

AYMO BRUNETTI

AUSNAHME ZUSTAND

Das turbulente Jahrzehnt
nach der Großen Finanzkrise



VORWORT

2011 veröffentlichte ich ein Buch mit dem Titel «Wirtschaftskrise ohne Ende?». Darin werden die Hintergründe des Ereignisses erläutert, das die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich jüngst treffend – und in Anlehnung an die Große Depression der 1930er-Jahre – als die «Große Finanzkrise» bezeichnet hat. Seit dem Höhepunkt dieser epochalen Verwerfung waren damals drei Jahre vergangen, die Eurokrise war aber nach wie vor in vollem Gang. Sie schien das Potenzial zu haben, weitere globale Finanzmarkturbulenzen auszulösen. Wie im Titel des Buches zum Ausdruck kam, hatte man damals den Eindruck, mit einer endlosen Abfolge von gesamtwirtschaftlichen Krisen konfrontiert zu sein.

Inzwischen sind seit dem historischen Kollaps der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers 10 Jahre vergangen, und die jüngste wirtschaftliche Entwicklung zeigt, dass die Wirtschaftskrise anscheinend doch ein Ende gefunden hat. Kratzt man aber etwas an der Oberfläche, erkennt man rasch, wie sehr die Weltwirtschaft in vielerlei Hinsicht nach wie vor durch die Nachwirkungen dieses Ereignisses gezeichnet ist. Wir sind zwar nicht mehr in einer globalen Wirtschaftskrise, befinden uns aber – daher der Titel des Werkes – mehr oder weniger ausgeprägt in einem gesamtwirtschaftlichen Ausnahmezustand. Bis zu einer echten Normalität sind noch einige Klippen zu überwinden.

Das 10-Jahr-«Jubiläum» des Ausbruchs der Großen Finanzkrise soll Anlass sein, das Ereignis noch einmal aus heutiger Sicht Revue passieren zu lassen, vor allem aber darzulegen und einzuordnen, was seither passiert ist und inwieweit wir heute die wichtigsten Schockwirkungen hinter uns gelassen haben. Dabei bemühe ich mich darum, die wichtigsten Zusammenhänge möglichst knapp und auf eine Art und Weise zu erläutern, die für interessierte Laien verständlich ist. Das Buch beruht zum Teil auf einer Artikelserie, die in der Schweizer Wochenzeitschrift «Das Magazin» erschienen ist.

Wie sehr die heutige Situation nach wie vor von den krisenartigen Ereignissen geprägt ist, zeigen die Nachrichten, die uns während der Schlussredaktion dieses Buches Ende Mai 2018 aus Italien erreichten. Die chaotische Regierungsbildung war dort geprägt von Spekulationen über die Zukunft des Landes im Euroraum. Kaum hatten die Diskussionen darüber begonnen, schon waren die Finanzmärkte in heller Aufregung und die Kurseinbrüche etwa bei Bankaktien und die steigenden Zinsaufschläge auf italienischen Staatsanleihen erinnerten stark an die überwunden geglaubte Eurokrise. Dies zeigt deutlich – und das ist auch die Schlussfolgerung zu diesem Thema in diesem Buch –, dass die Grundprobleme der Eurozone bisher nicht gelöst sind, weshalb auch in Zukunft immer wieder mit solchen Fieberschüben zu rechnen sein wird.

Dieses Buchprojekt hat stark von den unzähligen Diskussionen profitiert, die ich in den vergangenen Jahren mit sehr vielen Kolleginnen und Kollegen innerhalb und außerhalb der Universität zu diesen Themen führen konnte. Auch die zahlreichen Rückmeldungen von Studierenden, die in verschiedenen meiner Vorlesungen und Seminare mit diesem Stoff konfrontiert wurden, haben mir sehr geholfen. Namentlich erwähnen möchte ich Thilo Grosser, Preetha Kalambaden und Daniel Steffen, die das gesamte Manuskript durchgelesen und mir wertvolle Hinweise gegeben haben. Von Seiten des hep-Verlages erhielt ich wichtige Unterstützung vom Projektleiter Christian de Simoni sowie von David Burgherr, der für die Datenrecherche verantwortlich zeichnete.

