

ADAM TOOZE

# Crashed

Wie zehn Jahre  
Finanzkrise die Welt  
verändert haben



Siedler

## Leseprobe

Adam Tooze

### Crashed

Wie zehn Jahre Finanzkrise  
die Welt verändert haben

---

»Muss man zehn Jahre nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers noch ein Buch über die Finanzkrise lesen? Man muss, wenn es dieses Buch ist.« *DIE ZEIT*

Bestellen Sie mit einem Klick für 38,00 €



---

Seiten: 800

Erscheinungstermin: 10. September 2018

Mehr Informationen zum Buch gibt es auf

[www.penguinrandomhouse.de](http://www.penguinrandomhouse.de)

# Inhalte

- Buch lesen
- Mehr zum Autor

## Zum Buch

---

### **Der Finanzcrash und seine dramatischen Folgen**

Als die US-Großbank Lehman Brothers im September 2008 zusammenbrach, war dies der Tiefpunkt der Banken- und Finanzkrise. Und obwohl der totale Kollaps der Weltwirtschaft damals verhindert wurde, ist die Finanzkrise noch lange nicht Geschichte, wie der britische Historiker Adam Tooze zeigt. Er schildert, wie es zu dieser Krise der Finanzmärkte kam und welche dramatischen Folgen sie bis heute hat. Denn nicht nur ist durch die Finanzkrise die Stabilität Europas ins Wanken geraten, sie hat auch das Vertrauen in die Kraft der globalen Wirtschaftsordnung erschüttert – und so zum Aufstieg der Populisten beigetragen.



### **Autor**

## **Adam Tooze**

---

Adam Tooze, geboren 1967, ist Professor für Zeitgeschichte und Direktor des European Institute an der Columbia University in New York. Nach einem Studium der Volkswirtschaftslehre in Cambridge und an der Freien Universität Berlin sowie einer Promotion in Wirtschaftsgeschichte an der London School of Economics lehrte Tooze viele Jahre in Cambridge und Yale. Er ist Autor zahlreicher Studien zur (Wirtschafts-)Geschichte, seine Arbeiten sind vielfach preisgekrönt. Bei Siedler erschien von ihm „Die Ökonomie der Zerstörung“ (2007) sowie zuletzt "Sintflut" (2015).

Adam Tooze

Crashed

Wie zehn Jahre Finanzkrise die Welt verändert haben

Adam Tooze

# Crashed



Wie zehn Jahre Finanzkrise  
die Welt verändert haben

Aus dem Englischen von  
Norbert Juraschitz, Karsten Petersen  
und Thorsten Schmidt

Siedler

*Für Dana*

# Inhalt

Einleitung

Die erste Krise eines globalen Zeitalters 9

Teil I

**Ein Sturm zieht auf** 35

**Kapitel 1:** Die »falsche Krise« 37

**Kapitel 2:** Subprime 56

**Kapitel 3:** Transatlantische Finanzgeschäfte 90

**Kapitel 4:** Eurozone 111

**Kapitel 5:** Eine multipolare Weltordnung 141

Teil II

**Die globale Krise** 167

**Kapitel 6:** »Die schlimmste Finanzkrise aller Zeiten« 169

**Kapitel 7:** Bailouts 196

**Kapitel 8:** »The Big Thing«: Globale Liquidität 239

**Kapitel 9:** Europas vergessene Krise: Osteuropa 259

**Kapitel 10:** Der Wind aus dem Osten: China 280

**Kapitel 11:** G20 298

**Kapitel 12:** Stimulus 322

**Kapitel 13:** Finanzmarktregulierung 340

Teil III

**Eurozone** 373

**Kapitel 14:** Griechenland 2010: So tun als ob 375

**Kapitel 15:** Ein Zeitalter der Schulden 404

**Kapitel 16:** G-Null-Welt 433

Kapitel 17: Doom Loop 460  
Kapitel 18: »Whatever it takes« 490

Teil IV

**Nachbeben** 519

Kapitel 19: American Gothic 521  
Kapitel 20: Taper Tantrum 546  
Kapitel 21: »F\*\*\* the EU«: Die Ukraine-Krise 562  
Kapitel 22: #THISISACOUP 591  
Kapitel 23: Die Projekte der Angst 624  
Kapitel 24: Trump 651  
Kapitel 25: Ein Blick in die Zukunft 692

Dank 711

Anmerkungen 715

Register 796

## Einleitung

# Die erste Krise eines globalen Zeitalters

### **Dienstag, der 16. September 2008, war der »Tag nach Lehman«.**

Es war der Tag, an dem die globalen Geldmärkte einfroren. Im geldpolitischen Ausschuss der Federal Reserve, der amerikanischen Zentralbank, in Washington, D.C., begann der 16. September mit Notfallplänen, um Hunderte Milliarden Dollar in die Zentralbanken Europas und Asiens zu spülen. An der Wall Street schauten alle auf AIG, die American International Group. Überlebte der globale Versicherungsgigant diesen Tag, oder folgte er der Investmentbank Lehman Brothers in den Abgrund? Die Schockwelle zog immer größere Kreise. Binnen weniger Wochen sollten die Fabrikhallen und Werften, die Finanzmärkte und Warenbörsen auf der ganzen Welt ihre Auswirkungen zu spüren bekommen. Unterdessen wurde am 16. September 2008 im Zentrum von Manhattan die 63. Sitzungsperiode der UNO-Vollversammlung eröffnet.

Das Gebäude der Vereinten Nationen an der East 42nd Street ist nicht der Mittelpunkt der Finanzmacht in New York. Und die Redner auf der Plenarsitzung, die am Morgen des 23. September begann, gingen auch nicht auf die näheren Details der Bankenkrise ein. Allerdings bestanden sie darauf, über deren größere Bedeutung zu diskutieren. Als erster Regierungschef sprach Präsident Lula da Silva aus Brasilien, der die Selbstüchtigkeit und das Spekulationschaos scharf kritisierte, welche die Krise ausgelöst hatten.<sup>1</sup> Der Gegensatz zu Präsident George W. Bush, der nach ihm ans Rednerpult trat, war bestürzend. Bush erweckte weniger den Eindruck eines am Ende seiner Regierungsperiode eher machtlosen Politikers, einer »lahmen Ente«, als den eines Mannes, der jeden Bezug zur Realität verloren hatte und dem die gescheiterte Agenda seiner achtjährigen Amtszeit keine Ruhe ließ.<sup>2</sup> Die erste Hälfte seiner Rede drehte sich geradezu zwanghaft um das Schreckgespenst des glo-



balen Terrorismus. Dann tröstete er sich mit dem Lieblingsthema der Neokonservativen, dem Fortschritt der Demokratie, dessen Höhepunkt er in den »bunten Revolutionen« in der Ukraine und Georgien gekommen sah. Doch das war anno 2003/04 gewesen. Der verheerenden Finanzkrise, die einen Fußmarsch entfernt an der Wall Street grassierte, widmete der Präsident lediglich zwei kurze Absätze am Ende seiner Rede. Die »Turbulenz«, ließ Bush verlauten, war eine amerikanische Herausforderung, die allein von der amerikanischen Regierung gemeistert werden musste, sie war keine Angelegenheit für multilaterales Handeln.

Andere konnten dem nicht zustimmen. Gloria Macapagal-Arroyo, die Präsidentin der Philippinen, sprach davon, dass Amerikas Finanzkrise einen »furchtbaren Tsunami« der Unsicherheit ausgelöst habe. Er breite sich auf dem ganzen Erdball aus, »nicht nur hier in Manhattan«. Seit den ersten Schockwellen auf den Finanzmärkten im Jahr 2007 habe sich die Welt mehrfach eingeredet, dass »das Schlimmste vorbei sei«. Doch »das Licht am Ende des Tunnels« habe sich immer wieder »als heranrasender Zug entpuppt, der dem globalen Finanzsystem einen neuen Stoß versetzte«. <sup>3</sup> Welche Anstrengungen die Vereinigten Staaten auch zur Stabilisierung unternommen haben mochten, sie zeigten keine Wirkung.

Ein Redner nach dem anderen verknüpfte die Krise mit der Frage der globalen Führung und letztlich mit der Stellung Amerikas als dominante Weltmacht. Cristina Fernández de Kirchner aus Argentinien sprach im Namen eines Landes, das unlängst selbst eine verheerende Finanzkrise durchgemacht hatte, und machte keinen Hehl aus ihrer Schadenfreude. Auf jeden Fall konnte man für diese Krise nicht die Randstaaten der Weltwirtschaft verantwortlich machen. Die Krise ging von der »ersten Volkswirtschaft der Welt« aus. Jahrzehntlang habe sich Lateinamerika anhören müssen, dass »der Markt alles regeln« werde. Nunmehr versage die Wall Street, und Präsident Bush verspreche prompt, das amerikanische Finanzministerium werde zu Hilfe eilen. Aber waren die Vereinigten Staaten überhaupt in der Lage zu reagieren? »Die derzeitige Intervention«, führte de Kirchner aus, sei nicht nur »die größte seit Menschengedenken«, sie werde zudem »von einem Staat mit einem unvorstellbaren Handels- und Haushaltsdefizit durchgeführt.« <sup>4</sup> Wenn es dabei bleiben sollte, dann sei der »Washingtoner Konsens« einer Haushalts- und Währungsdisziplin, dem ein so großer Teil der Schwellenländer unterworfen war, eindeutig erledigt. »Das ist eine historische

Chance, das Verhalten und die Politik zu überdenken.« Nicht nur von lateinamerikanischer Seite wurden Ressentiments zur Schau gestellt. Die Europäer stießen ins gleiche Horn. »Die Welt ist keine unipolare Welt mit einer Supermacht mehr, und sie ist auch keine bipolare Welt mit dem Osten und dem Westen. Inzwischen ist sie eine multipolare Welt«, tönte Nicolas Sarkozy, der sowohl als französischer Präsident wie auch als EU-Ratspräsident sprach.<sup>5</sup> »Die Welt des 21. Jahrhunderts« könne nicht »mit den Einrichtungen des 20. Jahrhunderts regiert« werden. Der Sicherheitsrat und die G8 müssten erweitert werden. Die Welt brauche eine neue Struktur, eine G13 oder G14.<sup>6</sup>

Es war nicht das erste Mal, dass die Frage der globalen Führung und der Rolle Amerikas im neuen Jahrtausend vor den Vereinten Nationen zur Sprache gebracht wurde. Als sich der französische Präsident vor den Vereinten Nationen gegen ein unilaterales amerikanisches Vorgehen aussprach, konnte niemand den Nachhall von 2003 der Auseinandersetzung über den desaströsen Irakkrieg überhören. Das war ein Moment, der Europa und Amerika, Regierungen und Bürger tief gespalten hatte.<sup>7</sup> Der Irakkrieg hatte eine alarmierende Kluft in der politischen Kultur zwischen den beiden Kontinenten aufgedeckt. Aufgeklärte Bürger rund um die Welt taten sich schwer, mit Bush und seinen Helfershelfern vom rechten Flügel der Republikaner zurechtzukommen.<sup>8</sup> Bei all ihrem Gerede vom Voranschreiten der Demokratie war nicht einmal sicher, dass die Republikaner die Wahl, mit der sie im Jahr 2000 an die Macht gekommen waren, wirklich gewonnen hatten. Gemeinsam mit Tony Blair hatten sie die Welt über Massenvernichtungswaffen in die Irre geführt. Mit ihren unverfrorenen Appellen an göttliche Eingebung und mit dem kreuzfahrerischen Eifer bewiesen sie überdeutlich ihre Missachtung für das Konzept der Moderne, in das sich die EU und die UNO gerne hüllten: aufgeklärt, transparent, liberal, kosmopolitisch. Selbstverständlich war das wiederum deren Version der Schönfärberei, deren eigene Symbolpolitik. Aber Symbole sind wichtig. Sie sind wesentliche Zutaten für die Sinnstiftung und die Konstruktion von Hegemonie.

Im Jahr 2008 hatte die Regierung Bush diese Schlacht verloren. Und mit der Finanzkrise war das Bild des Fiaskos komplett. Es war ein ernüchterndes historisches Fazit. Innerhalb von nur fünf Jahren hatten sowohl die außen- als auch die wirtschaftspolitische Elite der Vereinigten Staaten, des mächtigsten Staats der Welt, ein demütigendes Scheitern erlebt. Als wollte die amerikanische Demokratie dem Prozess der

Delegitimierung die Krone aufsetzen, machte sie sich im August 2008 auch noch selbst zum Gespött. Als der Welt eine Finanzkrise von globalen Ausmaßen drohte, wählten die Republikaner zur Vizepräsidentschaftskandidatin für John McCain die absolut unqualifizierte Gouverneurin von Alaska Sarah Palin, die sich mit ihrer kindlichen Sichtweise der internationalen Politik selbst zur Witzfigur machte. Und das Schlimmste an der Sache war, dass ein großer Teil der amerikanischen Wählerschaft den Witz gar nicht verstand. Sie liebten Palin.<sup>9</sup> Nachdem jahrelang die Rede davon war, arabische Diktatoren zu stürzen, fragte sich die globale Öffentlichkeit allmählich, wessen Regime sich eigentlich veränderte. Als Bush Junior von der politischen Bühne abtrat, brach die Weltordnung, die ihm von seinem Vater vermacht worden war, rings um ihn zusammen.

Wenige Wochen vor der Eröffnung der Vollversammlung in New York hatte die Welt an zwei Beispielen vorgeführt bekommen, wie real die Multipolarität tatsächlich war. Auf der einen Seite ließ Chinas beeindruckende Inszenierung der Olympischen Spiele alles verblassen, was jemals im Westen geboten worden war, allen voran die jämmerlichen Spiele von Atlanta 1996, die ein Rohrbombenanschlag eines rechten Fanatikers unterbrochen hatte.<sup>10</sup> Wenn Brot und Spiele die Basis einer breiten Legitimierung beim Volk sind, so zog das chinesische Regime, von der Welle der boomenden Wirtschaft getragen, eine beeindruckende Show ab. Während in Beijing das Feuerwerk abbrannte, hatte das russische Militär Georgien, einem winzigen Anwärter auf die Mitgliedschaft in der NATO, eine drastische Lektion erteilt.<sup>11</sup> Sarkozy war direkt von Waffenstillstandsgesprächen an der Ostgrenze Europas nach New York gekommen. Das sollte der erste einer Reihe mehr oder weniger offener Zusammenstöße zwischen Russland und dem Westen werden, die in der gewaltsamen Zerstückelung der Ukraine, eines weiteren NATO-Kandidaten, und in fieberhaften Spekulationen bezüglich der Beeinflussung der amerikanischen Präsidentschaftswahl von 2016 durch Russland kulminierten.

Die Finanzkrise von 2008 schien ein weiteres Zeichen für die schwindende Vorherrschaft Amerikas zu sein. Und diese Sichtweise wird nur allzu leicht bestätigt, wenn wir mit dem Abstand eines Jahrzehnts auf die Krise zurückblicken, nach der Wahl Donald Trumps, des Erben von Palin, zum US-Präsidenten. Heutzutage fällt es schwer, die Reden von 2008 und ihre Kritik am amerikanischen Unilateralismus zu lesen, ohne dass einem die kämpferische Antrittsrede Trumps vom 20. Januar

2017 in den Ohren klingt. An jenem bewölkten Freitag beschwor der 45. Präsident auf den Stufen des Kapitols das Bild eines Amerikas in der Krise herauf. In den Städten herrsche ein Chaos, das internationale Ansehen sei im Sinken. Dieses »Gemetzel«, erklärte er, müsse beendet werden. Wie? Trump schmetterte seine Antwort: Er und seine Anhänger würden noch am selben Tag ein Dekret verabschieden, »das man an jedem Ort, in jeder fremden Hauptstadt und in jedem Machtzentrum hören soll. Vom heutigen Tag an wird eine neue Vision unser Land regieren. Vom heutigen Tag an wird es nur noch heißen: Amerika zuerst, Amerika zuerst.«<sup>12</sup> Wenn Amerika wirklich in einer tiefen Krise steckte, wenn es nicht länger an erster Stelle stand, wenn man es erst »wieder groß« machen musste – Wahrheiten, die für Trump selbstverständlich waren –, dann würde es zumindest per »Dekret« seine eigenen Bedingungen für den Umgang mit der Welt festlegen. So lautete die Antwort des rechten Flügels in der amerikanischen Politik auf die Herausforderungen des 21. Jahrhunderts.

Die Ereignisse von 2003, 2008 und 2017 sind allesamt zweifellos prägende Momente der jüngsten Weltgeschichte. Aber in welchem Verhältnis stehen sie zueinander? Welcher Zusammenhang besteht zwischen der Wirtschaftskrise von 2008, der geopolitischen Katastrophe von 2003 und der politischen Krise Amerikas nach der Wahl vom November 2016? Welche historische Bahn stecken diese drei Punkte ab? Welche Bedeutung haben sie für Europa, für Asien? In welchem Verhältnis steht diese amerikanische Entwicklung zu der kleineren, aber nicht weniger erschütternden Entwicklung, die Großbritannien vom Irakkrieg bis zur Krise der Londoner City und dem Brexit im Jahr 2016 nahm?

These des vorliegenden Buchs ist, dass die Redner auf der UN-Vollversammlung im September 2008 recht hatten. Die Finanzkrise und die ökonomischen, politischen und geopolitischen Reaktionen darauf sind unerlässlich für das Verständnis der heutigen Welt. Um ihre volle Bedeutung zu erfassen, sind jedoch zwei Dinge erforderlich. Die Bankenkrise muss in einen größeren politischen und geopolitischen Kontext eingeordnet werden. Und gleichzeitig müssen wir den Ablauf der Krise von innen her entschlüsseln. Wir müssen das tun, wozu die UN-Vollversammlung im September 2008 nicht imstande war. Wir müssen uns mit der Ökonomie des Finanzsystems auseinandersetzen. Das ist zwangsläufig eine technische und hier und da vielleicht kaltherzige Angelegenheit. Einem Großteil der Quellen, mit denen sich dieses Buch befasst, haftet eine beklemmende Distanziertheit an. Dieser Ansatz ist

bewusst gewählt. Der Versuch, die Denkweise von Davos zu rekonstruieren, ist keineswegs der einzige Weg, um zu verstehen, wie die Gebieter über Macht und Geld im Lauf der Krise vorgingen. Man kann auch versuchen, ihre Logik aus den Stiefelabdrücken zu rekonstruieren, die sie bei den Betroffenen hinterließen, oder der konformistischen und widersprüchlichen marktorientierten Kultur nachzuspüren, die sie prägten.<sup>13</sup> Aber die notwendige Ergänzung zu diesen eher griffigen Wiedergaben ist die hier vorgelegte Form der Darstellung, die von innen aufzuzeigen versucht, wie der Kreislauf von Macht und Geld funktionierte – oder auch nicht. Und es lohnt sich, diese spezielle Black Box zu öffnen, denn die schlichte Vorstellung – jene Vorstellung, die anno 2008 vorherrschte –, dass es sich im Wesentlichen um eine amerikanische oder auch angelsächsische Krise handelte und sie insofern ein Schlüsselmoment beim Niedergang der unipolaren Macht Amerikas war, ist, wie dieses Buch zeigen wird, in Wirklichkeit absolut irreführend.

