

Der neue Kapitalismus

Thilo Sarrazin

Der neue Kapitalismus ist der alte

Die Subprime-Krise in den USA hat auch hierzulande zu einigen Verwerfungen geführt. Doch die Krisenhaftigkeit ist integraler Bestandteil des Kapitalismus und wird auch durch neue Regulierungen nicht überwunden, nur verlagert. Noch scheint Deutschland in einer vergleichbar günstigen Position zu sein.

Thilo Sarrazin

(* 1945) ist seit 2002 Senator für Finanzen in Berlin.

thilo.sarrazin@senfin.berlin.de



Das Grundprinzip eines guten Geschäfts besteht darin, dass es mehr an Kapitalertrag bringt, als es an Kapitaleinsatz fordert. Die Wege dorthin haben sich seit Jahrtausenden nicht geändert. Diese sind: Produktion, Handel, Dienstleistung. Dabei steckt im Handel erfahrungsgemäß das meiste Geld. Handelt man mit Geld, so nennt man dies Bankgeschäft. Das war immer schon suspekt, seitdem Jesus die Tische der Geldwechsler im Tempel umwarf. Der Islam kennt deshalb das Zinsverbot, das es auch im christlichen Mittelalter gab. Ein Stück dieser Vorbehalte lebt weiter, ob es nun um das »internationale Großkapital«, die »Gnome von Zürich« oder den »Kasinokapitalismus« geht.

Das Prinzip eines guten Geldgeschäfts bleibt dabei immer das Gleiche: Der Ertrag der Geldanlage ist höher als die Kosten der Refinanzierung. Da die Erträge aber im Vorhinein oft nicht bekannt bzw. unsicher sind (ebenso häufig auch die Kosten der Refinanzierung) bleibt das Element des Risikos: Wer Geld in Geschäfte steckt, kann

dies auch verlieren. Um das Risiko zu begrenzen, aber auch, um weitere Ertragsquellen zu erschließen, kann man sich absichern, aber man kann auch auf die Zukunft wetten: Man kauft und verkauft auf Termin, man kombiniert dies mit Leerkäufen und -verkäufen, man macht mit Zins-Swaps Fristentransformation. Man bildet Portfolios von Anlageklassen zur Stabilisierung von *cash flows* und damit zur Risikobegrenzung.

Wer ein gutes, sicheres Geschäft hat, tut gut daran, dies mit möglichst viel Fremdkapital zu finanzieren. Der *Leverage*-Effekt treibt dann die Rendite des Eigenkapitals nach oben. Um die Anleger zu schützen und zu verhindern, dass die Banken zu viel

Apropos

Zins-swaps sind Verträge zwischen zwei Marktteilnehmern, bei denen Zinszahlungsverpflichtungen aus Krediten getauscht werden. Jeder Partner übernimmt die Zahlungen aus je einem Kredit, wobei sich die Kredite in der Regel durch die Art der Verzinsung (flexibler Marktzins oder fester Zins über die gesamte Laufzeit des Kredits), durch die Laufzeit und/oder die Währung unterscheiden.

Leverage-(Hebel)Effekte entstehen, wenn eine Aktivität mit einer bestimmten Rendite ausgeweitet werden kann, indem man zusätzliche Kredite (Fremdkapital) aufnimmt und sie in diese Aktivität investiert, wobei die Kreditzinsen niedriger als die Rendite sind. Da die Nettoerträge aus der Ausweitung (nach Abzug der Zinsen für das Fremdkapital) den Gesamtertrag bei gleich bleibendem Eigenkapital erhöhen, steigt die Rendite des Eigenkapitals.

Risiken eingehen, gibt es die Bankenaufsicht. Um den Anlegern die Übersicht zu erleichtern, gibt es das *Rating* von Schuldnern und von Wertpapieren.

Das sind so ungefähr die Ingredienzien in der Küche des Finanzkapitalismus, und mit diesen wenigen Materialien und Zutaten kann man Millionen unterschiedliche Gerichte kochen, zumal die physische Welt für fortlaufende Abwechslung und immer neue Geschäftsideen sorgt: Rohstoffboom, Missernten, technische Durchbrüche.

Die ständigen Fortschritte der Datenverarbeitung und der Telekommunikation ermöglichen es zusammen mit der Finanzmathematik, immer schneller immer kompliziertere Gerichte zu kochen, aber die Prinzipien ändern sich dabei nicht. Sie nehmen nur immer neue Gestalt an, und zahlreiche Geschäfte entziehen sich der spontanen Beurteilung durch den gesunden Menschenverstand.

