „*Wunderkinder*“ (so im englischen Original, d. Übs.), die gerade ihre ersten hundert Millionen Dollar geschafft hatten. Die Wirtschaftsblätter wurden immer dicker und quollen vor Anzeigen über. Die Details der neuen Glaubenslehre hinterfragten die Medien kaum. Gelegentlich erschienen Interviews mit nachdenklicheren Köpfen, aber im Allgemeinen sah die Öffentlichkeit sich den Glaubenssätzen der einzig wahren Religion in ständiger Wiederholung ausgesetzt. Die Politik schaute zu – schließlich gab es für die Legislatoren keine Anreize, sich einzumischen. Kongressmitglieder mit Einfluss auf jene Behörden, die sich um Marktregulierung kümmern, haben unverhoffte Steuereinnahmen noch nie verschmäht, und der FIRE-Sektor verfügt über ziemlich tiefe Taschen. Der Website *opensecrets.org* zufolge, die das Spendenwesen verfolgt, hat FIRE allein für die Wahlen im Jahr 2008 146 Mio. US-Dollar gespendet, seit 1990 insgesamt über 1,9 Mrd. Dollar – fast doppelt

und übernimmt bei dieser Investition eine aktive Rolle. Jeffrey Osborn hatte sowohl vor wie nach der gesetzlichen Neuregelung eine Führungsfunktion beim kommerziellen Internet-Provider UUNet inne; vor der Neuregelung wurde dort für weniger als vier Mio. US-Dollar gebucht; wenige Jahre später beliefen sich die Aufträge auf mehr als zwei Mrd. US-Dollar.

so viel wie Anwälte und Lobbyisten spendeten und mehr als das Dreifache der Wahlkampfspenden von Gewerkschaftsseite.

Zu meinen beruflichen Aufgaben gehörte es seinerzeit, ein Auge darauf zu haben, wann sich das Ende abzuzeichnen begänne, damit die Firma ihre Gewinne maximieren und sich vor unverhofften Verlusten schützen konnte, wenn die Blase schließlich platzte. Im März 2000 kam das Signal. Eine unserer Gesellschaften versuchte gerade den richtigen Zeitpunkt für ihren Börsengang herauszufinden; ihr Managementteam setzte auf den April 2000. Aber die Vertreter einer der Investmentbanken, mit denen wir sprachen, gaben uns eine überraschend klare Empfehlung, die eindeutig allem widersprach, wozu die Banken während der vorausgegangenen fünf Jahre geraten hatten: Sie warnten die Gesellschaft davor, im April an die Börse zu gehen. Im Kontext anderer Indikatoren verstanden wir diese Empfehlung als deutliches Signal dafür, dass die Wende bevorstand. Also trennten wir uns in den folgenden Monaten von Anteilen an Aktiengesellschaften, die wir im Ergebnis früherer IPOs besaßen. Kurze Zeit später verkauften dann Millionen Anleger, deren Gewinnerwartungen sich nicht erfüllt hatten, ihre Fondsanteile, weil sie zur Abgeltung der Gewinnsteuern Bares brauchten. Diese Massenverkäufe lösten eine Panik aus, und die Blase platzte. Jede Blase führt zur Vernichtung fiktiven Wertes,⁷ sobald die Marktteilnehmer in ihren quasireligiösen Überzeugungen zu wanken beginnen – wenn ihr Irrglaube ebenso schnell zerstört wird, wie er entstanden war. Seit Anfang der 80er Jahre hat die Marktorthodoxie der Chicago-Schule die Politik beherrscht – solange der Konjunkturzyklus aufwärts wies und die Wirtschaft boomte; doch jetzt, im Abstieg, sind wir plötzlich alle Keynesianer geworden: Die *Fed* kürzt die Zinssätze, der Kongress senkt die Steuern, und die Zufluchtnahme sowohl zu *deficit spending* wie zur Dollarabwertung nimmt geradezu gigantische Ausmaße an.