Das eifrig von allen Seiten – von Amerikanern ebenso wie von Kommentatoren auf der ganzen Welt – aufgegriffene Konzept einer »rein amerikanischen Krise« verschleiert die Realität der tief greifenden Verknüpfung.<sup>14</sup> Und damit lenkt es auch die Kritik und berechtigte Wut in eine falsche Richtung. In Wirklichkeit handelte es sich nicht um eine rein amerikanische, sondern um eine globale Krise, und vor allem war sie ihrem Ursprung nach nordatlantisch. Auf eine umstrittene und problematische Weise hatte sie zudem den Effekt, die weltweite Finanzwirtschaft erneut auf die Vereinigten Staaten auszurichten, weil sie der einzige Staat waren, der imstande war, auf die Herausforderung der Krise angemessen zu reagieren.<sup>15</sup> Diese Fähigkeit ist teils strukturell bedingt: Die Vereinigten Staaten sind das einzige Land, das Dollars erzeugen kann. Aber es ist auch eine Frage der Handlungsweise, der politischen Entscheidungen: positiv im Fall Amerikas, katastrophal negativ im Fall Europas. Den Grad dieser gegenseitigen Abhängigkeit und letztlich die Abhängigkeit des globalen Finanzsystems vom Dollar zu bestimmen ist nicht nur eine Frage von historischer Bedeutung. Es wirft ein neues Licht auf die gefährliche Situation, die dadurch geschaffen wurde, dass sich die Regierung Trump für unabhängig von einer miteinander verknüpften und multipolaren Welt erklärte.

## I

**Die Versuchung war groß, die Krise von 2008 als eine im Grunde amerikanische Episode zu betrachten.** Immerhin hatte sie dort angefangen. Außerdem gefiel Menschen auf der ganzen Welt die Vorstellung, dass die Hypermacht endlich die wohlverdiente Strafe bekam. Die Tatsache, dass gleichzeitig auch die Londoner City implodierte, verstärkte nur noch die Süße des Augenblicks. Für die Europäer war es bequem, die Verantwortung über den Ärmelkanal und weiter über den Atlantik von sich zu schieben. In Wirklichkeit war es ein voreilig geschriebenes Drehbuch. Wie im ersten Abschnitt dieses Buchs gezeigt wird, hatten Ökonomen inner- und außerhalb Amerikas, die Bushs Präsidentschaft kritisch gegenüberstanden, darunter etliche führende Makroökonomien, schon im vorab ein Drehbuch für die Katastrophe verfasst. Im Mittelpunkt standen Amerikas »twin deficits« – das Haushaltsdefizit und das Handelsdefizit – und die sich daraus ergebende Abhängigkeit von ausländischen Geldgebern. Die von der Bush-Administration angehäuften Schulden waren die Zeitbombe, von der man erwartete, dass sie früher oder später losgehen würde. Und die Vorstellung, die Krise von 2008 sei eine spezifisch angloamerikanische gewesen, wurde 18 Monate später indirekt bestätigt, als Europa seine eigene Krise erlebte, die scheinbar einem völlig anderen Skript folgte und sich in erster Linie um die Politik und die Verfassung der Eurozone drehte. Somit schien sich die historische Darstellung fein säuberlich in zwei Teile aufzuspalten: eine europäische Krise im Anschluss an eine amerikanische Krise, jeweils mit eigener ökonomischer und politischer Logik.

Wer die Bedeutung der Krise von 2008 zuerst in Amerika und in den Folgen für dessen Volkswirtschaft sieht, der, so die These dieses Buchs, versteht ihre wirtschaftliche und historische Bedeutung jedoch grundlegend falsch und unterschätzt sie. Der Ausgangspunkt war zweifelsohne der amerikanische Immobilienmarkt. Millionen amerikanischer Haushalte waren unter denen, die es als Erste und am härtesten traf. Aber diese Katastrophe war nicht die Krise, die schon vor 2008 viele erwartet hatten, nämlich eine Krise der amerikanischen staatlichen und öffentlichen Finanzen. Die Gefahr einer chinesisch-amerikanischen Kernschmelze, die so viele fürchteten, wurde eingedämmt. Stattdessen sollte eine vom herkömmlichen amerikanischen Immobilienmarkt ausgelöste Finanzkrise weltweite Auswirkungen haben. Sie erschütterte die

Finanzsysteme der fortschrittlichsten Volkswirtschaften auf der Welt: die Londoner City, Ostasien, Osteuropa und Russland. Und sie wirkte noch lange nach. Entgegen der auf beiden Seiten des Atlantiks verbreiteten Version ist die Krise der Eurozone kein separates und eigenes Ereignis, sondern eine direkte Folge des Schocks von 2008. Die Neudefinition der Krise in Europa als interne Krise der Eurozone, mit den öffentlichen Schulden im Zentrum, war an sich bereits ein politischer Akt. In den Jahren nach 2010 sollte dies der Gegenstand einer Art transatlantischen Kulturkampfes in der Wirtschaftspolitik werden – ein Minenfeld, in dem jede Geschichte dieser Epoche sorgsam navigieren muss.

Die erste Aufgabe dieses Buchs ist es, dieses Missverständnis offenzulegen, indem die globale Finanzkrise ausgehend von ihrer zentralen Achse im Nordatlantik skizziert und die Kontinuität zwischen 2008 und 2012 aufgezeigt wird. Die zweite besteht darin zu erklären, wie Staaten auf die Sturmflut reagierten beziehungsweise nicht reagierten. Die Krise wirkte sich nicht überall gleich stark aus, hatte jedoch eine globale Reichweite, und mit der Heftigkeit ihrer wirtschaftspolitischen Reaktionen bestätigten die Schwellenländer auf geradezu spektakuläre Weise die Realität der multipolaren Welt. Die Krisen der 1990er-Jahre in den Schwellenländern – Mexiko (1995); Korea, Thailand, Indonesien (1997); Russland (1998) und Argentinien (2001) – hatten gezeigt, wie leicht die staatliche Souveränität abhandenkommen kann. Diese Lektion hatte man gelernt. Nach einem Jahrzehnt gezielter »Selbststärkung« war im Jahr 2008 kein einziges Opfer der Asienkrise der 1990er-Jahre gezwungen, sich an den Internationalen Währungsfonds zu wenden. Chinas Reaktion auf die Finanzkrise, die das Land aus dem Westen importierte, war von welthistorischem Ausmaß und beschleunigte dramatisch die Verschiebung des Gleichgewichts globaler wirtschaftlicher Aktivität nach Ostasien.

Man könnte zu der Schlussfolgerung gelangen, die Krise der Globalisierung habe die unverzichtbare Rolle des Nationalstaats und das Aufkommen einer neuen Form des Staatskapitalismus bestätigt. Eben dieses Argument sollte in den folgenden Jahren, als die Gegenreaktion der Politik einsetzte, immer mehr an Bedeutung gewinnen.<sup>16</sup> Aber wenn man nicht die Peripherie, sondern den Kern der Krise von 2008 genau betrachtet, wird deutlich, dass diese Diagnose bestenfalls die halbe Wahrheit ist. Unter den Schwellenländern zählten Russland und Südkorea zu den beiden, die von der Krise am schwersten getroffen wurden.

Was sie abgesehen von den boomenden Exporten miteinander gemein hatten, war die tiefe finanzielle Verflechtung mit Europa und den Vereinigten Staaten. Das sollte sich als der Schlüssel erweisen. Sie erlebten nicht einfach nur einen Kollaps der Exporte, sondern einen schlagartigen Einbruch bei der Finanzierung ihres Banksektors, einen sogenannten »sudden stop«.<sup>17</sup> Als Folge machten Länder mit Handelsüberschüssen und großen Währungsreserven – dem Vernehmen nach die unverzichtbaren Garanten für die nationale wirtschaftliche Eigenständigkeit – eine akute Währungskrise durch. In weit größerem Ausmaß passierte genau das auch zwischen Europa und den Vereinigten Staaten. Unterhalb des Radars und in der Öffentlichkeit kaum diskutiert, wurde die Stabilität der nordatlantischen Wirtschaft im Herbst 2008 durch eine gigantische Deckungslücke bei der Dollarfinanzierung der überdimensionierten Banken Europas gefährdet. Und in diesem Fall hieß eine Deckungslücke nicht zehn oder gar hundert Milliarden, sondern Billionen Dollar. Es war das Gegenteil der Krise, die vorhergesagt worden war. Keine Dollarschwemme, sondern ein akuter Mangel an Dollarkrediten. Der Dollarkurs fiel nicht, er stieg.

Will man die Dynamik dieses unvorhergesehenen Sturms verstehen, so muss man über den vertrauten Erkenntnisrahmen der Makroökonomik hinausblicken, den wir aus der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts geerbt haben. Die im Zuge des Ersten und Zweiten Weltkriegs entstandene makroökonomische Sichtweise der Weltwirtschaft fußt auf Nationalstaaten, nationalen Produktionssystemen und den von ihnen geschaffenen Handelsungleichgewichten.<sup>18</sup> Diese Sichtweise der Wirtschaft wird für immer mit John Maynard Keynes identifiziert werden. Wie zu erwarten, rief der Beginn der Krise von 2008 Erinnerungen an die 1930er-Jahre hervor und ließ manche eine Rückkehr des »Meisters« fordern.<sup>19</sup> Und die keynesianische Wirtschaftslehre ist in der Tat unverzichtbar, um die Dynamik des einbrechenden Konsums und der Investitionen, den Anstieg der Arbeitslosigkeit und die Optionen für die Währungs- und Finanzpolitik nach 2009 zu verstehen.<sup>20</sup> Wenn es um die Analyse des Beginns der Finanzkrise in einem Zeitalter der tief greifenden Globalisierung geht, stößt der Ansatz allerdings an seine Grenzen. In Diskussionen über den internationalen Handel wird mittlerweile allgemein akzeptiert, dass nicht mehr die nationalen Volkswirtschaften den Ausschlag geben. Nicht die Beziehungen zwischen nationalen Volkswirtschaften treiben den globalen Handel an, sondern die Beziehungen zwischen multinationalen Konzernen, die weit gespannte



»Wertschöpfungsketten« koordinieren.<sup>21</sup> Das gilt auch für das globale Geldgeschäft. Um die Spannungen innerhalb des globalen Finanzsystems, das im Jahr 2008 zusammenbrach, zu verstehen, müssen wir über die keynesianische Wirtschaftslehre und ihren bekannten Apparat der nationalen Wirtschaftsstatistik hinausgehen. Wie Hyun Song Shin, der Chefökonom an der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und einer der fähigsten Denker der neuen Wissenschaft der »Makrofinanz«, einmal sagte, dürfen wir die Weltwirtschaft nicht nach dem Vorbild eines »Inselmodells« der internationalen wirtschaftlichen Interaktionen – von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft – analysieren, sondern müssen dies mithilfe der »ineinandergreifenden Matrix« der Konzernbilanzen tun – von Bank zu Bank.<sup>22</sup> Wie sowohl die globale Finanzkrise von 2007 bis 2009 als auch die Krise in der Eurozone nach 2010 zeigen sollten, sind Haushaltsdefizite und aktuelle Leistungsbilanzungleichgewichte schlechte Indikatoren für die Macht und Geschwindigkeit, mit der heutige Finanzkrisen zuschlagen können.<sup>23</sup> Um das zu begreifen, müssen wir unser Augenmerk auf die verblüffenden Anpassungen richten, die innerhalb dieser Matrix stattfinden können. Bei allem Druck, den klassische »makroökonomische Ungleichgewichte« – im Haushalt und Handel – auszuüben imstande sind, ein heutiger globaler Bank Run bewegt weit mehr Geld, und das viel abrupter.<sup>24</sup>

Was die Europäer, die Amerikaner, die Russen und die Südkoreaner 2008 und die Europäer nach 2010 dann noch einmal erlebten, war eine Implosion des Kreditverkehrs zwischen Banken, des Interbanken-Kreditmarkts. Solange der eigene Finanzsektor relativ bescheiden dimensioniert war, konnten große nationale Währungsreserven einem Land über den Berg helfen. Das rettete Russland. Aber Südkorea hatte zu kämpfen, und in Europa gab es nicht nur keine Reserven, sondern die Größe der Banken und ihres in Dollar ausgeschriebenen Geschäfts machte jeden Versuch einer Selbststabilisierung aus eigener Kraft undenkbar. Keine einzige führende Zentralbank hatte das Risiko im Vorfeld richtig eingeschätzt. Sie sahen nicht voraus, wie die globalisierte Finanzwelt mit dem amerikanischen Hypothekenboom zusammenhängen könnte. Die Federal Reserve und das US-Finanzministerium schätzten das Ausmaß der Nebenwirkungen, welche die Insolvenz von Lehman am 15. September auslösen sollte, falsch ein. Nie zuvor, nicht einmal in den 1930er-Jahren, hatte ein so umfangreiches und miteinander verflochtenes System so kurz vor dem völligen Zusammenbruch gestanden. Aber sobald das Ausmaß der Gefahr ersichtlich war, drückten die US-Behör-

den aufs Tempo. Wie wir in Teil II sehen werden, retteten die Europäer und Amerikaner nicht nur ihre angeschlagenen Banken auf nationaler Ebene. Die US-Notenbank führte eine wahrhaft spektakuläre Neuerung ein. In letzter Minute übernahm sie die Rolle des Liquiditätsbeschaffers für das globale Bankensystem. Sie lieferte allen Bittstellern in New York Dollars, gleich, ob es eine amerikanische Bank war oder nicht. Außerdem gestattete die Fed einer handverlesenen Gruppe wichtiger Zentralbanken, über sogenannte Swap-Linien, also Devisen-Tauschgeschäfte, bei Bedarf Dollarkredite auszugeben. In einem gewaltigen Ausbruch transatlantischer Aktivität, wobei die Europäische Zentralbank (EZB) die Führung übernahm, pumpeten sie Billionen Dollar in das europäische Bankwesen.

Diese Reaktion war nicht nur wegen des Ausmaßes erstaunlich, sondern auch, weil sie dem herkömmlichen Narrativ der Wirtschaftsgeschichte seit den 1970er-Jahren widersprach. Die Jahrzehnte vor der Krise waren von der Vorstellung einer »Marktrevolution« und des Zurückdrängens staatlicher Interventionen dominiert.<sup>25</sup> Es wurde nach wie vor regiert und reguliert, aber diese Funktionen wurden an »unabhängige« Behörden delegiert, symbolhaft an die »unabhängigen Zentralbanken«, deren Aufgabe es war, für Disziplin, Ordnung und Vorhersagbarkeit zu sorgen. Politik und Ermessensentscheidungen waren die Feinde des guten Regierens. Das Kräftegleichgewicht war fest mit der Normalität des neuen Regimes der deflationären Globalisierung verdrahtet, die Ben Bernanke euphemistisch als die »great moderation« – »große Mäßigung« – bezeichnete.<sup>26</sup> Die Frage, die über der »neoliberalen« Ordnung schwebte, war, ob für jeden die gleichen Regeln galten oder ob es in Wahrheit für die einen Regeln, für andere hingegen Ermessen gab.<sup>27</sup> Die Ereignisse von 2008 bestätigten eindrücklich das Misstrauen, das Amerikas selektive Interventionen in den Schwellenmarktkrisen der 1990er-Jahre und der anschließenden Dotcom-Krise Anfang der 2000er-Jahre bereits erregt hatten. Tatsächlich funktionierte das neoliberale Regime der Zurückhaltung und Disziplin unter einem Vorbehalt. Beim Eintreten einer großen Finanzkrise, welche »systemische« Interessen bedrohte, wurde offensichtlich, dass wir in einem Zeitalter nicht der staatlichen Zurückhaltung, sondern des »großen« Regierens lebten, einem Zeitalter massiver Aktivitäten der Exekutive, eines Interventionismus, der in seiner Logik eher militärischen Operationen oder medizinischer Nothilfe glich als gesetzmäßiger Regierungsarbeit. Und das enthüllte wiederum eine wesentliche, aber beunruhigende

Wahrheit, deren Unterdrückung die gesamte Linie der Wirtschaftspolitik seit den 1970er-Jahren geprägt hatte. Die Grundlagen des heutigen Währungssystems sind unabänderlich politischer Natur.