INHALT

Vorwort	7
Einleitung	11

TEIL I

WAS WIR HEUTE ÜBER DIE GROSSE FINANZKRISE WISSEN	13
--	----

1	Der versteckte Bankensturm vom Sommer 2007	17
2	Das Lehman-Erdbeben und die Systemkrise vom Herbst 2008	31
3	Wie eine zweite große Depression vermieden werden konnte	39

TEIL II

WAS SEIT DER KRISE GESCHAH	47
----------------------------	----

4	Wirtschaftsentwicklung: Wie weit die Erholung gediehen ist	51
5	Finanzstabilität: Im Banne von «Too big to fail»	59
6	Geldpolitik: Ein Ozean an Liquidität	69
7	Staatsfinanzen: Ein Himalaya an Schulden	77
8	Euro: Ein lebensbedrohlicher Stresstest	85
9	Zinsen: Extreme Tiefzinsen als neue Normalität?	97

TEIL III

WO WIR HEUTE STEHEN	105
---------------------	-----

10	Wie stabil ist das Finanzsystem heute?	109
11	Gesamtwirtschaft: Ausnahmezustand oder wieder Normalität?	121
12	Der Euro bleibt ein Schönwetterkonstrukt	129

Schlusswort: Eine Krise auch der Ökonomie?	141
--	-----

ANHANG	145
--------	-----

Abbildungsverzeichnis	147
Glossar	149

EINLEITUNG

«12 der 13 wichtigsten amerikanischen Finanzinstitute waren ernsthaft bedroht, die nächste Woche nicht zu überleben.» Diese Aussage stammt nicht von einem zuspitzenden Journalisten oder einem dramatisierenden Sachbuchautor, sondern vom ehemaligen Chef der US-Notenbank Ben Bernanke. Es fällt schwer, sich einen weniger aufgeregten Menschen vorzustellen als diesen Wirtschaftswissenschaftler von Weltruf. Wenn ein solch kühler Analytiker der offiziellen Untersuchungskommission der amerikanischen Regierung zur Finanzkrise eine derartige Aussage zu Protokoll gibt, zeigt das die Dramatik der Ereignisse im Herbst 2008. Und Bernanke beließ es nicht dabei. Er bestand zudem darauf, dass seiner Einschätzung nach dieser finanzielle Crash schlimmer gewesen war als derjenige, der die Große Depression der 1930er-Jahre ausgelöst hatte. Als Ökonom kann man keinen dramatischeren Vergleich ziehen. Die Große Depression war die weitestreichende globale Wirtschaftskrise der letzten 100 Jahre. Nicht wenige sehen in den politischen Nachwirkungen dieser wirtschaftlichen Katastrophe einen wesentlichen Auslöser für den – 10 Jahre nach dem Beginn der Depression ausgebrochenen – Zweiten Weltkrieg.

Es ist also kaum übertrieben, die Große Finanzkrise als ein wirtschaftliches Jahrhundertereignis zu bezeichnen. Und es überrascht deshalb nicht, dass sie auch 10 Jahre nach ihrem Höhepunkt nach wie vor sehr präsent ist, wenn auch zum Glück anders als nach der Großen Depression der 1930er-Jahre. In den allermeisten Ländern ist es nämlich nicht zu einer wirtschaftlichen Katastrophe gekommen. Zwar löste das Erdbeben auf den Finanzmärkten teils ausgeprägte Rezessionen aus, aber diese waren meist deutlich kürzer und weniger tief als 80 Jahre zuvor. Und dennoch: die heutige wirtschaftliche Situation ist stark von den Nachwirkungen der Finanzkrise und vor allem den letztlich erfolgreichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Krisenbekämpfung gezeichnet. Vergleichen wir das mit der Situation in den Jahrzehnten vor 2008, leben wir in verschiedener Hinsicht nach wie vor in einem

wirtschaftlichen Ausnahmezustand. Den Hintergründen und Facetten dieser speziellen Situation nachzugehen ist das Ziel des vorliegenden Buches.

Das Buch hat drei Teile, die chronologisch geordnet sind.

TEIL I bildet die Grundlage und schildert die Essenz der dramatischen Ereignisse vor 10 Jahren. Auf Basis eines ganz einfachen Konzeptes werden die Hintergründe, der Verlauf und die letztlich erfolgreiche Bekämpfung der Großen Finanzkrise erläutert. Ziel ist es, dem eiligen Leser – ohne dass er dafür Vorwissen benötigen würde – auf möglichst knappem Raum verständlich zu machen, was geschah und vor allem welche Mechanismen für die Jahrhundertkrise verantwortlich waren.

TEIL II erläutert auf dieser Basis, welche Auswirkungen die Krise im Verlaufe der letzten 10 Jahre auf die makroökonomische Entwicklung gehabt hat. Wir beginnen mit den Effekten auf die Gesamtwirtschaft, betrachten dann das natürlich besonders betroffene Bankensystem und analysieren danach der Reihe nach die zum Teil sehr weitgehenden Veränderungen in der Geldpolitik, der Verschuldungssituation, der Eurozone und der Zinsentwicklung.