Zwar macht der Technologiesektor nur einen kleinen Teil der US-Wirtschaft aus, aber die Entlassungswelle dort, die Kürzungen und der Zusammenbruch des Technologieaktienmarktes erfassten seinerzeit die Gesamtwirtschaft und bewirkten Anfang 2001 eine kurze Rezession, obwohl Bundesbank und Kongress sie in einer konzertierten Aktion zu vermeiden gesucht hatten. Zurück blieb ein folgenschweres Dilemma: Was tun gegen den Verlust dieser sieben Billionen Dollar an fiktivem Wert, den die Blase geschaffen hatte?

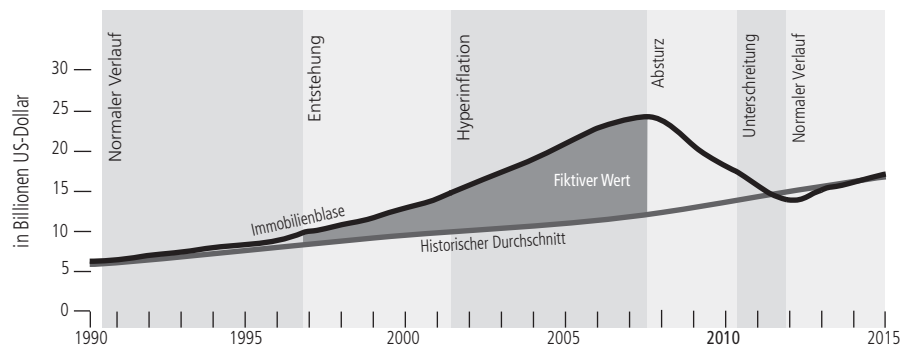
Die Immobilien-Krise

Der Internetboom hatte sich um die Verwandlung von Luftschlössern in steigende Aktienpreise gedreht. Der neue Traum blieb auf dem Boden und han-

⁷ Unter „fiktivem Wert“ ist die Ausbeulung zu verstehen, die sich zwischen der Verlaufskurve einer Vermögenswerte-Hyperinflation einerseits und dem historisch belegten langfristigen Wachstumstrend herausbildet. Ein anonymen Kommentator der South Sea Bubble erklärte es seinerzeit so: „Nach den Regeln der gewöhnlichen Arithmetik ergibt Eins plus Eins niemals Dreieinhalb; folglich muss all der fiktive Wertzuwachs auf Kosten anderer Beteiligten gehen, der Ersten oder der Letzten. Das einzige Mittel dagegen, dass es einen selbst trifft, besteht darin, rechtzeitig zu verkaufen, so dass der Teufel dann die Letzten holt.“

delte von Billighäusern, von Holz, Nägeln und Plattenbau. Auch die inflationäre Preisentwicklung folgte durchaus herkömmlichen Mustern: Es gab eben viel zu viel Hypothekengeld auf Häuserjagd, während es unter diesen Umständen viel zu wenig Häuser gab. Auf dem Höhepunkt der Blase war fiktiver Reichtum im Umfang von zwölf Billionen Dollar entstanden – ein Betrag, dessen Höhe sogar die Staatsschuld überstieg.

Abbildung 2: Gesamtmarktwert der Immobilien



Tatsächlicher Marktwert nach „Federal Reserve Flow of Funds Accounts of the United States“; historischer Trend nach Robert J. Schiller, *Irrational Exuberance*, 2005.