Zweifellos übt die Politik auf alle Waren Einfluss aus. Aber Geld und Kredite und das Finanzwesen, das auf ihnen basiert, werden von politischer Macht, gesellschaftlichen Konventionen und rechtlichen Normen auf eine Weise beeinflusst, wie es bei Turnschuhen, Smartphones oder Fässern voller Erdöl nicht der Fall ist. Die Spitze der heutigen Geldpyramide ist das Fiatgeld.<sup>28</sup> Dieses von Staaten ins Leben gerufene und akzeptierte Rechengeld hat keine »Deckung« außer seinem Status als gesetzmäßiges Zahlungsmittel. Diese unheimliche Tatsache wurde zum ersten Mal in den Jahren 1971 bis 1973 offensichtlich, als das Bretton-Woods-System zusammenbrach. Nach dem Bretton-Woods-Abkommen von 1944 war der Dollar als Anker des weltweiten Währungssystems an den Goldstandard gebunden. Das war seinerseits, selbstverständlich, nicht mehr als eine Übereinkunft. Als es den Vereinigten Staaten schwerfiel, sich an die Übereinkunft zu halten – das hätte eine Deflation erfordert –, hob Präsident Richard Nixon sie am 15. August 1971 auf. Das war eine historische Zäsur. Zum ersten Mal seit der Erfindung des Geldes basierte keine Währung auf der ganzen Welt mehr auf einem metallischen Standard. Potenziell verschaffte dieser Schritt der Währungspolitik freie Hand, welche die Produktion von Geld und die Kreditschöpfung wie nie zuvor regulierte. Aber wie viel Freiheit hatten die politischen Entscheidungsträger wirklich, nachdem sie die »goldenen Fesseln« abgeschüttelt hatten? Die gesellschaftlichen und ökonomischen Kräfte, die den Goldstandard selbst für die Vereinigten Staaten untragbar gemacht hatten, waren mächtig: im eigenen Land der Verteilungskampf der Anspruchsgesellschaft, nach außen die Liberalisierung des Dollarhandels in London in den 1960er-Jahren. Als diese Kräfte in den 1970ern ohne monetären Anker entfesselt wurden, hatte das zur Folge, dass die Inflation in den entwickelten Volkswirtschaften auf 20 Prozent schnellte – in Friedenszeiten hatte es das noch nie gegeben. Aber statt von der Liberalisierung Abstand zu nehmen, wurden Anfang der 1980er-Jahre sämtliche Beschränkungen auf globale Kapitalströme aufgehoben. Eben zu dem Zweck, die »Kräfte der Disziplinlosigkeit«, die vom Ende des an den Goldstandard gebundenen Geldes entfesselt worden waren, zu zähmen, wurden die Marktrevolution und die neue neoliberale »Disziplin« ausgerufen.<sup>29</sup> Bis Mitte der 1980er-Jahre hatte der Vorsitzende der Fed Paul Volcker die Inflation

mit einer dramatischen Zinserhöhung wieder in den Griff bekommen. Die einzigen Preise, die in der Phase der »großen Mäßigung« stiegen, waren die für Wertpapiere und Immobilien. Als die Blase im Jahr 2008 platzte und der Welt nicht eine Inflation, sondern eine Deflation drohte, warfen die maßgeblichen Zentralbanken die sich selbst auferlegten Ketten ab. Sie würden alles Erforderliche tun, um einen Zusammenbruch des Kreditwesens zu verhindern. Sie würden mit allen Mitteln das Finanzsystem in Gang halten. Und weil das heutige Bankwesen zugleich global und auf den Dollar gestützt ist, hieß das eine beispiellose transnationale Aktivität des amerikanischen Staats.

Die Liquiditätsbeschaffung über die Fed war sensationell. Sie hatte historische und dauerhafte Bedeutung. Unter Fachleuten ist man sich weitgehend einig, dass die Swap-Linien, mit denen die amerikanische Notenbank Dollars in die Weltwirtschaft pumppte, womöglich die entscheidenden Neuerungen der Krise waren.<sup>30</sup> Doch im öffentlichen Diskurs sind diese Aktivitäten weit unter dem Radar geblieben. Sie waren von den Kontroversen im Zusammenhang mit den Rettungen einzelner Banken und anschließenden Wellen der Intervention seitens der Zentralbank, die unter dem Begriff Quantitative Easing liefen, aus der Diskussion verdrängt worden. Selbst in den Erinnerungen von Ben Bernanke werden etwa die transatlantischen Liquiditätsmaßnahmen von 2008, verglichen mit der nervenaufreibenden Übernahme von AIG oder der Ablösung der Hypothekendarlehen, allenfalls beiläufig erwähnt.<sup>31</sup>

Die technischen und administrativen Komplexitäten der Aktionen der Fed tragen zweifellos dazu bei, dass sie für Uneingeweihte undurchschaubar sind. Doch die Politik geht noch darüber hinaus. Die Rettung der Banken von 2008 provozierte lang anhaltende und bittere Schuldzuweisungen, und das aus gutem Grund. Hunderte Milliarden Steuergelder wurden aufs Spiel gesetzt, um habgierige Banken zu retten. Manche Interventionen zahlten sich aus, andere jedoch nicht. Viele Entscheidungen, die im Lauf der Rettungsaktion getroffen wurden, waren höchst umstritten. In den Vereinigten Staaten sollten sie einen tiefen Graben innerhalb der Partei der Republikaner reißen, der acht Jahre später dramatische Konsequenzen hatte. Doch das Problem liegt keineswegs allein bei individuellen Entscheidungen und parteipolitischen Programmen; es betrifft die Art und Weise, wie wir über die Struktur der heutigen Volkswirtschaft reden und denken. Tatsächlich geht es direkt auf die analytische Agenda des Umdenkens der Weltwirtschaft zurück, das uns von der Krise aufgezwungen und von den Fürsprechern

des makrofinanziellen Ansatzes propagiert wurde. Nach dem vertrauten Insel-Modell der internationalen wirtschaftlichen Interaktionen aus dem 20. Jahrhundert waren die Basiseinheiten Volkswirtschaften, die miteinander Handel trieben, Handelsüberschüsse und -defizite erzielten und nationale Ansprüche und Verpflichtungen anhäuferten. Diesen Einheiten wurde von Wirtschaftsexperten mit statistischen Daten zu Arbeitslosigkeit, Inflation und Bruttoinlandsprodukt eine empirische Realität verliehen. Und um diese Angaben entwickelte sich ein ganzes Konzept der nationalen Politik.<sup>32</sup> Eine gute Wirtschaftspolitik war eine Politik, die für das Wachstum des BIP gut war. Fragen der Verteilung – der Ansatz des »Wer wem?« – konnten gegen das allgemeine Interesse, »den Kuchen zu vergrößern«, aufgewogen werden. Im Gegensatz dazu schafft die neue makrofinanzielle Wirtschaftslehre mit ihrem unbarmherzigen Fokus auf die »ineinandergreifende Matrix« der Unternehmensbilanzen sämtliche tröstenden Euphemismen ab. Nationale volkswirtschaftliche Größen werden ersetzt durch den Fokus auf die Bilanzen, wo sich die eigentliche Aktivität im Finanzsystem abspielt. Das ist außerordentlich erhellend. Es verleiht der Wirtschaftspolitik einen viel stärkeren Einfluss. Aber es deckt auch etwas auf, das aus politischer Sicht absolut unverdaulich ist. Das Finanzsystem besteht eigentlich nicht aus »nationalen Geldströmen«. Es wird auch nicht aus einer Masse winziger, anonymer, mikroskopischer Firmen gebildet – das Ideal des »perfekten Wettbewerbs« und die ökonomische Analogie zum individuellen Bürger. Die überwältigende Mehrheit der privaten Krediterschöpfung wird von einer eng miteinander verflochtenen Unternehmensoligarchie erledigt – den Schlüsselzellen in Shins Matrix. Auf globaler Ebene haben 20 bis 30 Banken das Sagen. Berücksichtigt man auf nationaler Ebene wichtige Banken, so liegt die Zahl weltweit bei vielleicht 100 großen Finanzinstituten. Methoden zur Erkennung und Überwachung der sogenannten systemrelevanten Finanzinstitutionen (kurz: SIFI) – auch makroprudenzielle Überwachung genannt – zählen zu den wesentlichen staatlichen Innovationen aufgrund der Krise und ihres Nachspiels. Ebendiese Banken und die Leute, die sie leiten, zählen auch zu den Hauptakteuren im Drama dieses Buchs.

Die nackte Wahrheit an Ben Bernankes »historischer« Politik der globalen Liquiditätsbeschaffung war, dass das hieß, jener Clique aus Banken, ihren Aktionären und den dreist absahnenden Führungsleuten Kredite in Höhe von Billionen Dollar zur Verfügung zu stellen. Tatsächlich lässt sich, wie wir sehen werden, genau aufschlüsseln, wer was be-

kommen hat. Um dem Ganzen die Krone aufzusetzen, ging mindestens die Hälfte der zur Verfügung gestellten Hilfsmittel, obwohl die Federal Reserve eine nationale Zentralbank ist, an Banken, die ihren Sitz nicht in den Vereinigten Staaten, sondern überwiegend in Europa haben. Wenn die Krise aus theoretischer Sicht eine Krise der makroökonomischen Wirtschaftslehre war, wenn sie praktisch betrachtet eine Krise der herkömmlichen Instrumente der Geldpolitik war, so war sie ebenso eine tiefe Krise der modernen nationalstaatlich verfassten Politik. Wie beispiellos und wirkungsvoll die Aktionen der Fed auch gewesen sein mochten, wollten doch selbst Politiker, die unerschütterlich weiterhin die Globalisierung befürworteten, die praktischen Implikationen kaum ansprechen. Es ist zwar alles andere als ein Geheimnis, dass wir in einer Welt leben, die von Oligopolen der Wirtschaft dominiert wird, doch während der Krise und im Anschluss daran trat diese Realität samt all ihren Implikationen für die Prioritäten der Regierungen unverblümt zutage. Das ist eine Kröte mit geradezu explosivem Potenzial, an welcher sich die demokratische Politik auf beiden Seiten des Atlantiks verschluckt hat.

## II

**In Anbetracht des Gesagten dürfte es niemanden wundern, dass die** Europäer nur zu gern die Verwicklung ihrer weltweit agierenden Banken in die transatlantische Krise verdrängten. Im Jahr 2008 mussten die Briten ihre eigene nationale Katastrophe verdauen. In der Eurozone, mit Frankreich und Deutschland an der Spitze, ist die Finanzkrise von 2008 in einer Gedächtnislücke verschwunden, die von der »Staatschuldenkrise« von 2010 und den Folgejahren überdeckt wurde.<sup>33</sup> Die Bereitschaft, die Abhängigkeit von der US Federal Reserve anzuerkennen, hält sich in Grenzen, und das Gefühl einer Verpflichtung oder gar Ehrerbietung ebenfalls. Auch in dieser Hinsicht haben die Amerikaner ihre Autorität verloren. Nur zu gern kritisierten die Europäer das amerikanische Krisenmanagement der Jahre 2008 und 2009 als weiteres Beispiel für ebenjene Improvisation und Disziplinlosigkeit, die die Welt erst in Schwierigkeiten gebracht hatten. Daraus entwickelte sich die erste Phase in einem transatlantischen Kulturkampf um die Wirtschaftspolitik, der in der gehässigen Debatte um die Krise der Eurozone gipfelte, die in Teil III dieses Buchs in den Mittelpunkt rückt.

Wenn man bedenkt, dass es sich im Wesentlichen um miteinander zusammenhängende Krisen handelt und die erste in ihrem Ausmaß weit größer und ihrem Tempo dramatischer war, ist der Kontrast zwischen der relativ wirksamen Eindämmung der globalen Kernschmelze von 2008, die in Teil II beschrieben wird, und der eskalierenden Katastrophe der Eurozone, beschrieben in Teil III, äußerst schmerzlich. Um die griechischen Schulden konstruierten die Europäer ihre eigene Krise mit ihrem eigenen Narrativ. Im Kern ging es um die Politik der Staatsschulden. Wie hohe Wirtschaftsvertreter in der EU inzwischen einräumen, gibt es für diese Auslegung der Krise der Eurozone in der Volkswirtschaftslehre keinen Grund.<sup>34</sup> Die Nachhaltigkeit öffentlicher Schulden kann langfristig ein Problem sein. Griechenland insbesondere war zahlungsunfähig. Aber überhöhte öffentliche Schulden waren nicht der gemeinsame Nenner der allgemeineren Krise der Eurozone. Der gemeinsame Nenner war die gefährliche Anfälligkeit eines aufgeblähten Finanzsystems, das allzu sehr auf kurzfristige, marktgestützte Finanzierung angewiesen war. Die Krise der Eurozone war ein schweres Nachbeben der Erschütterung des nordatlantischen Finanzsystems von 2008, das sich mit zeitlicher Verzögerung durch das Labyrinth des politischen Systems der EU ausbreitete.<sup>35</sup> Ein führender EU-Experte, der mit den Rettungsprogrammen zu tun hatte, formuliert es so: »Hätten wir damals [2008] schon die Banken zentral beaufsichtigt, hätten wir das Problem gleich gelöst.«<sup>36</sup> Stattdessen weitete sich die Krise der Eurozone zu einem Teufelskreis privater und öffentlicher Kredite und zu einer Krise des europäischen Projekts insgesamt aus.

Wie lässt sich der merkwürdige Wandel einer Krise der Banken im Jahr 2008 zu einer Krise des staatlichen Kredits nach 2010 erklären? Der Gedanke an einen Taschenspielertrick drängt sich geradezu auf. Während Europas Steuerzahler in die Mangel genommen wurden, wurden die Banken und andere Geldgeber mit Geld ausgezahlt, das man in die zu rettenden Länder gepumpt hatte. Von hier ist es nur noch ein kleiner Schritt zu der Schlussfolgerung, dass die versteckte Logik der Eurokrise nach 2010 eine Wiederholung der Bankenrettungen von 2008 war, nur diesmal getarnt. Für einen scharfzüngigen Kritiker war dies das größte »Ablenkungsmanöver der modernen Geschichte«.<sup>37</sup> Das Merkwürdige daran ist jedoch, dass man, wenn das zutraf, wenn die Ereignisse in der Eurozone tatsächlich eine verschleierte Wiederholung von 2008 waren, zumindest ähnliche Resultate wie in Amerika erwarten sollte. Wie die Protagonisten nur zu gut wussten, wies das

amerikanische Krisenmanagement ein eklatantes Ungleichgewicht auf.<sup>38</sup> Sozialhilfeempfänger hielten sich mit Müh und Not über Wasser, während Banker weiter ein angenehmes Leben führten. Aber auch wenn die Verteilung der Kosten und Nutzen empörend war, so funktionierte das Krisenmanagement immerhin. Seit 2009 ist die amerikanische Wirtschaft kontinuierlich gewachsen und nähert sich, zumindest amtlichen Statistiken zufolge, derzeit einer Vollbeschäftigung. Im Gegensatz dazu trieben die Verantwortlichen der Eurozone durch mutwillige Entscheidungen Millionen Bürger in eine mit den 1930er-Jahren vergleichbare Depression. Das war eine der schwersten selbst verschuldeten wirtschaftspolitischen Katastrophen der Geschichte. Dass ausgerechnet das winzige Griechenland mit einer Volkswirtschaft, die 1 bis 1,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts der EU ausmacht, zum Dreh- und Angelpunkt für diese Katastrophe gemacht werden sollte, lässt die europäische Geschichte zu einer bitteren Karikatur erstarren.

Dieses tragische Schauspiel reizt zur Empörung. Millionen haben ohne vernünftigen Grund gelitten. Aber bei aller Entrüstung sollten wir dieser Aussage ihre volle Bedeutung zukommen lassen. Die entscheidenden Worte sind »ohne vernünftigen Grund«. <sup>39</sup> Eine klare Logik beherrschte die Antwort auf die Finanzkrise von 2008/09. Zugegeben, es war eine klassenorientierte Logik – »Schützt die Wall Street zuerst, um Otto Normalverbraucher kümmern wir uns später« –, aber sie hatte zumindest ein klares Grundprinzip, noch dazu eines, das im Großen und Ganzen funktionierte. Die gleiche Logik dem Management der Eurozone zu unterstellen wäre zu viel der Ehre für Europas Entscheidungsträger, allen voran der deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble. Hier wird nicht die Geschichte eines politischen Taschenspielertricks erzählt, mit dem die EU-Eliten geschickt ihre Bemühungen verschleiern, die Interessen der europäischen Konzerne zu schützen. Vielmehr handelt es sich hier um die Geschichte eines Zugunglücks, eines Wirrwarrs widersprüchlicher Visionen, eines entmutigenden Dramas der verpassten Gelegenheiten, des Versagens der Führung und des Versagens kollektiver Aktionen. Wenn es überhaupt Gruppen gibt, die davon profitierten – einige wenige Pfandbriefinhaber, die ihr Geld bekamen; eine Bank, die einer schmerzlichen Neuordnung entging –, so hatten sie allenfalls geringe Gewinne, die in keinem Verhältnis zu den enormen Kosten standen. Das soll nicht heißen, dass die einzelnen Akteure in dem Drama – Deutschland, Frankreich, der IWF – nicht nach einer gewissen Logik handelten. Doch sie mussten gemeinsam



handeln, und das Gesamtergebnis war eine Katastrophe. Sie richteten einen sozialen und politischen Schaden an, von dem sich das Projekt der Europäischen Union womöglich nie wieder erholen wird. Doch bei all der Empörung, die dieses Versagen hervorrufen sollte, gerät leicht eine weitere langfristige Folgeerscheinung in Vergessenheit. Das stümperhafte Management der Krise in der Eurozone, die der transatlantischen Finanzkrise von 2008/2009 auf dem Fuß folgte, schadete nicht nur Millionen Bürgern Europas. Es hatte auch für die europäische Wirtschaft dramatische Konsequenzen, auf die ebendiese Bürger, ob sie es wollen oder nicht, mit Blick auf Arbeitsplätze und Löhne angewiesen sind.

Die Wirtschaft war alles andere als der Nutznießer des Krisenmanagements durch die EU, sondern zählte zu den Geschädigten, allen voran die europäischen Banken. Seit 2008 stellt nicht nur der Aufstieg Asiens die globale Konzernhierarchie auf den Kopf, sondern auch der überstürzte Niedergang Europas.<sup>40</sup> Für Europäer, die ständig von dem Handelsüberschuss Deutschlands hören, mag das merkwürdig klingen. Aber wie fachkundige Wirtschaftsexperten Deutschlands selbst einräumen, sind diese Überschüsse ebenso sehr das Resultat unterdrückter Importe wie großartiger Exporterfolge.<sup>41</sup> Das unaufhaltsame Abrutschen europäischer Konzerne im globalen Ranking ist nicht zu übersehen. Auch wenn wir uns etwas anderes wünschen würden, wird die Weltwirtschaft nicht von »Mittelstands«-Unternehmern geleitet, sondern von ein paar Tausend riesigen Konzernen mit ineinander verflochtenen Eigentumsverhältnissen, die von einer winzigen Gruppe von Anlageverwaltern kontrolliert werden. Im Wettbewerb der Konzerne bescherten die Krisen von 2008 bis 2013 dem europäischen Kapital eine historische Niederlage. Hier spielen zweifellos mehrere Faktoren hinein, aber ein ganz wichtiger ist der Zustand des europäischen Markts. Exporte spielen sicher eine große Rolle beim Firmenerfolg, aber wie China und die Vereinigten Staaten beide zeigen, gibt es keinen Ersatz für einen gewinnbringenden Binnenmarkt. Sollten wir uns auf den zynischen Standpunkt stellen, dass es nicht die Hauptaufgabe der Eurozone war, den eigenen Bürgern zu dienen, sondern dem europäischen Kapital ein Feld für die Steigerung der einheimischen Gewinne zu bieten, würden wir um folgendes Fazit nicht herumkommen: Zwischen 2010 und 2013 scheiterte sie spektakulär. Und das ist nicht zuallererst eine Folge fehlender Institutionen in der Eurozone, sondern das Ergebnis von Entscheidungen, die von verantwortungslosen Unternehmens-

chefs, dogmatischen Zentralbankern und konservativ gesinnten Politikern getroffen wurden.