TEIL III betrachtet die heutige Situation und analysiert, wie gut wir in verschiedener Hinsicht auf zukünftige Entwicklungen vorbereitet sind. Wir starten mit einer Einschätzung, wieweit es gelungen ist, das globale Finanzsystem auf eine stabilere Grundlage zu stellen. Dann analysieren wir, ob in gesamtwirtschaftlicher Hinsicht und in Hinsicht auf die makroökonomische Wirtschaftspolitik (Geldpolitik und Staatsverschuldung) inzwischen Normalität eingekehrt ist. Und schließlich erläutern wir die Hintergründe der nach wie vor speziellen Situation in der Eurozone und analysieren, wie weit notwendige institutionelle Anpassungen inzwischen gediehen sind.

TEIL I

Was wir heute über die Große Finanzkrise wissen

- 1 Der versteckte Bankensturm vom Sommer 2007
- 2 Das Lehman-Erdbeben und die Systemkrise vom Herbst 2008
- 3 Wie eine zweite große Depression vermieden werden konnte



Bücher über die Finanzkrise füllen inzwischen halbe Bibliotheken. Deshalb ist es kaum sinnvoll, dieses Ereignis noch einmal in allen Details darzustellen. Ziel dieses ersten Teils ist es vielmehr, mit etwas zeitlichem Abstand die wirklich zentralen Mechanismen zu erläutern, die für das Verständnis der Krise und ihrer erfolgreichen Bekämpfung notwendig sind. Diese Erkenntnisse sind nicht nur aus wirtschaftshistorischer Sicht – für das Verständnis dieser einen Krise – relevant, sondern sie zeigen auch die Mechanismen auf, die letztlich hinter jeder derartigen krisenhaften Entwicklung stehen. Zudem bilden sie die notwendigen Grundlagen zur Beurteilung der längerfristigen Folgen der Krise, die den Fokus dieses Buches darstellen.

Wir beginnen in Kapitel 1 mit den Hintergründen und dem Ausbruch der Krise. Dabei betonen wir die oft zu wenig bekannte Tatsache, dass auch diese Bankenkrise letztlich durch einen Bankensturm ausgelöst wurde. Wie immer lag auch hier der Ursprung der Krise bei kurzfristigen Schulden von Finanzinstituten. In Kapitel 2 erläutern wir auf dieser Basis Schritt für Schritt die zentralen Elemente des verheerenden Flächenbrandes, der im September 2008 mit dem Kollaps der US-Investmentbank Lehman Brothers den globalen Finanzsektor erfasste. Kapitel 3 schließlich fasst die wichtigsten Bausteine der sehr weitgehenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Brandbekämpfung zusammen.

1 DER VERSTECKTE BANKENSTURM VOM SOMMER 2007

Der Kollaps der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 war das bei weitem bekannteste Ereignis der globalen Finanzkrise. Deutlich weniger bekannt ist, dass die Krise schon rund ein Jahr früher begann. Am 9. August 2007 ereignete sich ein massiver Bankensturm, wie es ihn seit der Großen Depression der 1930er-Jahre nicht mehr gegeben hatte. In der Öffentlichkeit blieb dieses Ereignis zunächst weitgehend unbemerkt, da nicht Kleinsparer ihre Banken stürmten. Vielmehr waren es große Unternehmen und Finanzinstitute, die den Banken das Vertrauen entzogen; und das spielte sich nicht vor den Bankschaltern ab, sondern auf den «unsichtbaren» elektronischen Finanzmärkten. Die Auswirkungen dieses Bankensturms waren aber ebenso verheerend. Mit massiven Interventionen der Notenbanken konnte die Situation noch für etwas mehr als ein Jahr unter Kontrolle gehalten werden, sie verschlimmerte sich aber zusehends, bis mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers die Finanzmarkturbulenzen endgültig zur wirtschaftlichen Jahrhundertkrise wurde. Will man die Krise wirklich begreifen, so muss man die Ursachen dieses Bankensturms und seine Auswirkungen verstehen.

EIN BANKENSTURM MADE IN HOLLYWOOD

Es ist eine eindrückliche Szene in dem berühmten Hollywoodfilm «It's a wonderful life». George Bailey, der von James Stewart gespielte Chef einer kleinen Bank, möchte gerade in die Flitterwochen au rechen, als er eine Menschenansammlung vor dem Gebäude seiner Bank sieht. Er eilt zum Bankschalter, wo ihm die Menge aufgeregt mitteilt, dass alle ihre Einlagen abheben wollen; Grund ist ein (unwahres) Gerücht, dass die Bank in Schwierigkeiten sei. Bailey hebt zu einer verzweifelten Rede

an, um zu erklären, dass mit der Bank alles in Ordnung sei, dass es aber dennoch unmöglich sei, alle Einleger auszuzahlen: «Das Geld ist nicht hier. Es ist in Joes Haus, in Mrs. Maclans Haus und in Hunderten von anderen Häusern angelegt.» Es gelingt ihm schließlich, die Einleger zu überzeugen, im Moment nur einen Teil des Geldes abzuheben, das er mit seinem gesamten Bargeld, das eigentlich für die Flitterwochen vorgesehen war, auszahlt; damit rettet er seine Bank vor dem Untergang.