Wir hätten es zweifellos vorher wissen können. Im historischen Durchschnitt hatte der Anstieg der amerikanischen Häuserpreise in etwa der jährlichen Inflationsrate entsprochen. Wie Robert Shiller, Wirtschaftswissenschaftler an der Yale University, zeigen konnte, betrug dieser Preisanstieg seit 1980 – lässt man den Wohnungsbauboom nach dem Zweiten Weltkrieg einmal beiseite – jährlich ungefähr 3,3 Prozent. Weshalb aber kam es dann plötzlich zu einer Hyperinflation der Häuserpreise? Nun, die Eigenkapitalreserve-Vorschriften für die US-Banken wurden gelockert, und 1994 schuf man spezielle „sweep“ accounts – Geldmarktkonten, welche für Verrechnungs- und für Investitionszwecke bestimmte Bankkonten miteinander verknüpfen. Auf diese Weise verfügten die Banken über mehr Liquidität, was bedeutete, dass sie mehr Kredite anbieten konnten. So wurden die Voraussetzungen unserer Blase geschaffen. Im Gefolge der Krise der New Economy senkte dann die Fed den Leitzins zwischen 2001 und 2002 schrittweise von 6 auf 1,24 Prozent, was zu vergleichbaren LIBOR-Einschnitten⁸ führte, welche den Banken dazu dient, die Zinssätze für *adjustable-rate mortgage rates* (ARMs), also variabel verzinsliche Hypotheken, festzulegen. Die drastische Senkung dieser ARM-Zinsen bedeutete, dass in den Vereinigten Staaten die monatlichen Hypothekenkosten für ein 500 000-Dollar-Haus jetzt kaum mehr höher lagen als die entsprechenden Kosten eines zwei Jahre zuvor erworbenen 250 000-Dollar-

⁸ Das heißt bei der London Interbank Offered Rate und bezeichnet den Zinssatz, zu dem sich die Banken untereinander kurzfristig Geld ausleihen. – D. Übs.

Hauses. Die Nachfrage explodierte, obwohl die Bauindustrie absehbarerweise Jahre dafür brauchen würde, die Produktion entsprechend anzukurbeln.

Da weit mehr Kredit zu haben war als Häuser, stiegen, wie vorherzusehen war, die Preise – und zwar rapide. Es bedurfte lediglich der Zufuhr neuen Kapitals, damit die Blase ungehemmt wachsen konnte. Beim Internet-Boom war dieses Geld durch Erstemissionen und Risikokapital-Investoren mobilisiert worden. Für die Immobilienblase, die um das Jahr 2003 entstand, kam es aus der Verwandlung von Schulden in neuartige Finanzierungsinstrumente.

Das sogenannte „Securitizing“ bedeutet, dass man aus vorhandenen Obligationen neue Kreditvehikel macht, indem man vergleichbare Finanzinstrumente wie Darlehen oder Hypothekenkredite miteinander vermischt, um auf diese Weise etwas Neues zu kreieren, das berechenbarer und weniger risikoträchtig ist als die Summe seiner Bestandteile. Viele dieser durch Hypotheken besicherten Wertpapiere („*Pass-Thru*“-*Securities*) wurden zu dem Zweck geschaffen, dass Banken sich möglichst weitgehend auf eine Vermittlerrolle zurückziehen konnten. So würde, wenn einige Hausbesitzer pleite gingen, aber der Rest weiterhin zahlte, die Bank, die solche Wertpapiere verkauft hatte, selbst kaum Schaden nehmen – oder jedenfalls viel weniger, als wenn sie die Hypotheken in den eigenen Büchern gehalten hätte. Theoretisch hatte man auf diese Weise Risiken, die sich zuvor unmittelbar in der jeweiligen Bankbilanz niedergeschlagen hatten, über die Finanzmärkte breit gestreut und unter erfahrenen, finanzkräftigen institutionellen Anlegern sicher verteilt.⁹

Die amerikanische Hypothekenkrise erhielt das Etikett „subprime mortgage crisis“, aber „minderwertige Hypothekenkredite“ kamen in Wirklichkeit erst recht spät und auf einem Nebenschauplatz ins Spiel, nämlich erst dann, als der *Housing-Bubble*-Kreditmaschine die kreditwürdigen Darlehensnehmer ausgingen. Das eigentliche Event bestand in der Hyperinflation der Wohnimmobilien-Preise. Die Risiken stecken in der Preisentwicklung und drohender Zahlungsunfähigkeit. Selbst wenn der Glaubenseifer, der die Blase erzeugte, erlischt, werden auch nach dem offenen Ausbruch der Krise Ursache und Wirkung weiterhin durch irrige Vorstellungen verschleiert.