Es mag sein, dass wir eine Welt, die nach diesem Prinzip organisiert ist, nicht gutheißen. Die Europäer mögen sich für das Schauspiel der Europäischen Kommission begeistern, die globale Monopolisten wie Google aufs Korn nimmt und von Apple Steuern einfordert.<sup>42</sup> Doch die dem Silicon Valley abgetrotzten Beträge sind nur ein winziger Anteil der Mittel dieser Firmen. Eine deutlich andere Sichtweise des Kräftegleichgewichts wird von jenen Momenten im Jahr 2016 nahegelegt, als die Finanzwelt mit angehaltenem Atem die Bekanntgabe der Summe erwartete, die das amerikanische Justizministerium von der Deutschen Bank wegen dubioser Hypothekengeschäfte forderte. Viele hielten die finanzielle Verfassung der Deutschen Bank für so anfällig, dass die US-Behörde über deren Schicksal entschied.<sup>43</sup> Eine Bank, die über ein Jahrhundert lang der Motor der deutschen Wirtschaft war, war den Vereinigten Staaten auf Gedeih und Verderb ausgeliefert. Nach der jüngsten Krise war sie die letzte europäische Investmentbank, die noch eine gewisse globale Präsenz behauptete.

Die Europäer mögen sich vielleicht aus diesem Ringen um unternehmerische Dominanz verabschieden. Sie hoffen womöglich sogar, dass sie auf diese Weise größere Freiheiten für demokratische Politik erreichen könnten. Was aufgrund der Stagnation der Eurozone droht, ist eine wachsende Abhängigkeit, einerseits von importierten Technologien, andererseits von der Nachfrage anderer, schnell wachsender Wirtschaften. Statt seine Autonomie zu behaupten, läuft Europa Gefahr, zum Objekt des kapitalistischen Korporatismus anderer Staaten zu werden. Was die internationale Finanzwelt angeht, so sind die Würfel bereits gefallen. Im Zuge der Doppelkrise ist Europa aus dem Rennen. Die künftige Entwicklung wird unter den Überlebenden der Krise in den Vereinigten Staaten und den Neulingen aus Asien entschieden werden.<sup>44</sup> Vielleicht beschließen sie, sich in der Londoner City niederzulassen, aber nach dem Brexit ist nicht einmal das sicher. Es ist damit zu rechnen, dass die Wall Street, Hongkong und Schanghai Europa schlicht links liegen lassen.

Wenn es sich nur um ein Drama der selbst verschuldeten Wunden Europas handeln würde, so wäre das schon schlimm genug. Doch die Geschichte der Eurokrise als rein europäische Angelegenheit zu schreiben wäre ebenso irreführend wie die Krise von 2008 als rein amerikanische. Tatsächlich weitete sich die Eurokrise aus, und das mehrfach.

Mindestens drei Mal – im Frühjahr 2010, im Herbst 2011 und noch einmal im Sommer 2012 – stand die Eurozone kurz vor einem ungeordneten Zerfall, mit der eindeutigen Option, dass das zur Staatsschuldenkrise mutierte Desaster Billionen Dollar an öffentlichen Schulden verschlingen würde. Die Vorstellung, dass Deutschland oder ein anderes Land dagegen immun wäre, war töricht. Es folgte eine geradezu spektakuläre Umkehrung der Fronten. Im Jahr 2008 hatten noch die weltgewandten Europäer die realitätsfremde Bush-Administration aufgefordert, sich den Fakten einer globalen Weltordnung zu stellen. 18 Monate später flehte die Obama-Administration die Entscheidungsträger der Eurozone an, ihr Finanzsystem angesichts des hartnäckigen und verantwortungslosen Widerstands seitens der Konservativen in Berlin und Frankfurt zu stabilisieren. Bereits im April 2010 war nach der Einschätzung der übrigen G20-Staaten und anderer die Krise der Eurozone so gefährlich und die Europäer zudem so inkompetent, dass man es auf keinen Fall ihnen überlassen durfte, ihre eigenen Angelegenheiten selbst zu regeln. Um zu verhindern, dass Griechenland »ein weiterer Lehman« wurde, mobilisierten die Amerikaner den IWF, das sinnbildliche Geschöpf des klassischen Globalismus der Nachkriegszeit, um das Europa des 21. Jahrhunderts zu retten. Diese Rettung im Mai 2010 stoppte zwar eine weitere Eskalation der Krise, aber sie verband Europa, den IWF und die Vereinigten Staaten als Helfershelfer in einer alpträumhaften Verflechtung, aus der sie sich sieben Jahre später immer noch nicht befreit haben. Zudem dämmte der Schritt keineswegs die Panik auf den Finanzmärkten ein. Noch im Sommer 2012 bedrohte die Aussicht einer umfassenden Finanzkrise in Europa die Vereinigten Staaten und den Rest der Weltwirtschaft. Erst im Juli 2012 stabilisierte sich Europa, auf hartnäckiges Drängen seitens Washingtons und der übrigen G20 hin, und zwar mithilfe einer nachträglichen »Amerikanisierung« der EZB, wie man die Maßnahmen gemeinhin einschätzte.<sup>45</sup>

### III

**Wenn man im Herbst 2012 die Uhr angehalten hätte, wäre der Unterschied zum Schauplatz vier Jahre zuvor in New York bemerkenswert gewesen. Ungeachtet des wenig versprechenden Starts lässt sich kaum leugnen, dass sich der amerikanische Liberalismus, wie er von der Obama-Administration verkörpert wurde, wieder einmal durchgesetzt**

hatte. Wenn unsereiner den Eindruck hat, dass die Finanzkrise ein Ende hatte, dass an einem Punkt in der nicht allzu fernen Vergangenheit die Normalität wiederhergestellt wurde, so liegt das daran, dass wir auf den Herbst 2012 zurückblicken. In diesem Moment wurde die akute Gefahr einer umfassenden Krise endlich abgewendet. Und ein Zeichen für die Wiederherstellung der Normalität war der Umstand, dass Amerika nicht entthront worden war. Obamas Wiederwahl im November 2012 bekräftigte dies noch. Palin und ihresgleichen war die Puste ausgegangen. International gesehen, boomten die Märkte der Schwellenländer, unterstützt von der großzügigen Dollarspritze durch die Fed. Europa hatte Aufholbedarf. Während sich Obama 2008 von den Bush-Cheney-Jahren distanziert hatte, indem er einen Ton der Mäßigung und Zurückhaltung anschlug, kehrte er 2012 wieder zum klassischen Narrativ des »American exceptionalism« zurück: Amerika war »unverzichtbar«. Diese in der Clinton-Ära geprägte Wendung bekam neuen Auftrieb.<sup>46</sup> Auch das außenpolitische Denken im großen Rahmen erlebte ein Revival. Die neue Front waren die »Handelsabkommen« TTIP und TPP, in Wirklichkeit gigantische Projekte einer kommerziellen, finanziellen, technischen und gesetzlichen Integration mit geopolitischen Zielen. Insoweit die erste Amtszeit von Obama enttäuschend verlaufen war, konnte man das der konservativen Opposition anlasten. Das war zwar deprimierend, aber absehbar. Die Moderne und der globale Kapitalismus, dem sie einen so großen Teil ihrer Dynamik verdankt, sind anspruchsvolle Tempomacher; Verzögerungstaktiken seitens der Konservativen sind zu erwarten. Doch am Ende geht die Geschichte weiter. Selbst in Europa setzte sich letztlich ein pragmatisches Krisenmanagement gegenüber der konservativen Glaubenslehre durch.

Wenn wir die vergangenen zehn Jahre aus historischer Sicht verstehen wollen, müssen wir diesen Moment einer neuerlichen Selbstgefälligkeit ernst nehmen. In Anbetracht der folgenden Ereignisse wird unser Rückblick leicht von einer Mischung aus Wut, Empörung und Angst getrübt. Doch damals war der Eindruck eines wiederhergestellten Selbstvertrauens sehr real und hinterließ ein intellektuelles Vermächtnis. Das war der Moment, als die ersten Untersuchungen der Krise geschrieben wurden. Die optimistischsten Analysen meinten schlicht: »the system worked« (das System funktionierte).<sup>47</sup> Eine andere Studie erklärte 2008 zu einer Status-quo-Krise.<sup>48</sup> Nichts hatte sich grundlegend geändert. Die pessimistischere Version argumentierte, wir würden in einem »Spiegelkabinett« leben.<sup>49</sup> Gerade weil die Krise so frühzeitig

und effektiv eingedämmt worden sei, habe sie ein falsches Gefühl der Stabilität hervorgerufen. Und das habe wiederum die Energie abgezogen, die für grundlegende Reformen nötig gewesen wäre. Folglich bestehe immer noch eine akute Gefahr einer Wiederholung. Doch eine Wiederholung ist nicht das Gleiche wie eine Fortsetzung oder Ausweitung. Was all diese Lesarten für selbstverständlich hielten – die pessimistischeren ebenso wie die optimistischeren Versionen –, war die Tatsache, dass die Krise von 2008 bis 2012 vorüber war. Das war auch die Ausgangsbasis, mit der dieses Buch in Angriff genommen wurde. Es sollte ein Rückblick auf eine Krise sein, die abgeschlossen war. Folgende Aufgaben schienen im Jahr 2013 am dringendsten: die miteinander verflochtene Geschichte der Wall Street und der Eurokrise erläutern; dem transnationalen Charakter der Krise – ihrer Auswirkungen auf Ost- und Westeuropa und Asien – gerecht werden; die wahrhaft unverzichtbare Rolle der Vereinigten Staaten klarstellen, da sie die Reaktion auf die Krise sowie die neuen Instrumente, welche die Fed eingesetzt hatte, verankerten; die schmerzliche und verschleppte Unzulänglichkeit der europäischen Antwort aufzeigen; und eine intensive, aber zu wenig wertgeschätzte Phase transatlantischer Finanzdiplomatie ins Rampenlicht stellen. Dies alles ist gewiss immer noch der Mühe wert. Aber es hat mittlerweile eine neue und unheilvollere Bedeutung bekommen. Denn wir können die Risiken, die in Trumps Präsidentschaft lauern, nur dann erkennen, wenn wir die innere Funktionsweise des auf dem Dollar basierenden Finanzsystems und dessen Anfälligkeit begreifen. Wenn Trumps Präsidentschaft den Tiefpunkt der politischen Autorität Amerikas markiert, so ist das desto beunruhigender in Anbetracht der tiefen funktionalen Abhängigkeit von den Vereinigten Staaten, die nicht nur 2008, sondern auch in der Eurokrise zutage trat.

Inzwischen müssen wir darauf gefasst sein, dass die Krise, entgegen der grundlegenden Annahme von 2012/13, in Wirklichkeit noch nicht vorüber ist. Womit wir es inzwischen zu tun haben, ist keine Wiederholung, sondern eine Mutation und Metastasen. Wie in Teil IV des Buchs erklärt wird, wandelte sich die finanzielle und wirtschaftliche Krise von 2007 bis 2012 zwischen 2013 und 2017 zu einer umfassenden politischen und geopolitischen Krise der Weltordnung nach dem Kalten Krieg. Und man sollte sich nicht vor den offensichtlichen politischen Implikationen drücken. Der Konservatismus hätte als Doktrin für die Krisenbekämpfung womöglich verheerende Folgen gehabt, doch die Ereignisse seit 2012 legen die Vermutung nahe, dass der Jubel der libe-

ralen Krisenmanager ebenfalls zu früh war.<sup>50</sup> Wie die bemerkenswerte Eskalation der Debatte um Ungleichheit in den Vereinigten Staaten unmissverständlich aufgedeckt hat, hat die politische Mitte große Mühe, überzeugende Antworten auf die langfristigen Probleme einer modernen kapitalistischen Demokratie zu geben. Die Krise kam zu den bereits bestehenden Spannungen einer wachsenden Ungleichheit und Entmündigung noch hinzu; und die dramatischen Maßnahmen zur Krisenbekämpfung, die seit 2008 durchgeführt wurden, haben, bei aller kurzfristigen Effektivität, ihrerseits massive Nebenwirkungen. In dieser Hinsicht hatten die Konservativen nicht unrecht. Unterdessen sind die geopolitischen Herausforderungen, die nicht von den gewaltsamen Unruhen im Nahen Osten oder der »russischen« Rückständigkeit, sondern vom erfolgreichen Vormarsch der Globalisierung aufgeworfen wurden, keineswegs verschwunden. Sie haben sich verstärkt. Und auch wenn die »westliche Allianz« noch existiert, so mangelt es zunehmend an der Koordination untereinander. Im Jahr 2014 taumelte Japan in eine Auseinandersetzung mit China. Und die EU – jener Koloss, der »keine Geopolitik betreibt« – »schlafwandelte« in einen Konflikt mit Russland um die Ukraine. Im Zuge des stümperhaften Umgangs mit der Eurokrise erlebte Europa unterdessen eine dramatische Mobilisierung der Linken ebenso wie der Rechten. Aber statt die neue politische Lage als Ausdruck der Vitalität der europäischen Demokratie angesichts eines beklagenswerten Versagens der Regierungen zu werten, wurden die neuen Strömungen der Postkrisen-Phase als »Populismus« verunglimpft, mit dem Makel der 1930er-Jahre versehen oder auf den boshaften Einfluss Russlands zurückgeführt. Die in der Eurogruppe versammelten Kräfte des Status quo schickten sich an, die linken Regierungen, die in Griechenland und Portugal 2015 gewählt wurden, in Schach zu halten und anschließend zu neutralisieren. Mit der Rückendeckung der neuerdings gesteigerten Befugnisse der voll aktivierten EZB ließen diese Schritte keinen Zweifel an der Robustheit der Eurozone. Desto dringender stellten sich die Fragen nach den Grenzen der Demokratie in der EU und nach ihrer Einseitigkeit. Gegen die Linke erreichte, indem deren vernünftige Einstellung ausgenutzt wurde, die brutale Taktik der Eindämmung ihr Ziel. Gegen die Rechte hatte sie hingegen weniger Erfolg, wie der Brexit, Polen und Ungarn beweisen sollten.

## IV

**Zeitlicher Abstand ist, wie Historiker sich gerne einreden, ein Allheilmittel.** Er gestattet die Distanz und die Perspektive, die gemeinhin als die Tugenden dieser Disziplin gerühmt werden. Das hängt jedoch davon ab, wohin der Verlauf der Zeit einen führt. Die Geschichtsschreibung kann der Geschichte nicht entkommen, die sie zu rekonstruieren versucht. Sachdienlich ist nicht die Frage, wie viel Zeit vergangen sein muss, ehe man Geschichte schreiben kann, sondern was in der Zwischenzeit passiert ist und welche Ereignisse zum Zeitpunkt des Verfassens als Nächste zu erwarten sind. Das vorliegende Buch wäre etwa einfacher zu schreiben gewesen und hätte womöglich klarere Schlussfolgerungen enthalten, wenn man es noch näher an den Ereignissen beendet hätte, von denen es ausgeht. Unter Umständen wird es leichter fallen, in weiteren zehn Jahren ein vergleichbares Buch zu schreiben, allerdings wäre das in Anbetracht des derzeitigen Laufs der Dinge allzu optimistisch. Gewiss ist der zehnte Jahrestag der Krise von 2008 kein angenehmer Ausgangspunkt für einen linksliberalen Historiker, dessen persönliche Loyalitäten zwischen England, Deutschland, der »Insel Manhattan« und der EU geteilt sind. Es hätte allerdings auch noch schlimmer kommen können. Ein Buch zum zehnjährigen Jubiläum des Börsenkrachs von 1929 wäre im Jahr 1939 erschienen. So weit sind wir noch nicht. Aber wir befinden uns zweifellos an einem unbequemerem und besorgniserregenderen Punkt, als wir uns vor Ausbruch der Krise hätten träumen lassen.

Zu den vielen Symptomen der Unruhe und Krise, mit denen wir es im Zuge des Sieges von Donald Trump zu tun haben, zählt die außerordentlich ungehobelte Variante der postfaktischen Politik, die er personifiziert. Er sagt nicht die Wahrheit. Er sagt nichts Vernünftiges. Er redet nicht einmal zusammenhängend. Die Regierungsmacht scheint losgelöst von den Grundwerten der Vernunft, logischen Konsequenz und faktischer Evidenz. Was hat diesen Niedergang ausgelöst? Man kann dafür einen ganzen Komplex an Faktoren ausmachen. Mit Sicherheit spielen skrupellose Demagogie, der Verfall der Massenkultur und die in sich geschlossene Welt des Kabelfernsehens und der sozialen Medien eine wichtige Rolle, genau wie Trumps Charakter. Unseren derzeitigen Zustand eines postfaktischen Umfelds allein auf Trump und seine Helfershelfer zurückzuführen hieße jedoch, einem weiteren Irr-

glauben zu erliegen.<sup>51</sup> Wie das vorliegende Buch zeigt, weist die Geschichte der Krise tief verwurzelte und dauerhafte Schwierigkeiten auf, sich »faktisch« mit unserer derzeitigen Lage auseinanderzusetzen. Nicht nur diejenigen, die als Populisten verunglimpft werden, haben ein Problem mit der Wahrheit. Das reicht viel weiter und geht tiefer, es betrifft die Mitte ebenso wie die Ränder des politischen Mainstreams. Wir brauchen gar nicht bis zu dem notorisch falschen und inkohärenten Plädoyer für den Irakkrieg und der kriecherischen Berichterstattung in den Medien zurückzugehen. Der derzeitige Präsident der Europäischen Kommission erklärte selbst im Frühjahr 2011: »Wenn es ernst wird, muss man lügen.«<sup>52</sup> Immerhin, könnte man zu seiner Rechtfertigung sagen, weiß er, was er tut. Wenn wir Jean-Claude Juncker glauben, so ist ein postfaktisches Herangehen an den öffentlichen Diskurs schlicht das, was die politische Steuerung des Kapitalismus derzeit erfordert.