Dabei gelten die ewigen Gesetze von *Boom* und *Bust*, das Oszillieren zwischen

Gier und Angst. Die immer neuen Erscheinungsformen Desselben machen den Wettlauf zwischen Finanzaufsicht und Marktaktivität zu einem Wettlauf zwischen Hase und Igel, wobei die Finanzaufsicht regelmäßig der Hase ist. Und in jeder Finanzkrise ist es so, dass das jeweils Neue erst im Nachhinein erkannt wird.

So war es auch bei der *Subprime*-Krise. Drei Dinge kamen zusammen: Die scheinbar stabil aufwärts gerichtete Preisentwicklung am amerikanischen Häusermarkt, die Möglichkeit, durch Bündelung von Forderungen deren *cash flow* zu stabilisieren und so deren Ausfallrisiko zu minimieren, und zum Dritten die sehr günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten am internationalen Kapitalmarkt.

Die unkritische Anwendung eines grundsätzlich nicht unvernünftigen Geschäftsmodells führte dann zu solchen Auswüchsen wie bei der *Sächsischen Landesbank*, wo in einem nicht bilanzwirksamen sog. *Conduit* langfristige, sehr gut geratete Forderungen von 40 Mrd. Euro

mit sog. *Commercial Papers* kurzfristig refinanziert wurden. Die dabei erzielte Zinsdifferenz ergab einen Jahresgewinn von 30 bis 40 Millionen Euro, rund 60 % des Gewinns der Landesbank.

Die zentrale Annahme war, dass im Falle steigender Refinanzierungskosten oder einer Refinanzierungslücke die dort gehaltenen Aktiva jederzeit verlustfrei verkauft werden könnten, also unbegrenzt liquide seien, und diese Annahme war falsch.

Oder besser gesagt: Diese Annahme wurde spätestens falsch mit dem ersten Grollen am amerikanischen Häusermarkt. Als deutlich wurde, dass die strukturierten Forderungsbündel, die so hoch *geratet* waren, auch einen noch unbekanntem Anteil von »bad loans« enthielten oder zumindest enthalten könnten, waren diese Aktiva vor ihrer Fälligkeit gar nicht mehr oder nur noch unter hohen Verlusten liquidierbar. Und da niemand im Einzelnen in diese Forderungsbündel hineinschauen konnte, führte das allgemeine Misstrauen zu einer allgemeinen Kaufunwilligkeit und damit Markt lähmung.

Mit dieser Entdeckung brachen aber auch die günstigen kurzfristigen Refinanzierungen weg. Soweit Investoren nicht überhaupt die Refinanzierung mit *Commercial Papers* verweigerten, wollten sie höhere Zinsen haben, und zwar so hoch, dass das ganze *Conduit* zum Verlustgeschäft wurde.

Damit, dass die Grundannahme wegbrach, die auf solch gebündelten Forderungen beruhenden Wertpapiere seien wegen ihres hohen *Ratings* unbegrenzt liquide und dadurch, dass damit auch deren günstige Refinanzierungsmöglichkeiten wegbrachen, wurde weltweit bei den Banken ein gigantischer Abschreibungsbedarf ausgelöst, der die Kapitalbasis auszehrte und von daher schon neue Geschäftsmöglichkeiten beschränkte.

Dies alles würde sich schnell beruhigen, wenn nur die amerikanischen Häuserpreise wieder stiegen oder zumindest

aufhören würden zu fallen. Das ist aber nicht absehbar. Ein weiterer Preisverfall könnte die Wertigkeit weiterer Forderungen beeinträchtigen und zu neuem Abschreibungsbedarf führen.

Deutschland ist gerüstet

Was ist daran nun eigentlich neu? Gar nicht viel. Es ist zwar eine neue Krise, die sich aber im Wesentlichen aus altbekannten Ingredienzien zusammensetzt: In den 80er Jahren gab es einen gewaltigen Immobilienboom in Japan, der in einem riesigen Crash endete und dessen Spätfolgen in den Bankbilanzen bis heute spürbar sind. Das hätten amerikanische Banken sehen und auf eine übermäßige Beleihung verzichten können. Auch der Immobilien-crash Anfang der 90er Jahre in England sollte noch bekannt sein. Auch in Deutschland gibt es seit jetzt 15 Jahren eine schleichende Immobilienkrise, die sich in kontinuierlich fallenden Werten auf vielen Teilmärkten zeigt. Nur ist die Beleihungspraxis der deutschen Banken stets vorsichtiger gewesen. Jetzt erleben wir eine Immobilienkrise in Spanien und erneut in England.