Die Szene ist vor allem auch deshalb so eindrücklich, weil George Baileys Bank weit davon entfernt ist, wegen unseriösen Geschäftsbarens überschuldet zu sein, das heißt, vor dem Konkurs zu stehen. Konkurs ist ein Unternehmen dann, wenn die Verluste so groß sind, dass es mehr Schulden hat als Dinge, die ihm gehören. Eine solche Insolvenz kann jedem Unternehmen und natürlich auch Finanzinstituten passieren, und wir werden sehen, dass Bankenkonkurse im Verlaufe der Finanzkrise eine wichtige Rolle spielten. Auch solvente Banken sind aber immer einem zusätzlichen, existenzbedrohenden Risiko ausgesetzt, das bei anderen Unternehmen keine vergleichbare Rolle spielt, dem Risiko nämlich, in unglaublichem Tempo Liquidität zu verlieren, weil alle Kunden plötzlich ihr Geld zurückhaben wollen. Derartige sogenannte Bankenstürme sind es, die Krisen im Finanzsektor so bedrohlich machen. So gut wie jede Finanzkrise hat ihren Ursprung in Bankenstürmen.

WIE ENTSTEHT EIN BANKENSTURM?

Für das Verständnis aller wichtigen Mechanismen der Finanzkrise ist es hilfreich, wenn man sich eines einfachen Konzepts bedient, nämlich der stilisierten Bilanz einer Bank. Eine Bilanz stellt dar, was einem Unternehmen gehört und wie es finanziert ist. In [Abbildung 1](#) sehen wir die Darstellung der Bilanz einer ganz einfachen Geschäftsbank, die ausschließlich im Kreditgeschäft tätig ist. Auf der linken Seite des T-Diagramms steht, was der Bank gehört (Verwendung der Mittel), und auf der rechten Seite, wie es finanziert ist (Herkunft der Mittel). Da alles, was die Bank besitzt, finanziert sein muss, steht auf beiden Seiten der Bilanz die gleiche Summe (beide Seiten sind gleich lang).

BILANZ EINER TRADITIONELLEN GESCHÄFTSBANK

Abb. 1



Eine traditionelle Geschäftsbank finanziert sich zur Hauptsache mit den Mitteln, die wir auf unseren Bankkonten haben. Diese Kundeneinlagen bilden deshalb den Löwenanteil der Mittelherkunft auf der rechten Seite (in der Abbildung gelb). Der relativ kleine Rest der Finanzierung stammt aus Mitteln, die den Besitzern der Bank gehören, genannt Eigenkapital (in der Abbildung rot). Würde die Bank die gesamten Mittel in bar halten, so stünde auf der linken Seite der Bilanz (Verwendung der Mittel) nur Geld. Dann wäre es aber keine Bank, sondern ein besserer Safe. Zu einer Geschäftsbank wird das Unternehmen dadurch, dass es Einlagen als Basis für die Kreditvergabe (in der Abbildung blau) verwendet; im Falle von George Baileys Bank sind das etwa Hypothekarkredite an Hausbesitzer. Die Bank verdient bei diesem Geschäft, weil sie Einlegern einen tieferen Zins bezahlt, als sie von den Kreditnehmern erhält. Entscheidend ist jetzt, dass wir Einleger unser Geld jederzeit zurückfordern, die Kredite (die z. B. für den Kauf eines Hauses oder einer Maschine verwendet wurden) aber nicht

jederzeit sofort zu Geld gemacht werden können. Diese ungleichen Fristen auf den beiden Seiten der Bilanz sind deshalb möglich, weil in der Regel an einem typischen Tag nur ein kleiner Teil des eingelegten Geldes abgehoben wird. Deshalb genügt es, wenn die Bank nur einen kleinen Teil der Mittel als Bargeld hält (in der Abbildung grün).

An dieser Darstellung sehen wir die Quelle von Bankenstürmen – und damit George Baileys Problem – recht eindeutig: Die gelbe Fläche der Einlagen ist wesentlich grösser als die grüne Fläche des Bargelds; wenn alle Einleger ihr Geld gleichzeitig zurückwollen, ist nicht genügend Bargeld da, um sie auszuzahlen. Abbildung 2 zeigt schematisch die Effekte eines Bankensturms; schon wenn ein relativ kleiner Teil der Einleger ihr Geld zurückfordern, verliert die Bank alles Bargeld und wird damit illiquide:

Abb. 2

EFFEKTE EINES «TRADITIONELLEN» BANKENSTURMS