Der Glaubwürdigkeitsverlust ist offensichtlich und umfassend. Der angerichtete Schaden sitzt tief. Einfach zu sagen, dass sich die Liberalen »lediglich zusammenreißen, den Staub abklopfen und neu anfangen« müssen, wie es in einem Lied zur Weltwirtschaftskrise heißt, dass wir, wenn Amerika gescheitert ist, nur einen jugendlich wirkenden französischen Präsidenten oder die gnadenlos zuverlässige Kanzlerin aus Deutschland zum Anführer küren müssen, ist entweder einfältig oder unaufrichtig. Das wird dem Ausmaß der Katastrophen von 2008 nicht gerecht, geschweige denn dem Versäumnis der einseitigen Politik, die sowohl in Europa als auch in Amerika vorherrscht, eine adäquate Antwort auf die Krise zu präsentieren. Es wird dem Ausmaß unserer politischen Sackgasse nicht gerecht, wo die Mitte und die Rechten gescheitert sind und die Linke massiv blockiert ist und sich selbst im Weg steht. Außerdem erkennt diese Haltung nicht an, dass manche Verluste irreparabel sind und die angemessene Antwort manchmal nicht darin besteht, einfach immer weiterzumachen, sondern eine Zeit lang innezuhalten, die Trümmer unserer Erwartungen zu inspizieren und die zerschlagenen Identifikationen und Enttäuschungen aufzuzählen. So ein Bestreben der Rekonstruktion ist mit einer gewissen Unbeweglichkeit verbunden. Aber selbst während wir zurückblicken, können wir uns darauf verlassen, dass die ruhelose Dynamik des globalen Kapitalismus uns vorantreiben wird. Er zieht und zerrt schon. Wie im letzten Kapitel gezeigt wird, haben uns die nächsten Phasen wirtschaftlicher Herausforderungen und Krisen bereits eingeholt, nicht in Amerika oder Europa, aber in Asien und den Schwellenmärkten. Ein Rückblick ist kein Akt



der Verweigerung. Es ist einfach ein Beitrag zu der notwendigen kollektiven Anstrengung, mit der Vergangenheit klarzukommen und herauszufinden, was schiefging. Bei diesem Bestreben führt kein Weg daran vorbei, tief in die Funktionsweise des Finanzapparats einzutauchen. Ebendort werden wir sowohl den Mechanismus, der die Welt in Stücke riss, als auch den Grund dafür entdecken, dass dieser Zusammenbruch so überraschend kam.

Teil I

---

# Ein Sturm zieht auf

## Kapitel 1

# Die »falsche Krise«

### **Am 5. April 2006 verabschiedete sich der junge Senator aus Illinois**

Barack Obama von einer Diskussion um ein Atomabkommen mit Indien auf dem Kapitol, um an der Eröffnung eines neuen Thinktanks bei Brookings teilzunehmen.<sup>1</sup> Die Brookings Institution gilt gemeinhin als einflussreichstes politikberatendes Forschungszentrum der Welt. Obamas Auftritt dort war eine Art Vorsprechen, das seine Präsidentschaft prägen sollte.<sup>2</sup> In seiner Rede sprach er sich vor allem für eine neue Initiative, das Hamilton Project, aus, das Robert Rubin ins Leben gerufen hatte, einer der Königsmacher der Demokraten. Rubin personalisierte die Verbindung, die in den 1990er-Jahren zwischen gemäßigten Demokraten und global denkenden Bankern geschmiedet worden war und die amerikanische Wirtschaftspolitik neu prägte. Im Jahr 1993 hatte Rubin seine Spitzenposition an der Wall Street als Ko-Vorsitzender bei Goldman Sachs verlassen, um den Nationalen Wirtschaftsrat zu leiten, den Bill Clinton als Gegenstück zum Nationalen Sicherheitsrat erstmals gegründet hatte. Zwei Jahre später wurde Rubin zum Finanzminister ernannt. Neben Rubin führte auf der Brookings-Konferenz im April 2006 auch ein junger Wirtschaftsexperte namens Peter Orszag den Vorsitz. Er war ebenfalls ein Veteran der Clinton-Administration, der in der Folge zu Obamas Direktor des Office of Management and Budget aufstieg. Unter den Veteranen von Rubins Finanzministerium rekrutierte Obama im Jahr 2008 dann praktisch sein ganzes Wirtschaftsteam. Zwölf Monate vor der Finanzkrise und zweieinhalb Jahre vor Obamas Amtsantritt stand der Start des Hamilton Project stellvertretend für die Weltanschauung einiger der einflussreichsten Berater im Mikrokosmos des Weißen Hauses. Das sagt viel darüber aus, was sie vorhersehen konnten und was nicht.

## I

### **Seit seiner Rückkehr in die Geschäftswelt im Jahr 1999 machte sich**

Rubin wegen der in Washington vorherrschenden Tendenzen Sorgen. Die Globalisierung war die zentrale Herausforderung der 1990er-Jahre gewesen. Im neuen Jahrtausend galt dies umso mehr. Aber zwei Jahre nach dem Beginn der zweiten Amtszeit Bushs brachte die Politik der republikanischen Regierung die Vereinigten Staaten von Amerika in Gefahr. Statt den Druck des globalen Wettbewerbs zu lindern, spaltete sie die amerikanische Gesellschaft. Damit bestand sowohl das Risiko, eine Gegenbewegung gegen die Globalisierung zu initiieren, als auch eine katastrophale Finanzkrise auszulösen, welche die Geldstabilität des Landes und die globale Stellung des Dollars gefährden würde.

Nicht, dass es Rubin und seinem Kreis in einer Welt der Globalisierung schlecht ergangen wäre. Nach dem Finanzministerium hatte er sich auf einem einflussreichen Posten als Aufsichtsratsmitglied bei der Citigroup zur Ruhe gesetzt. Orszag, der am Anfang seiner Karriere zwischen Lehre, Regierung und Beratung hin und her gewechselt war, landete zu gegebener Zeit ebenfalls bei der Citigroup. Für den Durchschnittsamerikaner sah die Sache jedoch anders aus. Es hatte gute Phasen gegeben. Die Clinton-Leute feierten immer noch die 1990er-Jahre und den Doppelboom der Technologiewerte und der Wall Street. Aber seit den 1970ern hatten die Löhne nicht mit der Produktivität Schritt gehalten. Für die Meritokraten des Hamilton Project lag auf der Hand, wer die Verantwortung dafür trug. Amerikas Schulen vermittelten den jungen Leuten nicht die Ausbildung, die unerlässlich war, um weiterhin der Konkurrenz voraus zu sein. Die ersten vom Hamilton Project veröffentlichten Berichte wimmelten vor Vorschlägen, um die Anwerbung von Lehrern zu verbessern und die Sommerferien der Kinder effektiver zu nutzen.<sup>3</sup> Das war der klassische praxisorientierte, »evidenzbasierte«, nichtideologische Ansatz zur Steigerung der Produktivität, der die wirtschaftspolitische Diskussion jener Zeit prägte. Die eigentliche Absicht war jedoch höchst politisch. Obama drückte es in seiner Rede so aus:

»Wenn man in Bildung und Gesundheitsversorgung und Sozialleistungen für arbeitende Amerikaner investiert, so zahlt sich das auf allen Ebenen unserer Wirtschaft aus.... Ich nehme an, wenn man die Leute in diesem Saal nach ihrer Meinung fragen würde, so sind viele von uns

starke Fürsprecher des freien Handels, und die meisten von uns glauben an den Markt. Bob [Rubin] und ich diskutieren jetzt seit rund einem Jahr darüber, wie wir eigentlich mit den Verlierern in einer globalisierten Wirtschaft umgehen. In der Vergangenheit gab es die Tendenz zu sagen: Hört mal, wir müssen den Kuchen größer machen, und wir werden jene weiterbilden, die eine Weiterbildung brauchen. Aber in Wirklichkeit haben wir diese Seite der Gleichung nie so ernst genommen, wie wir sie nehmen müssten. ... Führen Sie sich einfach vor Augen ... es gibt Leute in Städten wie Decatur, Illinois, oder Galesburg, Illinois, die erlebt haben, wie ihr Arbeitsplatz abgeschafft wurde. Sie haben ihre Krankenversicherung verloren. Sie haben ihre Altersvorsorge verloren. ... Sie glauben, dass dies die erste Generation sein könnte, in der es den Kindern schlechter als ihnen selbst geht.«<sup>4</sup>

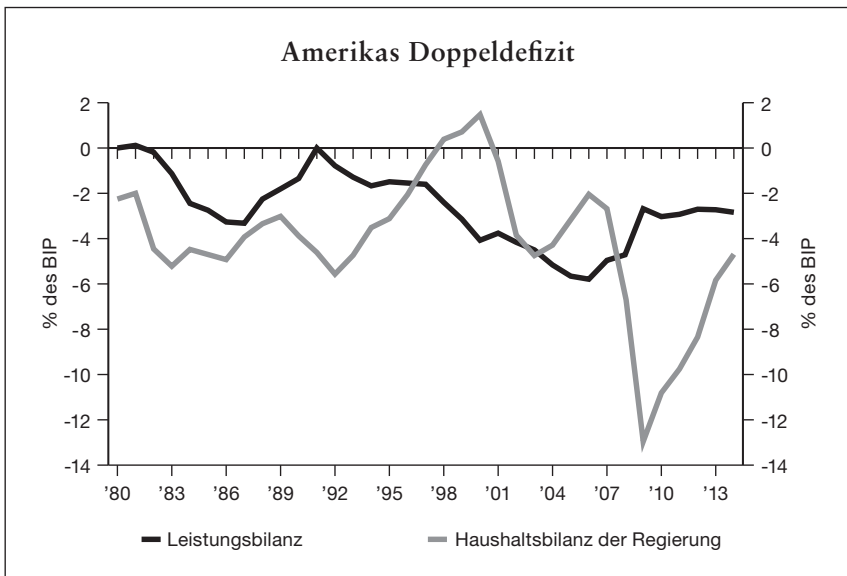
Das war ein Verrat am amerikanischen Traum des endlosen Aufstiegs, und es bestand die Gefahr, dass sich dies zu einer politischen Gegenbewegung auswuchs. Obama meinte dazu: »Zum Teil wird sich das in ebenjener nativistischen Einstellung, dem Protektionismus und der Stimmung gegen Einwanderung äußern, über die wir hier in Washington diskutieren. Somit hat die Arbeit, die hier getan wird, durchaus reale Konsequenzen. Das ist kein blutleerer Prozess.«<sup>5</sup>

Unter die Ängste bezüglich der Globalisierung und der Gefahr eines populistischen Aufstands, die sich bereits 2006 abzeichnete, mischte sich auch der Ton eines wirtschaftlichen Nationalismus, den sich nicht einmal Obama scheute anzusprechen: »Wenn man das Defizit niedrig hält und unsere Schulden nicht in die Hände anderer Nationen gelangen lässt, dann können wir alle gewinnen.« Neben der globalen Konkurrenzfähigkeit war die Schuldenfrage für das Hamilton-Team bestimmend.

Als Clintons Finanzminister war es das große Ruhmesblatt Rubins, dass er aus den Defiziten der Reagan-Ära einen deutlichen Haushaltsüberschuss machte. Seither hatte sich Amerika unter den Republikanern wiederum rasant in die entgegengesetzte Richtung bewegt. Im Juni 2001 hatte die Bush-Administration im Gefolge der Dotcom-Pleite und einer umstrittenen Wahl eine Steuersenkung verabschiedet, die den Fiskus schätzungsweise 1,35 Billionen Dollar im Lauf von zehn Jahren kostete.<sup>6</sup> Einflussreiche Wählerschaften wurden so bedient, aber zugleich wurden die Überschüsse Rubins verausgabt, und zwar ganz bewusst. Die Republikaner hatten sich eingeredet, dass Überschüsse tendenziell zu höheren Regierungsausgaben verleiteten. Ihr Ansatz war exakt das Gegenteil: eine Linie, die republikanische Strategen der

Reagan-Ära erstmals als »die Bestie aushungern« bezeichneten.<sup>7</sup> Indem sie Steuersenkungen durchsetzten und eine Haushaltskrise heraufbeschworen, schufen sie einen unwiderstehlichen Zwang, Kosten zu senken, die Zuwendungen für Sozialhilfe zu kürzen und die staatlichen Ausgaben zu schrumpfen.

Das Problem war, dass die Ausgabenkürzungen, die auf die Steuersenkungen folgen sollten, nie eintraten. Der Terroranschlag vom 11. September 2001 versetzte Amerika in den Kriegszustand. Die Bush-Administration antwortete mit einer enormen Steigerung der Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben. In einer Entwicklung, die bedenklich an Vietnam erinnert, stürzte die Regierung anschließend das Land in die Zwickmühle Irak. Im Jahr 2006, als die Hamilton-Gruppe zusammentrat, befand sich der Irak am Rand eines blutigen Bürgerkriegs. Die Frage lautete inzwischen, wie man aus dem Land wieder herauskam. Der Irakkonflikt war nicht nur ermüdend, er war auch horrend teuer. Die Regierung Bush gab sich alle Mühe, die Kosten des Kriegs vom regulären Haushalt zu trennen. Also schickten sich Haushaltsexperten der Demokraten an, in mühseliger Heimarbeit selbst die Summen zusammenzuzählen. Bis zum Jahr 2008 betrug die Rechnung allein für Afghanistan und den Irak mindestens 904 Milliarden Dollar. Weniger zurückhaltende Schätzungen gehen von sage und schreibe 3 Billionen



Quelle: Office of Management and Budget and Bureau of Economic Analysis.

aus. Die Summe war mit Sicherheit höher als in allen Kriegen der Vereinigten Staaten seit dem Zweiten Weltkrieg.<sup>8</sup>

Selbstverständlich hätte Amerika das bezahlen können.<sup>9</sup> Die Vereinigten Staaten waren viel reicher als zur Zeit von Pearl Harbor. Doch die Regierung Bush machte nicht nur die Steuersenkungen nicht rückgängig, im Mai 2003 verdoppelte sie diese noch, indem sie eine weitere Runde Steuererleichterungen durchsetzte. Da der Verteidigungshaushalt sakrosankt war und der Rest der frei verfügbaren Ausgaben nicht groß genug, um einen Unterschied auszumachen, schlugen die Republikaner vor, die Lücke mit extrem ungerechten Kürzungen der Sozialleistungen zu schließen. Allerdings kamen diese nicht durch den Senat, wo die Republikaner nur eine dünne Mehrheit hatten und die »Gemäßigten« für Ausgewogenheit sorgten. Wegen dieser Blockade wurde aus Rubins Haushaltsüberschuss in Höhe von 86,4 Milliarden Dollar im Jahr 2000 ein Rekorddefizit von 568 Milliarden 2004 – und es war noch kein Ende in Sicht.<sup>10</sup>

Der ursprüngliche Anstoß für das Hamilton Project war ein im Jahr 2004 verfasstes Paper von Orszag und Rubin, in dem sie Alarm schlugen.<sup>11</sup> Als Erstes würden die von Bush verschuldeten Defizite die Zinssätze hochtreiben und private Investitionen hemmen. In der Folge drohte ein weit düsteres Szenario. »Substanzielle Defizite, die bis weit in die Zukunft angelegt sind, können einen grundlegenden Wandel der Markterwartungen und einen damit verwandten Vertrauensverlust sowohl im eigenen Land wie auch im Ausland verursachen«, kommentierten Rubin und Orszag nüchtern. »Die ungünstigen dynamischen Effekte, die darauf folgen könnten, sind weitgehend, wenn nicht gar gänzlich von der konventionellen Analyse der Haushaltsdefizite ausgenommen. Dieses Versäumnis ist verständlich und auch angemessen im Kontext von kleinen und vorübergehenden Defiziten; es ist jedoch immer unhaltbarer in einem Umfeld mit hohen und dauerhaften Defiziten. Substanziell anhaltende Defizite können die Erwartungen und das Vertrauen schwer und nachteilig beeinflussen, was wiederum einen sich selbst verstärkenden negativen Zyklus zwischen dem zugrunde liegenden Staatsdefizit, den Finanzmärkten und der realen Wirtschaft hervorrufen kann.« Mit anderen Worten, die konventionelle Analyse verschloss die Augen vor den drohenden Gefahren. Sie »zog nicht ernsthaft« die Möglichkeit in Betracht, dass Amerika auf ein »fiskales oder finanzielles Chaos« zutrieb.

Veteranen der Regierung Clinton wussten, wovon sie redeten, wenn

sie einen »negativen Zyklus zwischen dem zugrunde liegenden Staatsdefizit, den Finanzmärkten und der realen Wirtschaft« heraufbeschworen. Denn diesen Zustand hatten sie, ihrer Meinung zufolge, von den verschwenderischen Regierungen Reagan und Bush Senior geerbt. Im Jahr 1993 hatten sie, angesichts eines Ausverkaufs am Anleihenmarkt, ehrgeizige Pläne für eine Stimulierung der Märkte ad acta gelegt.<sup>12</sup> Angetrieben von Rubin und dem Vorsitzenden der Fed Alan Greenspan wurde der Abbau des Defizits zu einem Mantra des Clinton-Teams. Der oberste politische Berater James Carville sinnierte damals: »Früher dachte ich, wenn es eine Wiedergeburt gibt, dann möchte ich als der [US-]Präsident oder der Papst oder als [Baseball-]Schlagmann mit einem Schnitt von 0,400 zurückkommen. Aber inzwischen möchte ich als der Anleihenmarkt zurückkommen. Da kann man jeden das Grauen lehren.«<sup>13</sup>

Die 1980er- und 1990er-Jahre waren die große Zeit der sogenannten Bond Vigilantes, der Sittenwächter der Märkte. Zehn Jahre danach waren sie immer noch auf dem Markt aktiv. Tatsächlich waren die Anleihenfonds größer als je zuvor. Was Rubin und seine Anhänger am meisten beunruhigte, waren jedoch, wie Obama andeutete, nicht die einheimischen Anleger. Die ausländischen Anleger waren das große Sorgenkind. Die Defizite der Regierung Bush wurden überwiegend durch ausländische Käufe von Anleihen finanziert. Wie Orszag und Rubin in ihrem Paper anmerkten, galten die Anleihen der Vereinigten Staaten immer noch als die sicherste Investition der ganzen Welt. Die Chance eines Ausfalls oder eines plötzlichen Anstiegs der Inflation war minimal. »Aber wenn sich diese Erwartung ändern sollte und Anleger nicht zu erkennen vermögen, wie die Politik extreme Maßnahmen vermeiden könnte, dann könnten die Konsequenzen weit gravierender sein, als die herkömmlichen Schätzungen vermuten lassen.« Überdies machten sich nicht nur die Clinton-Leute Sorgen. Im Jahr 2003 hielt das überparteiliche Haushaltsbüro des Kongresses es für angebracht, der Öffentlichkeit einen Extremfall vor Augen zu führen, in dem ausländische Investoren keine amerikanischen Wertpapiere mehr kauften, der Dollar abstürzte und die Zinssätze und Inflationsraten in die Höhe schnellten. »In Erwartung sinkender Profite und steigender Inflations- und Zinsraten könnten die Aktienmärkte einbrechen und Verbraucher schlagartig ihren Konsum verringern. Darüber hinaus könnten sich wirtschaftliche Probleme in den Vereinigten Staaten auf den Rest der Welt ausweiten und ernstlich die Volkswirtschaften der US-Handelspart-



ner schwächen.«<sup>14</sup>

Es war die Größe der Defizite, die Amerika anfällig machte für Druck seitens des Anleihenmarkts. Die Aussicht, dass ausländische Anleger urplötzlich amerikanische Staatsanleihen meiden könnten, beschwor den Albtraum eines abrupten Abbruchs der externen Finanzierung der amerikanischen Defizite herauf. Doch erst die Identität der ausländischen Investoren ließ einem bei diesem Szenario wirklich die Haare zu Berge stehen. Bis in die 1980er-Jahre waren die Europäer die größten ausländischen Investoren in den Vereinigten Staaten. Dann hatte Japan mit seinen riesigen Handelsüberschüssen deren Part übernommen. Noch im neuen Jahrhundert zählte es zu den größten Geldgebern Amerikas. Doch bereits in den 1990er-Jahren war, mit einem steigenden Yen und einer von einer verheerenden Immobilienpleite betroffenen einheimischen Wirtschaft, die von Japan ausgehende Bedrohung verblasst. Seit der Jahrtausendwende hatte die Globalisierung ein neues asiatisches Antlitz bekommen. Im April 2006, als Obama davon sprach, unsere »Schulden nicht in die Hände von fremden Nationen kommen zu lassen«, wussten alle, dass er von China und dem kommunistischen Regime sprach.