Aus dem Giftschrank der Finanzinstrumente

Erinnern wir uns an die Chemieindustrie vor 40 Jahren, als man Schadstoffe wie die polychlorierten Biphenyle (PCB) praktisch unkontrolliert in die Luft

⁹ Wie bei den meisten Blasen wurde auch diesmal ein ausgezeichneter Einfall extrem überzogen. Im Fall der Immobilienblase war das neu konzipierte Produkt, das die Schlussrunde einläutete – den heute so genannten *subprime meltdown*, das heißt das Dahinschmelzen der faulen Kredite –, die *collateralized debt obligation* (CDO). CDOs zählen zu den sogenannten Kreditderivaten; es handelt sich, genauer gesagt, um ein Derivat aus einem Pool vermögenswertebesicherter Schuldverschreibungen. Teile derartiger Pools, beispielsweise solche Kredite, bei denen die Rückzahlungsfähigkeit der Schuldner als eher fraglich eingestuft wurde – in sogenannten *Junk*- oder Ramsch-Kategorien (beispielsweise „BB“) –, wurden passend zugeschnitten und als CDOs neu verpackt, was ihnen zu einer besseren Einstufung in weniger riskante Kategorien wie etwa „AAA“ verhalf. Sie wurden dann zur Finanzierung der „kreativeren“ Hypotheken benutzt – solcher, die auf dem „angegebenen Einkommen“ beruhen und auch als „Lügnerdarlehen“ bezeichnet werden. Heute hören wir nun, dass sie den Erwartungen der Kreditgeber nicht ganz gerecht werden.

und in Gewässer abließ. Viele Jahre hindurch hielt die Industrie sich an das Mantra: „Die Lösung des Problems der Schadstoffemission heißt Verdünnung.“ Man nahm an, die Vermischung von Giftstoffen mit gewaltigen Mengen von Luft oder Wasser neutralisiere die ersteren. Jahrzehnte später ist uns, angesichts von missgebildeten Fröschen, verseuchtem Grundwasser und mysteriösen Krebserkrankungen klar, dass diese Logik nicht stimmte. Doch nun haben die Banker unserer Tage den Fehler auf die Finanzwelt übertragen. Je mehr zweifelhafte Kredite seit Ende der 90er Jahre bis in den Sommer 2007 hinein vergeben wurden, desto mehr mussten sämtliche Teilnehmer des globalen Finanzsystems fürchten, durch die Risiken dieser Praxis in Mitleidenschaft gezogen zu werden.

Die Gefährdung lässt sich als eine Art ökonomisches Gift begreifen. Theoretisch sind die Schadstoffe, die Kreditrisiken, bis zur Unkenntlichkeit verdünnt im Ozean der Weltschuldenmärkte verschwunden; die Magie der Verbriefung hat sie entgiftet, so dass von ihnen keine Systemgefährdung ausgeht. Doch in Wirklichkeit bedrohen die Kreditschadstoffe unsere Wirtschaft ebenso, wie toxische Chemieabfälle unsere Umwelt gefährden. Wie die chemischen Schadstoffe drohen auch die Kreditrisiken sich in den schwächsten und verletzlichsten Teilen des Systems, in diesem Fall des Finanzsystems, zu konzentrieren. Dort treten die toxischen Auswirkungen folglich zuerst in Erscheinung: Der Zusammenbruch des amerikanischen Subprime-Hypothekenmarktes war sozusagen das Seveso, die Urkatastrophe des sich ausbreitenden Finanz-Giftskandals.

Gleichgültig, welches Wirtschaftsjournal man dieser Tage aufschlägt: Überall springt ins Auge, wie der Topf brodelte.¹⁰ In den USA musste etwa Merrill Lynch bei seinen Hypothekengeschäften einen Schaden von 7,9 Mrd. Dollar hinnehmen und erstmals seit 2001 ein Quartal mit roten Zahlen abschließen; Morgan Stanley, Bear Stearns und Citigroup haben, wie viele andere Banken in den Vereinigten Staaten und anderswo auch, enorme Verluste erlitten.¹¹ Während die Hauspreise weiterhin fallen, werden immer neue Folgen dieses Giftskandals offen zutage treten.