Man wird jetzt nationale und internationale Regulierungen anpassen. Das geschieht sowieso ständig. Und damit wird man für eine Reihe von Jahren die Wiederholung genau dieser Krise vermeiden. Es wird dann halt eine andere kommen. Leichtere Finanzkrisen treten alle 20 bis 30 Jahre auf, schwere alle 40 bis 60 Jahre. Das bringt die Entwicklung des Kapitalismus seit 350 Jahren (seit der holländischen Tulpenkrise) so mit sich, und das wird auch in Zukunft so sein.

Richtig ist, dass die Finanzwelt globaler, schneller und unübersichtlicher geworden ist. Was wird denn sein, wenn einmal Indien und China mit vollem Gewicht im Weltfinanzsystem mitspielen werden?

Noch vor wenigen Jahren sahen wir Deutschen mit sorgenumwölbter Stirn,

wie die Chance zum wirklich großen Finanzplatz an Deutschland vorbeiging. Wir wurden als rückständig kritisiert, weil wir soviel Industrie und so wenig Finanzdienstleistung hatten.

Heute sieht die Welt ganz anders aus. Der amerikanische Wachstumsboom, der vor allem ein Konsumboom war, hat die Kassen in China und bei allen Rohstoffe produzierenden Ländern gefüllt. Das Geld kommt jetzt zu uns zurück, weil alle Welt deutsche Maschinen und deutsche Ausrüstungsgüter möchte. England hat prak-

tisch keine Industrie mehr, und die Finanzindustrie leidet.

Es macht nichts, dass wir keine großen Banken haben, wir haben jetzt auch keine großen Bankpleiten. Wenn man sich auf die alten Tugenden besinnt – Vorsicht, gesunder Menschenverstand und bei jedem Geschäft eine vernünftige Eigenkapitalunterlegung – dann wird man auch die nächste und übernächste Finanzkrise gut überstehen; und wir in Deutschland mit unserer industrielastigen Struktur können dies weitaus besser schaffen als andere.

Gustav A. Horn

Der neue Finanzmarktkapitalismus

Die Deutschland AG ist tot. Es ist müßig darüber zu streiten, ob sie im Zuge der Unternehmenssteuerreform des Jahres 2000 gezielt ermordet oder beiläufig erschlagen wurde. Seither haben sich jedenfalls die Verhältnisse in Deutschlands Wirtschaft grundlegend geändert. Die Frage ist, ob zum Besseren oder zum Schlechteren.

Seinerzeit wurde die Debatte vor allem unter dem Aspekt des so genannten *Lock-In-Effekts* geführt. Die Behauptung war, dass die deutschen Unternehmen und vor allem die Banken, die gleichsam als Spinnen im Netz der *Deutschland AG* fungierten, alle mit ihren weit verzweigten und wechselseitigen Beteiligungen an bedeutenden Unternehmen in Deutschland Kapital eingeschlossen (*locked*) hätten, das einer produktiveren und damit wachstumsträchtigeren Verwendung hätte zugeführt werden können.

Dem stand jedoch das Steuerrecht entgegen, das bei einem Auflösen der zum Teil deutlich unterbewerteten Beteiligungen hohe Abführungen an den Staat ausgelöst hätte. Genau dieses Hindernis wurde durch die Steuerrechtsreform beseitigt, indem den Unternehmen Steuerfreiheit bei der Veräußerung ihrer Beteiligungen ermöglicht wurde. Davon machten sie rasch und regen Gebrauch, auch um in der



Gustav A. Horn

(* 1954) ist seit Januar 2005 Wissenschaftlicher Direktor des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung und seit August 2007 außerplanmäßiger Professor an der Universität Flensburg.

Gustav-Horn@Boeckler.de

seinerzeit heraufziehenden Wirtschaftskrise ihre Liquidität zu sichern. Damit gelangten zahlreiche Unternehmensbeteiligungen auf den Markt, und internationale Finanzanleger verschiedenster Provenienz wie z.B. *Private Equity Fonds* und *Hedge Fonds*, deren Tätigkeit in Deutschland gleichzeitig erleichtert worden war, griffen zu. Die Ära des neuen Finanzkapitalismus begann.

Die Folgen waren weit reichend. Dabei sind zwei Dimensionen zu unterscheiden, eine realwirtschaftliche und eine monetäre. Das grundlegende realwirtschaftliche