## II

**Seit den 1970er-Jahren war China ein Grundpfeiler der amerikanischen Geopolitik** gewesen. Nixon und Kissinger hatten die Fronten des Kalten Kriegs ins Wanken gebracht, indem sie China aus der sowjetischen Umklammerung herauslösten. Inzwischen war die Sowjetunion von der Landkarte verschwunden und mit ihr der europäische Schauplatz des Kalten Kriegs. Der Pazifik war der neue Horizont amerikanischer Macht und China der künftige Rivale. Zum ersten Mal seit dem Aufstieg NS-Deutschlands hatten die Vereinigten Staaten es mit einer Macht zu tun, die gleichzeitig ein potenzieller geopolitischer Konkurrent, ein feindliches politisches Regime und eine kapitalistische Erfolgsgeschichte war. Die Tatsache, dass Obama zu der Konferenz bei Brookings von Gesprächen über ein Atomabkommen mit Indien kam, war ein bezeichnender Zufall. Amerika hielt nach neuen Bündnispartnern in Asien Ausschau. Wichtiger als Atomwaffen war jedoch, zumindest in den Augen der Leute des Hamilton Project, die Wirtschaft.

Die Regierung Clinton hatte China beim Anschluss an die Globali-

sierung Hilfestellung geleistet. Im November 1995 hatte Washington Beijings Antrag ermuntert, in die neu gegründete Welthandelsorganisation (WTO) aufgenommen zu werden. Natürlich hatten sich die Vereinigten Staaten im Hinblick auf Westeuropa nach 1945, Japan und Ostasien in den 1950er- und 1960er-Jahren und Osteuropa in den 1990er-Jahren genauso verhalten. Von der Öffnung der Märkte profitierte die amerikanische Wirtschaft, profitierten amerikanische Investoren und amerikanische Verbraucher. Die wirtschaftlichen Interessen der USA waren so breit gefächert, dass sie sich de facto mit denen des globalen Kapitalismus deckten.<sup>15</sup> Schon seit Mitte der 1990er-Jahre verzichtete Washington auf jede offene Konfrontation mit dem kommunistischen Regime in China bezüglich Menschenrechten, Rechtsstaatlichkeit oder Demokratie. Stattdessen setzten Fürsprecher der Globalisierung sowohl der Demokraten als auch der Republikaner darauf, dass die starke und sachliche Kraft der kommerziellen Integration zu gegebener Zeit aus China einen fügsamen und freundlich gestimmten »Stakeholder« oder Teilhaber in der Weltordnung machen würde.<sup>16</sup>

Chinas Wirtschaftswachstum war sensationell. Amerikanischen Anlegern winkten gewaltige Gewinne. Amerikanische Produzenten wie GM setzten für ihre Zukunft auf China.<sup>17</sup> Nach einem kurzen Streit um die Straße von Formosa 1995/96 beruhigten sich die diplomatischen Beziehungen. Aber China wurde schon allein wegen seiner Größe zu einem Herausforderer. Mit dem brutalen Vorgehen auf dem Tiananmen-Platz 1989 hatte die kommunistische Partei deutlich signalisiert, dass sie nicht die Absicht hatte, ihre führende Rolle aufzugeben. Seither hatte sie eine volksnahe Ideologie gestrickt, die ebenso nationalistisch wie kommunistisch war.<sup>18</sup> Während Washington darauf setzte, dass der internationale Handel und die Globalisierung China »verwestlichen« würden, setzte die chinesische kommunistische Partei auf das Gegenteil.<sup>19</sup> Die Parteiführung war überzeugt, dass ein Hyperwachstum sie nicht schwächen, sondern ihre Stellung als erfolgreiche Steuermänner des spektakulären Comebacks ihrer Nation konsolidieren würde. Beijing nutzte die Handelschancen, doch es verpflichtete sich nie, die Märkte ganz zu öffnen. Vielmehr entschied es, wer investieren durfte und zu welchen Bedingungen. Das Regime kontrollierte den Ein- und Abgang von Geldern. Das gestattete es wiederum der Zentralbank, der Volksbank von China, ihren Wechselkurs festzulegen. Seit 1994 verknüpfte sie die eigene Währung mit dem Dollar.

Mit der Entscheidung für eine Dollarbindung war China keineswegs

allein. Ungeachtet des vorherrschenden Narrativs über die Marktliberalisierung war die Finanzwelt durchaus nicht flach. Das globale Währungssystem war hierarchisch geordnet, mit einer Schlüsselwährung, dem Dollar, an der Spitze der Pyramide.<sup>20</sup> Anfang des 21. Jahrhunderts gab es ein Geflecht aus an den Dollar gebundenen Währungen, die rund 65 Prozent der Weltwirtschaft (gemessen am BIP) ausmachten.<sup>21</sup> Währungen, die nicht an den Dollar gebunden waren, stützten sich tendenziell auf den Euro. Häufig war so eine Bindung ein Zeichen von Schwäche. In vielen Fällen wurde der Wechselkurs auf ein hochstaplerisches, überbewertetes Verhältnis festgelegt. Das brachte kurzfristig Vorteile. Importe wurden auf diese Weise billig. Lokale Oligarchen konnten sich prestigeträchtige ausländische Immobilien zum Schnäppchenpreis unter den Nagel reißen. Das Ganze barg jedoch ein großes Risiko. Die Bindung konnte gekappt werden, und häufig geschah dies mit einem großen Knall. Der äußere Schein der Stabilität, den ein fester Wechselkurs vermittelte, lud einen hohen Zustrom ausländischen Kapitals ein, das wiederum die binnenwirtschaftliche Aktivität ankurbelte, sodass eine aus dem Ausland finanzierte, unausgeglichene Handelsbilanz entstand. Banken, die als Kanal für ausländische Gelder fungierten, boomten. Damit war die Krise vorprogrammiert.<sup>22</sup> Sobald internationale Anleger das Vertrauen verloren, käme es zu einem verheerenden, abrupten Stillstand, einem »sudden stop«. Danach würden die Währungsreserven der Zentralbank schrumpfen, und ihr bliebe keine andere Wahl, als die Kursbindung aufzuheben. Stabilität würde in eine katastrophale Abwertung umschlagen. Wer als Erster sein Geld abgezogen hatte, war gerettet. Allen, die sich in ausländischer Währung verschuldet hatten, drohte jedoch der Bankrott.

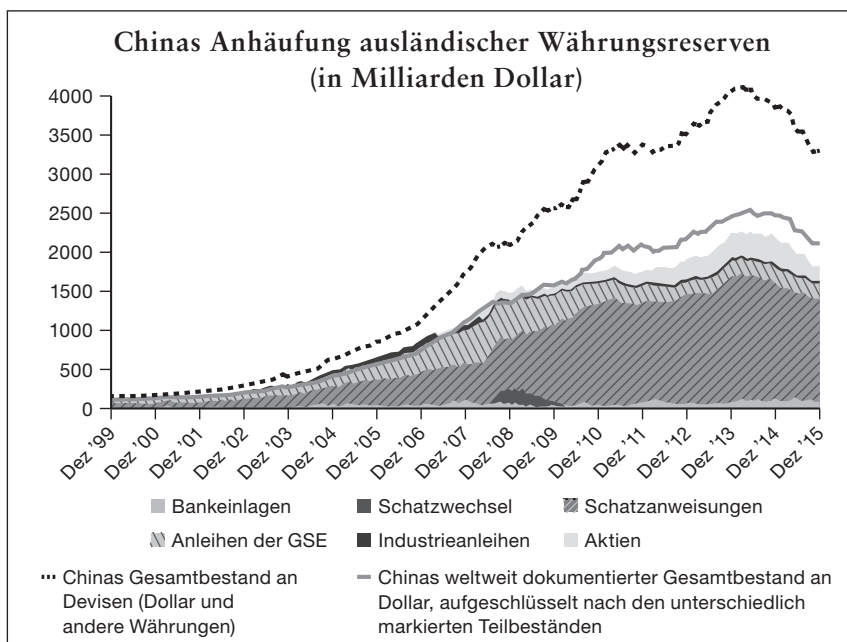
Genau das passierte in den 1990er-Jahren: 1994 in Mexiko; 1997 in Malaysia, Südkorea, Indonesien und Thailand; 1998 in Russland; 1999 in Brasilien. Mit der Eindämmung dieser Krisen erwarben sich der Vorsitzende der Federal Reserve Alan Greenspan, Finanzminister Robert Rubin und Larry Summers, Rubins Nummer zwei, den Titel »Komitee zur Rettung der Welt«. <sup>23</sup> Was passierte, wenn die amerikanischen Superhelden nicht zur Stelle waren, zeigte sich im Jahr 2001. Während die Regierung Bush völlig vom Terroranschlag des 11. September abgelenkt war, nahm die finanzielle Spekulation gegen Argentinien zu. Trotz eines 22-Milliarden-Dollar-Kredits des IWF wurde die argentinische Stellung ohne amerikanische Rückendeckung unhaltbar; 80 Prozent der argentinischen Privatschulden waren in Dollar, während nur

25 Prozent der Wirtschaft exportorientiert waren.<sup>24</sup> Im Dezember 2001, als Dollars aus dem Land flossen, schränkte die argentinische Regierung den Zugriff auf Bankkonten ein. Unter den Krawallen, die 24 Menschenleben forderten, brach die Regierung ein. Am 24. Dezember 2001 gab Argentinien die Aussetzung der Tilgungen für 144 Milliarden Dollar öffentlicher Schulden bekannt, darunter 93 Milliarden Schulden an ausländische Geldgeber. Der Peso stürzte im Vergleich zum Dollar von 1:1 auf 3:1 ab, die Dollarschuldner gingen dadurch bankrott. Die Wirtschaft wurde auf einen Stand zurückgeworfen, den man seit Anfang der 1980er-Jahre nicht mehr erlebt hatte. Zu Beginn des 21. Jahrhunderts rutschte über die Hälfte der argentinischen Bevölkerung unter die Armutsgrenze.<sup>25</sup>

China hatte nicht vor, das Opfer eines schlagartigen Einbruchs bei der Finanzierung im Bankensektor, geschweige denn ein bedürftiger Empfänger amerikanischer Hilfsmittel zu werden.<sup>26</sup> Um das Risiko umzukehren, wählte Beijing, als es die Währung an den Dollar band, einen Wechselkurs, der nicht zu hoch, sondern zu niedrig war. So hatten Japan und Deutschland es in den 1950er- und 1960er-Jahren gemacht.<sup>27</sup> Das war ein Rezept für exportorientiertes Wachstum, brachte jedoch seinerseits Schwierigkeiten mit sich. Durch eine Unterbewertung der Währung wurden Importe teurer als eigentlich nötig, was den chinesischen Lebensstandard senkte. Indem es einen Handelsüberschuss mit den Vereinigten Staaten erzielte und amerikanische Staatsanleihen kaufte, exportierte das arme China Kapital ins reiche Amerika und verschaffte so den amerikanischen Verbrauchern die Mittel, die Produkte seiner riesigen neuen Fabriken zu kaufen. Überdies war die Beibehaltung des künstlich niedrigen Kurses ein Kampf für sich. Als Chinas Handelsüberschuss mit den Vereinigten Staaten von 83 Milliarden Dollar im Jahr 2000 auf 227 Milliarden 2009 schnellte, musste die chinesische Zentralbank, um den Wert des Yuan niedrig zu halten, kontinuierlich Dollar aufkaufen und die eigene Währung verkaufen. Zu diesem Zweck warf sie einfach die Druckerpresse an. Normalerweise hätte das im Land eine Inflation auslösen müssen, die jeden Wettbewerbsvorteil zunichtegemacht und soziale Unruhen ausgelöst hätte. Also verlangte die Volksbank von China, um die Auswirkungen ihrer eigenen Intervention zu »sterilisieren«, dass alle chinesischen Banken hohe und noch wachsende vorsorgliche Reserven hielten. Auf diese Weise wurde das Geld wirkungsvoll dem Kreislauf entzogen. Es hatte sich ein überaus unausgeglichener Zustand ergeben, der lediglich wegen der extrem engen

Beziehung zwischen dem chinesischen Regime und der Wirtschaftselite Bestand haben konnte – einer Beziehung, die auf der allgemeinen Bindung an die kommunistische Partei, Zwang und gegenseitigem Profit fußte. Chinesische Unternehmen und ihre Besitzer, die aufstrebenden Oligarchen, profitierten massiv von einem gigantischen, vom Export angetriebenen Wirtschaftsboom.<sup>28</sup> Chinesische Bauern und Arbeiter jagten dem Traum städtischen Wohlstands nach. Unterdessen waren Beijings riesige Währungsreserven die beste Garantie, die es in einer unsicheren Weltwirtschaft geben konnte, dass im Fall einer Krise es nicht Chinas Souveränität wäre, die Schaden erlitt.

Bei so vielen an den Dollar gebundenen Währungen, die ihre Wettbewerbsfähigkeit beim Export nicht über eine Ab- oder Aufwertung anpassen konnten, war es kein Wunder, dass die Weltwirtschaft in Länder mit einem Exportüberschuss auf der einen und mit einem Importdefizit auf der anderen Seite polarisiert war. Allein in den ersten drei



Anmerkung: Schätzungen um belgische Bestände und britische Kapitalflüsse bereinigt.  
 Quelle: Brad Setser, »How Many Treasuries Does China Still Own?«, in: *Follow the Money* (Blog), Council on Foreign Relations, 9. Juni 2016, <https://www.cfr.org/blog/how-many-treasuries-does-china-still-own>.

Monaten des Jahres 2005 belief sich das Leistungsbilanzdefizit Amerikas – ein Überschuss an Auslandszahlungen für den Handel mit Waren, Dienstleistungen und Kapitalerträgen – auf fast 200 Milliarden Dollar. Am Ende des Jahres war es auf 792 Milliarden gestiegen, und etliche Anzeichen deuteten eine weitere Verschlechterung im Jahr 2006 an. Für die Staaten auf der Überschussseite der »globalen Ungleichgewichte« wurden die sogenannten Staatsfonds (englisch Sovereign Wealth Funds oder SWF) zu riesigen Kapitaldepots. Laut Schätzungen des Peterson Institute for International Economics in Washington, D.C., hielten die Staatsfonds von Schwellenländern im Jahr 2007 mindestens 2 Billionen Dollar an Wertpapieren, zusätzlich zu den Billionen an Reserven, die ihre Zentralbanken horteten.<sup>29</sup> Die saudi-arabische Währungsbehörde schwamm im Geld, genauso wie die Staatsfonds von Norwegen und Singapur. Manche Staatsfonds ließen sich auf abenteuerliche Investitionen in Aktien ein. Chinas staatliche Verwaltung für Devisenhandel hielt Ausschau nach sicheren und vorhersagbaren Renditen. Ihre bevorzugte Anlageform waren langfristige amerikanische Staatsanleihen und Pfandbriefe, die von der US-Regierung garantiert wurden.

Die Ungleichgewichte waren beunruhigend, aber sie ließen, zumindest aus Sicht der Überschussländer, hoffen, dass im Fall einer Krise der erste Schock die andere Seite treffen würde. Die Vereinigten Staaten, die weltgrößte Defizitwirtschaft, würden erleben, wie ihre Währung abgewertet wurde und die Zinssätze in die Höhe schossen, falls ausländische Anleger amerikanische Wertpapiere abstießen. Ebendieses Szenario hatte Orszag, Rubin und Senator Obama so großes Kopfzerbrechen bereitet. Damit waren sie keineswegs allein. In der angesehenen Zeitschrift des Council of Foreign Relations *Foreign Affairs* schlug Peter G. Peterson, der Vorsitzende des Council, des Institute of International Economics und der Blackstone Private Equity Group, wegen des doppelten Defizits Alarm.<sup>30</sup> Die Wirtschaftsexperten Nouriel Roubini und Brad Setser warnten, dass den Vereinigten Staaten, falls Anleger das Vertrauen verlieren sollten, eine sehr abrupte Abwertung des Dollars und ein massiver Anstieg der Zinssätze drohten.<sup>31</sup> Das könnte sich durchaus zur schlimmsten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg auswachsen.<sup>32</sup> Überdies wäre Amerika dann nicht nur wirtschaftlich am Boden, sondern würde von der aufsteigenden Macht Asiens gemühtigt werden. Natürlich würde es auch China treffen, wenn die Vereinigten Staaten in eine Krise gerieten.<sup>33</sup> Niall Ferguson und Moritz Schularick prägten den Begriff »Chimerika«, um die chinesisch-ameri-

kanische Wirtschaftsverflechtung zu beschreiben.<sup>34</sup> Bei Larry Summers, der vom Finanzministerium an die Harvard University wechselte, als deren Präsident er eine unglückliche Amtszeit verbrachte, ließ dieses Szenario Erinnerungen an das nukleare Gleichgewicht im Kalten Krieg wach werden, unter dem Zeichen der »mutually assured destruction«. Im Herzen der Weltwirtschaft herrsche ein »Gleichgewicht des finanziellen Schreckens«, erklärte er seinen Zuhörern in Washington.<sup>35</sup> Der Unterschied bestünde darin, dass die Wirtschaft im Kalten Krieg Amerikas starke Seite gewesen sei. Nunmehr sei der einzige Trumpf die Hoffnung, dass Amerika schlicht »zu groß« sei, als dass China es zusammenbrechen lassen könne. Das war kaum eine beruhigende Diagnose.