Die Vergiftungsmetapher zeigt Wirkung. Verursacher und Betroffene regen sich. Schon im Dezember 2007 verlangte Chip Mason von der Firma Legg Mason, die zu den weltgrößten Geldbewegern zählt, das US-Finanzministerium solle 20 Mrd. US-Dollar in einen „Superfonds für strukturierte Finanzprodukte“ stecken, um das Vertrauen der Investoren zu stärken. In dem Maße, in dem immer neue Folgen der Kreditrisiko-Vergiftung sichtbar werden, wird der Kredit weiter schrumpfen, und die vom freien Geldzustrom abhängige FIRE-

10 Die folgenden Angaben des Autors über das Ausmaß der Krisenschäden sind angesichts der sich überstürzenden Ereignisse mit immer neuen Milliardenabschreibungen teilweise bereits wieder überholt. Den aktuellen Gesamtschaden der Finanzmarktkrise schätzte die deutsche Finanzmarktaufsicht (BaFin) schon im März 2008 auf weltweit 600 Mrd. Euro, wovon etwa zehn Prozent auf deutsche Geldinstitute entfallen sollen. (Vgl. „Frankfurter Allgemeine Zeitung“ [FAZ], 31.3.2008, S. 13.) In dem Anfang April 2008 vorgelegten Bericht zur Stabilität des globalen Finanzsystems nähern sich die höchsten Schätzzahlen des Internationalen Währungsfonds (IWF) dieser BaFin-Schätzung an (rund 945 Mrd. US-Dollar, also knapp 600 Mrd. Euro, möglicher Gesamtschaden; vgl. FAZ, 9.4.2008, S. 12). – D. Red.

11 Bei Bear Stearns hat sich die Krise bekanntermaßen so dramatisch zugespitzt, dass sie – nachdem die US-Regierung sich bereit erklärt hatte, bestehende Risiken abzusichern – im März von JP Morgan übernommen wurde. – D. Red.

Ökonomie wird zum ersten Mal, seit dieser Sektor Anfang der 80er Jahre an die Macht kam, das Erlebnis machen, wie man sich am Rande des Todes fühlt.

Da auf alle *Asset*-Hyperinflationen die Rückkehr zum Durchschnitt folgt, ist bei den Häuser- und Wohnungsmarktpreisen mit einem Rückgang um etwa 38 Prozent zu rechnen, wenn sie sich dem historischen Verlauf der Inflationsrate wieder angleichen. Falls die Preisverfallsrate sich irgendwo zwischen sechs und sieben Prozent stabilisiert, wird die Korrektur etwa sechs Jahre brauchen, bis wieder einigermaßen stabile Verhältnisse eintreten. Allerdings werden der FIRE-Wirtschaft am Ende etwa zwölf Billionen Dollar fehlen. Wo soll all das Geld herkommen?

Spekulationsblasen wirken in den Wirtschaftszweigen, die sie befallen, ganz ähnlich wie in der Forstwirtschaft ein Kahlschlag wirkt. Nach einigen Jahren der Rezession beginnt die betroffene Branche schließlich wieder zu wachsen, aber das dauert – so hatte beispielsweise der Nasdaq, der im März 2000 mit 5048 Punkten im Zenit stand, Anfang 2007 erst wieder die Hälfte des damaligen Wertes erreicht. Wenn diese Dollarbillionen erst einmal sterben und in den Geldhimmel auffahren, trägt die gesamte Wirtschaft schwarz.

Die Immobilienblase hinterlässt uns in einem beklagenswerten Zustand, weit schlimmer als nach der Technologieaktien-Blase, als der *Fed*-Leitzins 6 Prozent betrug, der Dollarkurs den höchsten Stand seit Jahrzehnten hielt, der Bundeshaushalt einen Überschuss verzeichnen konnte und die Steuersätze relativ hoch lagen. Das alles ließ damals die *Reflation* – Zinssatzsenkungen, Dollarabwertung, erhöhte Staatsausgaben bei Steuerkürzungen – relativ schmerzlos verlaufen. Gegenwärtig aber beträgt der Leitzins lediglich 4,5 Prozent, der Dollarkurs liegt so niedrig wie seit Jahrzehnten nicht mehr, im Bundeshaushalt klafft ein Loch, und die Steuerkürzungen halten immer noch an. Das chronische Außenhandelsdefizit, die plötzliche Entwertung unserer Währung und der Mangel an ausländischen Kaufinteressenten für Amerikas Staatsschuld wird die US-Regierung zwingen, neues Geld zu drucken, schon allein zur Finanzierung der eigenen Aktivitäten und um ihre 22 Millionen Beschäftigten entlohnen zu können.