### III

**Die naheliegende Lösung, um die Ungleichgewichte abzubauen, war,** wie das Hamilton Project forderte, eine zurückhaltende Haushaltspolitik: das Bundesdefizit verringern, die Binnennachfrage einschränken, den Import chinesischer Waren und chinesischen Geldes reduzieren. Doch die Regierung Bush schien das nicht zu kümmern. Im Jahr 2004 veröffentlichte der ehemalige Finanzminister Paul O’Neill, der im Jahr 2002 aus dem Kabinett entlassen worden war, seine entlarvende Darstellung der ersten Bush-Jahre. Sie enthielt eine Episode, die Kreise der Wirtschaftspolitik umtrieb. Im November 2002 wollte O’Neill Vizepräsident Dick Cheney warnen, dass die rasant wachsenden »Haushaltsdefizite ... eine Gefahr für die Wirtschaft« wären. Doch Cheney schnitt ihm einfach das Wort ab: »Wissen Sie, Reagan hat doch bewiesen, dass Defizite keine Rolle spielen.« Die Republikaner hatten die Kongresswahlen gewonnen, Steuersenkungen waren fällig. Noch im selben Monat wurde O’Neill entlassen.<sup>36</sup> Aus Sicht der demokratischen Rubin-Anhänger war das nicht nur wirtschaftlicher Analphabetismus, es war auch ein politischer Skandal. Im Kielwasser von George Bush Senior hatten sie qualvolle Jahre damit verbracht, Reagans Defizite abzarbeiten. Sollte sich Cheney’s Version des Republikanismus durchsetzen, untergrub sie die Basis für den Machtwechsel im amerikanischen Zwei-Parteien-System. Wie konnten die Demokraten eine vernünftige »nationale« Wirtschaftspolitik betreiben, wenn die Republikaner die Wirtschaft als eine Ressource betrachteten, die zugunsten ihrer privilegierten Wählerschaft gemolken werden durfte? Brad DeLong, der Vize-

Staatssekretär für Wirtschaftspolitik im Finanzministerium unter Clinton, kommentierte reumütig: »Rubin und wir Speerträger setzten Himmel und Hölle in Bewegung, um die Haushaltsbilanz der amerikanischen Regierung wieder auszugleichen, damit das Wirtschaftswachstum wiederum stieg. Aber es stellte sich heraus, ... dass wir lediglich George W. Bushs rechten Klassenkrieg ermöglichten: sein Streben nach einer noch größeren Einkommensungleichheit nach Steuern.«<sup>37</sup>

Die Sache war dringend, weil sich nach den folgenschweren Wahlen im November 2006 die Machtverhältnisse im Repräsentantenhaus und Senat änderten. Nach einer Wende des Schicksals, die man nur als Fügung bezeichnen kann, sollten die Demokraten während der größten Krise des amerikanischen Kapitalismus seit den 1930er-Jahren im Kongress das Sagen haben. Doch das war noch Zukunftsmusik. Im Jahr 2006 lautete die Frage, ob die Demokraten, als die neue Macht auf dem Kapitol, wiederum die Verantwortung für den Abbau des Defizits übernehmen sollten. Viele in der Partei, vor allem Vertreter des linken Flügels, fragten sich, warum sie sich diese Bürde aufladen sollten.<sup>38</sup> Ein gemäßigter Vertreter meinte: »Zu haushaltspolitischer Verantwortung gehören immer zwei dazu, und solange die GOP [Grand Old Party, die Republikaner] nicht mitspielen möchte, können die Demokraten es sich nicht leisten, allein die Verantwortung zu übernehmen.«<sup>39</sup> Womöglich sah die beste Möglichkeit, eine weitere »vermögenpolarisierende Offensive« durch einen republikanischen Kongress zu verhindern, so aus, dass man für öffentliche Bauten, Sozialhilfe und Arbeitsbeschaffungsprogramme so viel Geld ausgab, dass nicht einmal ein Republikaner auf die Idee kam, dem Ganzen noch Steuersenkungen hinzuzufügen. Wie DeLong resigniert konstatierte, wäre die »überschussorientierte Steuerpolitik, die Robert Rubin und Co. in der Clinton-Administration eingeführt hatten, hervorragend für Amerika gewesen, wenn die Clinton-Administration von einem normalen Nachfolger abgelöst worden wäre. Aber welche Steuerpolitik soll eine künftige demokratische Regierung verfolgen, wenn es keine Garantie gibt, dass ihre republikanischen Nachfolger jemals wieder ›normal‹ sein werden?«<sup>40</sup>

Mit Blick auf dieses Dilemma erhielten die von Orszag und Rubin heraufbeschworenen Katastrophenszenarien eine ganz andere Bedeutung. Es ging dabei ebenso sehr um die Kontrolle über die Agenda innerhalb der Demokraten wie um den Sieg über die Republikaner. Wenn bei dem Ringen um das Defizit nur ein Prozentpunkt Wachstum hier oder da auf dem Spiel stand, warum sollten die Demokraten dann



nicht ihre eigenen Prioritäten obenan stellen? Sollte jedoch eine mit dem Scheitern der Weimarer Republik vergleichbare Katastrophe drohen, dann würde der linke Flügel der Demokraten sicherlich in Reih und Glied zurückkehren und Haushaltskürzungen den Vorrang geben.

In Anbetracht des politischen Patts in der Steuerpolitik und der offensichtlichen Ungleichgewichte der US-Wirtschaft waren es die mächtigen Hüter des Federal Reserve Board in Washington, D.C., von denen man erwartet hätte, in Aktion zu treten. Unter dem Vorsitz von zuerst Paul Volcker (1979–1987) und dann Alan Greenspan (1987–2006) hatte das Ansehen der amerikanischen Notenbank ungeahnte Höhen erreicht. Hinsichtlich ihrer fachlichen Autorität und der unangreifbaren Stellung innerhalb der Struktur der US-Regierung machte sie dem amerikanischen Sicherheitsapparat Konkurrenz.<sup>41</sup> Die Ironie lag jedoch darin, dass das Hauptinstrument der Fed, je größer ihr Ansehen und ihre Autorität wurden, scheinbar an Wirkung verlor. Der von der Fed festgelegte Zinssatz für kurzfristige Anleihen gab allem Anschein nach nicht länger das Tempo für den Rest der Wirtschaft vor.

Nach dem Platzen der Dotcom-Blase hatte Greenspan den Leitzins auf 3,5 Prozent gesenkt. Nach den Anschlägen vom 11. September 2001 kam es zu weiteren Zinssenkungen, bis auf 1 Prozent im Sommer 2003. Ab 2004 fing die Fed an, den Zinssatz wieder zu erhöhen. Angesichts des US-Handelsdefizits und des stürmischen Booms im Land war dieser Schritt das Standardrezept. Er sollte private Ersparnisse fördern und Investitionen beschränken.<sup>42</sup> Zur Bestürzung der Fed zeigte die Maßnahme jedoch kaum Wirkung. Am verblüffendsten war, dass die Zinssätze am langfristigen Anleihenmarkt nicht reagierten, als die Fed die Sätze für kurzfristige Kredite erhöhte. Es gab zu viele Käufer von langfristigen Wertpapieren, was die Preise nach oben trieb und die Renditen niedrig hielt. Dabei hätte das eigentlich niemanden überraschen dürfen.<sup>43</sup> Indem viele US-Handelspartner ihre Währungen an den Dollar banden, verhinderten sie nicht nur eine Abwertung des Dollars, die unter Umständen Amerikas Wettbewerbsfähigkeit gestärkt hätte. Sie verhinderten auch eine Aufwertung der US-Währung, die üblicherweise auf eine Erhöhung des Leitzinses folgte. Bei de facto festen Wechselkursen verringerte eine Erhöhung der Zinssätze nicht das Kreditangebot. Der Schritt hatte vielmehr den gegenteiligen Effekt, dass Investitionen in den Vereinigten Staaten attraktiver wurden, so dass noch mehr ausländisches Kapital ins Land floss.

Die Fed sah sich eingezwängt zwischen Chinas Entschlossenheit, sei-

ne Währung an den Dollar zu binden, und der Weigerung des Kongresses, das US-Haushaltsdefizit im Zaum zu halten. Chinas unausgeglichener Wachstumspfad schuf einen berschuss an Ersparnissen, die im Ausland investiert werden mussten. Die als »AAA« eingestuften US-Schatzbriefe oder Treasurys waren die bevorzugten Wertpapiere. Als frisch ernanntes Ausschussmitglied der Federal Reserve prägte der Princeton Volkswirt Ben Bernanke in einem seiner ersten Beiträge zur Debatte den Begriff »globale Sparschwemme«, um die Lage zu beschreiben, in der das Hauptinstrument der Fed seinen Einfluss auf die Wirtschaft verlor.<sup>44</sup> Weil ausländische Mittel zur Verfügung standen, wurden die Anstrengungen der Fed, die Zinsen zu erhöhen, zunichtegemacht. Gleichzeitig verringerte diese Geldschwemme den Druck auf den Kongress, eine strengere Haushaltspolitik zu verabschieden. Da Kapital ins Land strömte, senkte dies die amerikanischen Zinssätze, indem es den einheimischen Wirtschaftsaufschwung anheizte und Importe anlockte, vor allem aus China. Aber solange sich beim Kongress kein Sinneswandel einstellte oder die Wechselkurse generell freigegeben wurden, konnte die Fed kaum etwas tun. Dieses zweifelhafte Erbe trat Bernanke am 1. Februar 2006 an, als er den Vorsitz der Federal Reserve übernahm.

Mit seiner ruhigen und zurückhaltenden Art sollte Bernanke in Kürze einen übergroßen Platz in der globalen Wirtschaftsgeschichte einnehmen. Er entpuppte sich als ein ungewöhnliches, aber höchst bedeutendes Beispiel dafür, wie man »aus der Geschichte lernen kann«. Im November 2002 versprach Bernanke auf einer Geburtstagsfeier für Milton Friedman und Anna Schwartz, Friedmans Ko-Autorin bei dem monumentalen Standardwerk *Monetary History of the United States*, der Bibel des Monetarismus: »Ich möchte Milton und Anna gerne Folgendes sagen: Mit Blick auf die Weltwirtschaftskrise – Sie haben recht, das haben wir [die Fed] angerichtet. Das tut uns sehr leid. Aber dank Ihrer Hilfe werden wir das nie wieder tun.«<sup>45</sup> In Anbetracht der in den 1970er-Jahren geprägten Verbindung zwischen Monetarismus und Inflationsbekämpfung könnte man Bernankes Versprechen leicht mit der Verpflichtung eines konventionellen Vertreters der Zentralbank zur Preisstabilität verwechseln. Tatsächlich verpflichtete sich Bernanke auch zur Preisstabilität, aber was er zu verhindern versprach, war eine Deflation, keine Inflation. Aus den 1930er-Jahren hatte man gelernt, dass die Fed nicht nur rasch handeln musste, um eine allzu rasche Erhöhung der Geldmenge zu vermeiden, sondern auch, dass sie durch den

Ausfall von Banken zusammenbrach.<sup>46</sup> Unter Bernankes Aufsicht würde es nicht zu einer Deflation kommen. Dieser unbeirrbar entschlossene, der von dem neuen Fed-Chef verkörpert, aber auch von Vertretern quer durch das politische Establishment Amerikas geteilt wurde, sollte die Reaktion der Geldpolitik auf die Krise prägen. Dabei definierte Bernanke neu, wozu eine Zentralbank als Sachwalter moderner Regierungstätigkeit imstande ist. In Anbetracht der Bedeutung dieses Umstands vergisst man nachträglich leicht, wie unspektakulär seine Ernennung damals schien. Er war eine zuverlässige Person, kein allzu großer Egozentriker, ein verlässlicher, bodenständiger Republikaner. In Fragen der Geldpolitik war er vor allem für seine Überzeugung bekannt, dass ein regelgestützter Ansatz des »eingeschränkten Ermessens« die beste Option war, um die Ära der »großen Mäßigung« fortzusetzen.<sup>47</sup>

Als Wirtschaftsexperte, der von der verheerenden Geschichte des Goldstandards der 1920er- und 1930er-Jahre geprägt worden war, kannte Bernanke nur zu gut die Gefahren eines einseitig festgelegten Wechselkurssystems. Er stand der chinesischen Währungspolitik äußerst kritisch gegenüber.<sup>48</sup> Doch Zentralbanker pflegen untereinander höfliche Umgangsformen. Es stand der Fed nicht an, den Chinesen Vorträge über Währungspolitik zu halten. Diese Regeln galten allerdings nicht für das US-Finanzministerium oder den Kongress. Anfang der 2000er-Jahre wurden Dutzende von Gesetzesentwürfen in den Kongress eingebracht, die China Währungsmanipulationen unter Verstoß gegen die Standards der Welthandelsorganisation (WTO) vorwarfen und Sanktionen forderten. Es waren diese Initiativen, die in Kreisen wie dem Hamilton Project Sorgen bezüglich des »populistischen Protektionismus« erregten. Um den Druck auf die US-Wirtschaft zu lindern, fing China im Juli 2005 an, eine allmähliche Aufwertung der eigenen Währung zuzulassen, nach einiger Zeit lag sie bei 23 Prozent. Doch es ging quälend langsam.

Um das Ganze zu beschleunigen, plädierten einige in Washington dafür, den IWF einzuschalten. Warum forderte der globale Währungshüter nicht China auf, sich um die Schieflage in der Zahlungsbilanz zu kümmern? Im September 2005 ließ Staatssekretär Tim Adams im Finanzministerium in einer viel beachteten Rede die Bemerkung fallen, der IWF scheine »am Steuer eingeschlafen« zu sein.<sup>49</sup> Den IWF als Schlichter ins Spiel zu bringen brachte jedoch gravierende Implikationen mit sich. Man konnte von China nicht erwarten, einen Ratschlag des IWF zu akzeptieren, solange das Land im Ausschuss des IWF nicht

gemäß seiner Größe vertreten wurde. Außerdem würde Beijing davon ausgehen, dass die Aufsicht des IWF ebenso für die Vereinigten Staaten gelte. Das dürfte einem republikanischen Weißen Haus nicht gefallen.<sup>50</sup> Mangels einer Anpassung über den Markt oder einer internationalen Aufsicht wurde das Gleichgewicht des »finanziellen Schreckens« mithilfe einer Gipfeldiplomatie nach dem Vorbild des Kalten Kriegs gemanagt. Und es war kein Zufall, dass Präsident Bush Hank Paulson zu seinem letzten Finanzminister machte. Paulson wechselte wie Rubin von einem CEO-Posten bei Goldman Sachs in das US-Finanzministerium. Aber außer seinen Referenzen als Investmentbanker empfahl sein Ruf als alter Kenner Chinas Paulson für den Posten. Er prahlte gerne, dass er seit dem Massaker auf dem Tiananmen-Platz schon 70 Mal in China gewesen sei.<sup>51</sup> Für multilaterale Institutionen wie den IWF hatte er nicht sonderlich viel übrig. Er bevorzugte vielmehr den bilateralen Dialog – was manche dazu verleitete, vom »G2«-Format zu sprechen.<sup>52</sup> Zu den ersten Maßnahmen Paulsons zählte, einen »U.S.-China Strategic Economic Dialogue« anzuregen und sich persönlich auf amerikanischer Seite einzubringen.<sup>53</sup>

## IV

**Im Herbst 2007, als bereits eine völlig andere Krise am Horizont drohte,** stand der Dollar immer noch im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit. Die Zeitschrift *Economist* warnte vor einer »Dollarpanik«.<sup>54</sup> Das Nachrichtenmagazin *Der Spiegel* kündigte in der englischsprachigen Online-Ausgabe ein »Pearl Harbor without a war« an. Von Bill Gross, der Nummer eins beim Rentenhandlgiganten PIMCO, wurde gemeldet, er habe Dollarwertpapiere verkauft, genau wie der Milliardär Warren Buffett. Im November 2007 berichtete Bloomberg, dass das weltweit bestbezahlte Supermodel, die Brasilianerin Gisele Bündchen, von Procter & Gamble verlangt hatte, sie für die Werbung für die Marke Pantene in Euro zu bezahlen. Mit einem Vermögen von über 300 Millionen Dollar konnte Bündchen es sich nicht leisten, die Stimmung auf dem Währungsmarkt zu ignorieren. Unterdessen ging der Hip-Hop-Star Jay Z dazu über, auf MTV Bündel von Euroscheinen zu blättern.

Wenn der Euro der neue Trend war, stand der Dollar wirklich kurz davor, aus der Mode zu kommen? Im Sommer 2007, dem Jahr vor der Verleihung des Nobelpreises, skizzierte Paul Krugman die Logik des

Augenblicks, den er nach der Cartoon-Figur einen »Wile E. Coyote«-Moment nannte, in dem ausländische Anleger auf einmal erkennen, dass den Dollar außer ihren eigenen Käufen nichts mehr hält.<sup>55</sup> Wie die Figur aus dem Cartoon, in der Luft gehalten durch die Propellerbewegung der eigenen Beine, hing auch der Dollar über einem Abgrund. Es sei tröstlich, beruhigte Krugman seine Leser, dass der größte Teil der Schulden Amerikas in der eigenen Währung ausgestellt sei, folglich werde die Auswirkung eines Einbruchs des Dollars abgefedert. Es werde kein Argentinien geben. Sollte die Fed jedoch gezwungen sein, schlagartig die Zinssätze zu erhöhen, ständen die Vereinigten Staaten vor einem ernststen Abschwung. »Und das«, so Krugman, »wird nicht lustig.«

Die tüchtigsten und klügsten Köpfe in der amerikanischen wirtschaftspolitischen Diskussion lagen nicht falsch, als sie sich wegen des chinesisch-amerikanischen Ungleichgewichts Sorgen machten. Wäre es außer Kontrolle geraten, dann hätte das für eine Katastrophe gesorgt. Zehn Jahre danach hängt dieses Damoklesschwert immer noch über der Weltwirtschaft. Die Gefahr einer Krise wurde 2008 deshalb eingedämmt, weil auf beiden Seiten handfeste Interessen auf dem Spiel standen und sie von Washington ebenso wie von Beijing als eine Angelegenheit von höchster Priorität behandelt wurde. Von Anfang an waren die chinesisch-amerikanischen Finanzbeziehungen äußerst politisiert und wurden als eine Angelegenheit der Großmachtdiplomatie aufgefasst. Niemand machte sich Illusionen, dass es sich um eine reine Marktbeziehung, um ein Geschäft wie andere handelte. Als Paulson sich wegen eines chinesischen Dollarausverkaufs Sorgen machte, wusste er, wen er in Beijing anrufen musste. Larry Summers Analogie zum Kalten Krieg erwies sich als trefflicher, als er selbst ahnte. Das Gleichgewicht des finanziellen Schreckens hatte Bestand.<sup>56</sup> Unterdessen zeichnete sich jedoch immer deutlicher ab, dass die amerikanische politische Elite ihr Augenmerk auf, wie Bradford DeLong sagen sollte, die »falsche Krise« gerichtet hatte.<sup>57</sup> Die Krise, die für immer mit dem Jahr 2008 assoziiert werden wird, war keine Krise der amerikanischen Staatsschulden, angetrieben von einem chinesischen Ausverkauf, sondern eine Krise, die dem westlichen Kapitalismus absolut immanent war: ein Crash an der Wall Street, der von toxischen, verbrieften Subprime-Hypotheken ausgelöst wurde und sogar drohte, Europa mit in den Abgrund zu reißen.