Unsere Volkswirtschaft steckt also in ernststen Schwierigkeiten. Sowohl in den Produktions- und Konsumbranchen als auch im FIRE-Sektor weiß man, dass wir am Rande einer Verschuldungs-Deflations-Katastrophe stehen. Und in beiden Sektoren betet man, der Himmel möge noch rechtzeitig ein Wunder schicken – eine neue Blase, die die Wirtschaft davor bewahrt, in eine Depression abzurutschen.

Die kommende Blase

Wir haben gelernt, dass es bei jeder neuen Spekulationsblase Hunderte oder Tausende von Einzelunternehmen geben muss, deren Finanzierung nicht Milliarden, sondern Billionen von Dollar in Gestalt neuer Wertpapiere erfordert, kreierte und vermarktet von der Wall Street. Wie es auf dem Häuser- und Wohnungssektor schon seit Ende der 90er Jahre geschah, so muss sich auch jetzt

der neue Spekulationssektor bereits zu einer Zeit herausbilden und wachsen, in der die vorherige Blase noch abschwilt. Gesetze, die diejenigen fördern, die in den neuen Sektor investieren – ihnen Steuervorteile und andere Investitionsschutz- und -förderungsmaßnahmen garantieren –, sollten bereits in Kraft oder jedenfalls in Arbeit sein. Vor allem aber muss der neue Wirtschaftszweig populär, sein Name in aller Munde sein, in der Politik ebenso wie in den Medien. Er sollte allen, die die Fernsehnachrichten verfolgen oder Zeitungen lesen, vertraut sein.

Es gibt eine ganze Reihe von Kandidaten für die nächste Blase, aber nur wenige erfüllen alle Kriterien zugleich. Das Gesundheitswesen muss ausgebaut werden, um die Bedürfnisse der jetzt ins Seniorenalter einrückenden geburtenstarken Nachkriegsjahrgänge zu befriedigen, aber Regierung und Gesetzgebung haben bisher keine einschlägigen Maßnahmen ergriffen, die der Spekulation im Gesundheitswesen den Weg bahnen könnten; das Gleiche gilt für die pharmazeutische Industrie, in der an eine Hyperinflation erst dann zu denken wäre, wenn die Food and Drug Administration (die US-Behörde für Lebensmittelsicherheit und Arzneimittelzulassung) entmachtet würde. Ein zweiter Technologieboom unter dem Etikett „Web 2.0“ beruht eher auf Fortschritten bereits vorhandener Technologien als auf irgendwelchen Neuentdeckungen. Die kapitalintensive Biotechnologie taugt zu keiner Blase, weil sie zu viel Spezialwissen erfordert.

Aber es gibt einen Sektor, der alle Voraussetzungen erfüllt: nämlich *alternative Energien* – die Entwicklung von Produkten, die weniger Energie verbrauchen, echte Alternativen zum Öl, darunter Wind-, Solar- und geothermische Energie, in Verbindung mit der Nutzung der Atomenergie zu dem Zweck, nachhaltigen Ersatz fürs Erdöl zu schaffen, beispielsweise aus Wasser flüssigen Wasserstoff zu gewinnen. Und tatsächlich wird die nächste Blase bereits lanciert. So besann sich das Magazin „Wired“ sozusagen auf seine Wurzeln, als es im Oktober 2007 Ethanol (Äthylalkohol) marktschreierisch auf seiner Titelseite platzierte und dabei den Lesern zurief: *Forget Oil!* Das Fernsehnetzwerk NBC veranstaltete im November 2007 eine „Green Week“, eine Reihe von Shows, die sich jeweils um ein ökologisches Thema drehten. Selbst Al Gore trat als Gast in der Sitcom *30 Rock* auf. Ja, Al Gore droht, man glaubt es kaum, zum *poster boy*, zum Reklamehelden der allerneuesten New Economy zu werden: Er trat in die legendäre Risikokapitalfirma Kleiner Perkins Caufield & Byers ein, die einst Amazon und Google aus der Taufe heben half, und will sich dort um die „Klimawandel-Lösungsgruppe“ („climate change solutions group“) kümmern. Gore steuert somit eine kräftige Dosis Nobelpreisträger-Glaubwürdigkeit bei, die sich als überaus nützlich erweisen dürfte, sobald die Firma einer glaubensstarken Meute die ersten Investitionsangebote in Sachen Alternative Energien vorsetzt. Andere Risikokapitalfirmen – etwa Lazard Capital Markets, Generation Investment Management, Nth Power, EnerTech Capital und Battery Ventures – finanzieren ein ganzes Spektrum aufstrebender Unternehmen, die sich mit Fortschritten bei Solarzellen, der Produktion von Biokraftstoffen, Batterien, Software fürs „Energie-Management“ und dergleichen befassen.

2008 sprechen alle wichtigen Präsidentschaftskandidaten, Barack Obama und Hillary Clinton ebenso wie John McCain, gern von „Energiesicherheit“. Früher war eher von der „Unabhängigkeit“ in Energiefragen die Rede. Vielleicht deutet dieser Wandel der Begrifflichkeit darauf hin, dass künftig ein Teil des „Heimatschutz“-Budgets für alternative Energien eingesetzt werden soll, als Ansporn für einschlägige Unternehmensgründungen und generell für FIRE.

Doch wertvoller als Wahlkampfreden sind konkrete Gesetze. Der *Energy Policy Act* von 2005 etwa – ein umfangreiches Gesetzespaket, morgendlichen Pendlern vor allem wegen der Ausdehnung der Tageslicht-Energiesparzeiten vertraut – bietet unter anderem Kreditgarantien für geschäftliche Aktivitäten im Bereich alternativer Energien, darunter auch für Atomergietechnologien. Das Gesetz sieht 200 Mio. Dollar jährlich für saubere Steinkohle-Nutzung vor, hebt die Deckelung der Flächengröße prospektiver Kohleabbaugebiete von bisher 160 Acres (rund 65 Hektar) auf, offeriert den Erzeugern von Windenergie und anderen alternativen Energieformen Subventionen und verspricht, während seiner Geltungsdauer jährlich 50 Mio. Dollar für ein Biomasse-Programm bereitzustellen.

Auch für „innovative Technologien“ wie fortgeschrittene Atomreaktor-Baumuster gibt es Kreditgarantien. Eine freundlichere, „sanftere“ Atomwirtschaft scheint vor der Tür zu stehen. Der *Price-Anderson Nuclear Industries Indemnity Act* mit Haftungsvorschriften aus dem Jahre 1957 soll bis 2025 in Kraft bleiben, und der Energieminister wurde angewiesen, sich an die Atomenergie-„Roadmap“ von 2001 zu halten. Für die Entwicklung eines Kernreaktors, der sowohl Elektrizität als auch Wasserstoff erzeugt, stellt das Energieministerium 1,25 Mrd. US-Dollar bereit. Die Zukunft des Transportwesens könnte statt von Solar- oder Äthanol-Antrieben von zahlreichen kleinen Atomreaktoren abhängen, die außer Strom auch Wasserstoff für den Nahverkehr liefern. Sowohl auf einzelstaatlicher als auch auf kommunaler Ebene sind entsprechende Gesetze bereits beschlossen oder in Arbeit.

Auftrieb wird der Alternative-Energien-Blase auch der Infrastrukturboom geben, der im Verkehrs- und Kommunikationssystem ebenso ansteht wie bei der Wasser- und Energieversorgung. Schon 2005 hat der Ingenieursverband American Society of Civil Engineers ein Fünfjahresprogramm im Umfang von 1,6 Bio. Dollar verlangt, um die – von ihm als viertklassig (Kategorie „D“) eingestuften – Vereinigten Staaten wieder auf die Höhe der Zeit zu bringen. Jahrzehnte der Vernachlässigung haben die Kategorie „A“ für unser Land in dollarbillionenweite Ferne gerückt. Nach dem Brückeneinsturz vom vergangenen August in Minnesota genügte dem Libertären Robert Poole, bei der Reason Foundation verantwortlich für Verkehrsforschung, eine Woche, um die Forderung nach „Public-Private-Partnerships für einen mautfinanzierten Fernstraßenbau“ aufzuwärmen, und Hillary Clinton dafür, einen Multibillionen-Dollar-Plan für den „Wiederaufbau Amerikas“ zu lancieren.

Natürlich braucht unser Land sowohl alternative Energien als auch Infrastrukturverbesserungen. Aber genau darin liegt die Gefahr, denn auf lange Sicht erweisen sich Hyperinflationen immer als destruktiv. Seit den 70er Jahren hat sich die Abhängigkeit der USA von Energieimporten zu einem ernststen

Wirtschafts- und Sicherheitsproblem ausgewachsen, und unsere überalterten Straßen sind das Kreislaufsystem der Nation. Ohne funktionierende Zirkulation benzin- oder dieselgetriebener Trucks auf unseren Überlandstrecken gäbe es weder Wal-Mart noch andere Supermärkte und auch keine morgentlichen FedEx-Zustellungen. Ja, ohne „Energiesicherheit“ und die Überholung unserer „zerbröckelnden Infrastruktur“ wäre es um Amerikas Konkurrenzfähigkeit geschehen. Glücklicherweise eilt Al Gore uns mit prinzipienfesten Risikokapitalspritzen zu Hilfe.

Die nächste Spekulationsblase muss groß genug sein, um die Verluste aus der geplatzten Immobilienmarktblase zu kompensieren. Wie schlimm wird es beim nächsten Mal kommen? Meine erste, grob kalkulierte Vorausschätzung:¹² Der Marktwert aller Unternehmen, die zur Entwicklung hydroelektrischer, geothermischer und nuklearer Energien, von Wind(räder)parks, Sonnenenergie und Technologien der Wasserstoffwirtschaft insgesamt benötigt werden, liegt – unter Einschluss der erforderlichen Infrastruktur – zwischen zwei und vier Billionen US-Dollar. Angenommen, die Spekulationsblase kommt zustande, so könnte die Hyperinflation weitere zwölf Billionen fiktiven Wertes hinzufügen. In einer Hyperinflation wird das Tempo der Infrastrukturerneuerung sich beschleunigen und den großen Vertragsfirmen der Regierung, die aus dem niedergehenden Irakgeschäft flüchten, reichlich neue Chancen eröffnen. Von daher können wir mit der Schaffung weiterer acht Billionen an fiktivem Wert rechnen, was uns auf geschätzte 20 Billionen US-Dollar Spekulationsvermögen bringt – und dieses Geld wird zwangsläufig weniger dazu dienen, „Energiesicherheit“ herzustellen als die Aktienkurse hochzutreiben. Wenn die Blase dann schließlich platzt, werden wir wiederum vor der Aufgabe stehen, die Trümmer einer verwüsteten Branche abzuräumen. Und FIRE wird zwischenzeitlich bereits die nächste Großaktion austüfteln. Wenn man sieht, in welchem Zustand sich unsere Ökonomie gegenwärtig befindet, wäre nur eines schlimmer als eine neue Blase: keine neue Blase.

¹² Zu diesen grob geschätzten Zahlen bin ich auf folgendem Wege gekommen: Zunächst habe ich die erforderliche Marktkapitalisierung existierender Unternehmen studiert und danach abzuschätzen versucht, wie viele Unternehmen es geben muss, damit sich eine Spekulationsblase herausbilden kann. Dabei dienten mir die Technologie- und die Immobilienblase als Präzedenzfälle. Mein Modell geht von der Entwicklung neuer Kreditinstrumente aus, die die nächste Hyperinflation finanzieren werden. Die Irrtumsmarge meiner Voraussage ist offensichtlich beträchtlich, aber die Präzedenzfälle und – wichtiger noch: – die *Notwendigkeit* der Spekulationsblase – sind unbestreitbar gegeben.