## Kapitel 2

# Subprime

**Als die mit dem Hamilton Project verbundenen Wirtschaftsexperten** ein Katastrophenszenario skizzierten, sorgten sie sich wegen der allzu hohen öffentlichen Schulden, der enttäuschenden Leistungen der amerikanischen Schüler und der Gefahr eines chinesischen Ausverkaufs. Was sie allerdings nicht infrage stellten, war die elementare Funktionsweise der amerikanischen Wirtschaft, ihrer Banken und Finanzmärkte. Die Probleme der Vereinigten Staaten waren ihre Bevölkerung, die Gesellschaft, die Politik, nicht die Wirtschaft an sich. Dabei war bereits im Jahr 2006, wenn man genau hinsah, offensichtlich, dass etwas absolut falsch lief. Seit Anfang des 21. Jahrhunderts war die US-Wirtschaft nicht nur von hohen Staatsdefiziten, sondern auch von einem nachhaltigen Anstieg der Immobilienpreise gestützt worden. In einigen der Problemgebenden des Landes konnten inzwischen Zehntausende von Familien, die kürzlich eine Hypothek aufgenommen hatten, ihre Raten nicht mehr zahlen. Unter den marginalisierten ethnischen Minderheiten in Städten wie Cincinnati und Cleveland, aber auch in Stadtrandsiedlungen in den Sonnenscheinstaaten Florida und Georgia wurden unzählige Hypotheken nicht mehr bedient. Amerikas Immobilienboom war im Begriff, abrupt zum Stillstand zu kommen. Und das sollte eine globale Krise auslösen.

Zig Millionen US-Amerikaner traf die Krise dort, wo es am meisten wehtat: beim eigenen Haus. Verglichen mit dem Ausmaß der globalen wirtschaftlichen Ungleichgewichte und in Anbetracht der chinesisch-amerikanischen Beziehungen fällt es schwer, die Mechanismen des amerikanischen Hypothekenwesens nicht als Problem mit begrenzter Reichweite zu betrachten. Wie konnte dieses einheimische Drama das weltweite Finanzsystem erschüttern und eine globale Krise auslösen? Die schlichte Antwort lautet, dass Immobiliengeschäfte zwar banal sein mögen und billig hochgezogene amerikanische Einheitsvillen (McMansions) umso mehr, sie aber einen enormen Anteil am gesamten ver-

marktbareren Vermögen weltweit ausmachen. Nach einer Schätzung beträgt der Anteil der US-Immobilien am weltweiten Vermögen sage und schreibe 20 Prozent.<sup>1</sup> Amerikanische Eigenheime machen 9 Prozent der Gesamtsumme aus. Zur Zeit der Krise besaßen 70 Prozent der amerikanischen Haushalte ein eigenes Zuhause – in Zahlen über 80 Millionen. Die gleichen Haushalte waren für die Weltwirtschaft die größte Nachfragequelle. Im Jahr 2007 kauften amerikanische Verbraucher rund 16 Prozent der weltweiten Produktion, und nichts verlieh ihnen ein besseres Gefühl als steigende Immobilienpreise. Indem sich Amerikas Immobilienpreise in den zehn Jahren vor 2006 fast verdoppelten, erhöhte sich das Haushaltsvermögen um 6,5 Billionen Dollar, was nicht nur den Vereinigten Staaten, sondern der ganzen Weltwirtschaft gewaltigen Auftrieb gab.<sup>2</sup> Als die Ausgaben der amerikanischen Verbraucher die Marke von 10 Billionen Dollar erreichten, steigerte dies die globale Nachfrage zwischen 2000 und 2007 um 937 Milliarden Dollar.<sup>3</sup>

Fluktuationen in dieser Größenordnung können erklären, wie es 2007 zu einem Abflauen der Konjunktur kam. Will man jedoch erklären, wie dieser Umstand eine Finanzkrise samt mehreren Bankeninsolvenzen, die eine Panik verbreiteten, und weltweiter Kreditverknappung auslösen konnte, so muss man eine wichtige Kleinigkeit hinzufügen: Immobilien sind nicht nur die größte Einzelform von Vermögen, sie sind auch die wichtigste Form der Darlehensabsicherung.<sup>4</sup> Ebendie Hypothekenschuld verstärkt den allgemeinen Wirtschaftszyklus und verknüpft zugleich den Hauspreiszyklus mit der Finanzkrise.<sup>5</sup> Von den 1990er-Jahren bis zum Ausbruch der Krise im Jahr 2007 entwickelte sich die amerikanische Immobilienfinanzierung durch eine vierfache Transformation zu einer dynamischen und destabilisierenden Kraft: durch die Verbriefung der Hypotheken, ihre Einbindung in expansive und risikoreiche Wachstumsstrategien der Banken, die Mobilisierung neuer Finanzierungsquellen und durch die Internationalisierung. Diese vier Veränderungen lassen sich allesamt bis zum Wandel in der Weltwirtschaft vom Ende der 1970er- und Anfang der 1980er-Jahre im Zuge des Scheiterns von Bretton Woods zurückverfolgen.

## I

**Am 6. Oktober 1979 gab der Fed-Chef Paul Volcker nach einer außerplanmäßigen Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve**

für die Festlegung des Leitzinses, des Federal Open Market Committee (kurz: FOMC), bekannt, dass sich die Fed künftig bemühen werde, die Bankreserven streng zu regulieren, und dass man von einem Anstieg der Zinssätze ausgehen könne.<sup>6</sup> Das war die Antwort der Fed auf eine Inflationswoge, welche die einheimische Stabilität, das weltweite Ansehen Amerikas und den Status des Dollars gefährdete. Seit Nixon die Bindung des Dollars an den Goldstandard aufgehoben hatte, trieben die Weltwährungen ohne metallischen Anker gegeneinander. Lediglich politische Disziplin verhinderte ein unbegrenztes Drucken von Geld. Entgegen mancher Befürchtungen kam es nicht zu einer galoppierenden Inflation. Als die Preise im Jahr 1979 jedoch um 14 Prozent stiegen, beschlossen Volcker und seine Fed-Kollegen, dass es an der Zeit war, auf die Bremse zu treten. Das war der Moment, an dem Amerikas Notenbank zu ihrer Macht gelangte. Der Leitzins war ihre Waffe. Der deutsche Bundeskanzler Helmut Schmidt sagte einmal sinngemäß, Volcker habe die realen Zinssätze (also inflationsbereinigte Zinssätze) auf den höchsten Stand seit Christi Geburt getrieben.<sup>7</sup> Er übertrieb keineswegs. Im Juni 1981 kletterte der Leitzinssatz auf knapp 21 Prozent.

Die Folge war eine erschütternde Schockwelle sowohl für die amerikanische wie auch für die Weltwirtschaft. Der Dollar schnellte in die Höhe, gleichzeitig auch die Arbeitslosigkeit. Die Inflation fiel von 14,8 Prozent im März 1980 auf 3 Prozent 1983. In Großbritannien war dies die Krise, mit der die Ära Thatcher begann. In der Bundesrepublik Deutschland trug sie zu Schmidts Ablösung durch die christlich-liberale Regierung unter Helmut Kohl bei.<sup>8</sup> Die sozialistische Regierung Frankreichs unter Präsident François Mitterrand wurde 1983 auf Linie gebracht. Volckers Schock räumte den Weg frei für das, was Ben Bernanke später die »große Mäßigung« nennen sollte.<sup>9</sup> Das war nicht nur das Ende der Inflation, sondern auch für einen großen Teil des verarbeitenden Gewerbes der westlichen Volkswirtschaften und damit auch für die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften. Sie waren nicht mehr imstande, die Löhne parallel zu den Preisen zu steigern. Und auch ein weiterer Bestandteil der politischen Nachkriegswirtschaft der USA überlebte den inflationshemmenden Schock der 1980er-Jahre nicht: das eigentümliche System der Eigenheimfinanzierung, das noch aus der Ära des New Deal stammte.

Seit den 1930er-Jahren hatte sich die Eigenheimfinanzierung auf Geschäftsbanken und lokale Sparkassen, sogenannte Savings and Loans, gestützt, die langfristig festgelegte Zinssätze vereinbarten. Ende der



1960er-Jahre war ein fester Zinssatz über 30 Jahre die Regel, bei einer Anzahlung von nur 5 Prozent der Gesamtsumme.<sup>10</sup> Die Finanzierung wurde von Institutionen geleistet, die von der Regierung abgesicherte, fest verzinste Sparkonten anboten. Auf dieser Basis hatte sich der Immobilienbesitz bis zu den 1970er-Jahren auf fast 66 Prozent der Haushalte ausgeweitet. Für Hausbesitzer mit fest verzinsten Darlehen und langfristigen Hypotheken war die Inflation der Ära nach Bretton Woods ein Glücksfall. Der reale Wert ihrer Darlehen schrumpfte dahin, ihr Zinssatz blieb jedoch gleich. Für die Banken, die ihnen das Geld geliehen hatten, war es jedoch eine Katastrophe. In einer Ära der Inflation und schwankender Zinssätze konnten sie bei den aus den 1950er-Jahren ererbten festen Zinsen ihre Sparer nicht halten, geschweige denn neue gewinnen. Wollten sie Kapital von den Geldmärkten leihen oder Anleihen emittieren, so galten mittlerweile die von der Fed vorgegebenen atemberaubenden Leitzinsen. Unterdessen wurden ihre Portfolios an fest verzinsten Hypotheken abgewertet, als die Zinssätze für neue Darlehen in die Höhe schossen.<sup>11</sup> Anfang der 1980er-Jahre war bereits die große Mehrheit der fast 4000 Savings and Loans, die noch in Betrieb waren, zahlungsunfähig. In Anbetracht der Kosten ihrer Sanierung und der herrschenden Ideologie des freien Markts der Reagan-Ära war der Weg des geringsten Widerstands eine Deregulierung und Absenkung der Kapitalstandards in der Hoffnung, dass sie sich durch Wachstum aus ihrer Notlage befreien könnten. Die Geschäftsbanken überlebten diese Feuerprobe, die Savings and Loans hingegen nicht. Über 1000 Kassen brachen zusammen. Der größte Teil der übrigen wurde durch staatliche Eingriffe gestützt, aufgekauft oder fusioniert. Die Kosten der Rettungsaktion für den Steuerzahler lagen in damaligen Dollar gerechnet bei rund 124 Milliarden Dollar.<sup>12</sup>

Ende der 1980er-Jahre stabilisierte sich dann das makroökonomische Gesamtbild. Die Inflation war gezähmt, und die Zinssätze sanken. Während es Besitzern von festen Werten in der neuen Ära im Allgemeinen gut ging, musste jeder, der ein Hypothekendarlehen hielt, mit einem neuen Risiko rechnen. Amerikanische Hypothekenschuldner haben das Recht, die Schuldsumme vorzeitig zurückzuzahlen und zu günstigeren Konditionen zu refinanzieren. Das kurbelt die Wirtschaft an, weil die Schuldner auf diese Weise ihre monatlichen Raten senken können und sie eher zum Konsum neigen als jene, von denen sie Geld geliehen haben.<sup>13</sup> Für die Geldgeber heißt das jedoch, dass das amerikanische Hypothekenwesen extrem einseitig ist. In einer Phase steigender Zinsen

werden Darlehen mit festem Zinssatz an Wert verlieren. In einer Phase der gelockerten Geldpolitik, wenn die Zinsen fallen, refinanzieren die Schuldner ihre Kredite. Die auf 30 Jahre fest verzinste Kreditvergabe funktioniert als Geschäftsmodell nur unter Bedingungen der Stabilität, wie sie zwischen 1945 und 1971 unter dem Bretton-Woods-Abkommen herrschten. In einer neuen Ära flexibler monetärer Regelungen war dieses Modell gefährlich einseitig, insbesondere wenn die Risiken allein die kleinen Anbieter von Hypothekendarlehen trugen, die nur begrenzte Möglichkeiten zur Selbstfinanzierung hatten. Die Lösung bestand darin, das Ausmaß des Geschäfts zu erweitern, ein neues marktorientiertes Finanzierungsmodell zu übernehmen und öffentliche Einrichtungen im Zentrum des Systems zu verorten.

Der Hauptanker des amerikanischen Hypothekenwesens nach dem Zusammenbruch der Savings and Loans waren sogenannte von der Regierung gesponserte Unternehmen (englisch Government Sponsored Enterprises, abgekürzt: GSE).<sup>14</sup> Das Mutterschiff dieser GSEs war Fannie Mae, die 1938 gegründet worden war, um einen sekundären Markt für Geldgeber zu schaffen, die bereit waren, die neue Form staatlich abgesicherter Hypotheken der Wohnungsbaubehörde zu emittieren, die vom New Deal gefördert wurden. Fannie Mae vergab nicht selbst Hypothekendarlehen. Sie kaufte sie in erster Linie von Geschäftsbanken in den ganzen USA, die sich auf die Vergabe staatlich abgesicherter Hypothekendarlehen spezialisiert hatten. Mit ihrer Funktion als Auffangnetz senkte Fannie Mae die Darlehenskosten und setzte einen landesweiten Standard für Kreditgeber ebenso wie für zahlungskräftige Kreditnehmer (sogenannte »Prime«-Kreditnehmer) fest. Sie leistete einen Beitrag zur Vereinigung der USA mithilfe der Hypothekenschulden. Fannie Mae war imstande, die Anschaffung dieser standardisierten Hypotheken günstig zu finanzieren, weil ihre Kreditwürdigkeit als die einer Regierungsbehörde eingestuft wurde. Zahlungsschwierigkeiten kamen nicht infrage. Emissionen der GSE hatten den gleichen Status wie die der Staatskasse. Umgekehrt hieß das aber auch, dass die Obligationen von Fannie Mae in der Bilanz der Bundesregierung aufgeführt wurden. Um sie in Zeiten einer Belastung des Fiskus während des Vietnamkriegs loszuwerden, wurde Fannie Mae im Jahr 1968 privatisiert. Der Zweig, der weiterhin Darlehen an Angestellte des öffentlichen Dienstes und Veteranen anbot, wurde unter dem Namen Ginnie Mae abgespalten. Die »neue Fannie Mae« war befugt, sämtliche Hypotheken aufzukaufen, gleich ob staatlich garantiert oder nicht, die gewissen

Qualitätsstandards entsprachen – sogenannte »conforming«, also standardgemäße Darlehen. Und im Jahr 1970 rief der Kongress eine dritte Behörde ins Leben: die Federal Home Loan Mortgage Corporation, genannt Freddie Mac, um gleiche Voraussetzungen für alle zu schaffen, indem das Unternehmen die von den Savings and Loans ausgegebenen Hypothekendarlehen aufkaufte.

Trotz dieser staatlichen Garantie wurden die GSEs von dem Volcker-Schock Anfang der 1980er-Jahre schwer getroffen. Fannie Mae stand kurz vor dem Konkurs. Aber sie überlebte, und als sich der Wohnungsmarkt in den 1990er-Jahren erholte, blühten die staatlich geförderten Unternehmen auf. Dank ihrer Restbindung an die Bundesregierung genossen die GSEs weiterhin einen deutlichen Nachlass bei den Finanzierungskosten. Ende des Jahrhunderts sicherten Fannie Mae und Freddie Mac zusammen mindestens 50 Prozent des gesamten landesweiten Hypothekenmarkts ab. Die Vergabe von standardgemäßen Darlehen – also Darlehen, die dem Qualitätsanspruch für die staatliche Absicherung entsprachen – war die Basis für das amerikanische Baudarlehengeschäft. Es ist eine Ironie der Geschichte, dass ausgerechnet in der Ära, in der Amerika gemeinhin als Anführer bei einer Marktrevolution gesehen wird, der Wohnungsbaumarkt von einem staatlich gesponserten Hypothekenmechanismus abhängig war, der aus der Zeit des New Deal stammte. Zugleich war dies der Ausgangspunkt einer tief greifenden und unabänderlichen Politisierung des Hypothekenwesens in den Vereinigten Staaten.

Die amerikanische Wohnungsbaupolitik und Hypothekenvergabepraxis seit dem Krieg hatten systematisch den Eigenheimbesitz der weißen Bevölkerungsmehrheit bevorzugt.<sup>15</sup> In den 1990er-Jahren hatte die Förderung des Hauseigentums in einkommensschwachen und »unterversorgten« Gemeinden im Kongress Priorität. Das Bundesgesetz zur finanziellen Sicherheit und Stabilität der Bauunternehmen, amerikanisch: Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act, von 1992 verlangte, dass den staatlich gesponserten Unternehmen Darlehensquoten vorgegeben wurden. Im Dezember 1995 legte die Regierung Quoten für unterversorgte Viertel und den Wohnungsbau für Geringverdiener fest. Viele neue Hausbesitzer in den 1990er- und 2000er-Jahren waren Familien ethnischer Minderheiten, denen nach einer von der Wohnungsbaupolitik des New Deal eingeführten diskriminierenden Bonitätsprüfung, dem sogenannten Redlining, jahrzehntelang Darlehen verweigert worden waren. So gesehen, war der Immobilien-

boom Bestandteil des Aufstiegs der afroamerikanischen und Latino-Mittelschicht, unter der die politische Partei der Demokraten großen Rückhalt genoss.<sup>16</sup> Mithilfe ihres Einflusses unter den Demokraten bauten die GSEs eine der mächtigsten Lobbygruppen in Washington auf. Ihre politische Schlagkraft war geradezu legendär. Umgekehrt zog das Hypotheken-Regime der GSEs stets den Zorn der amerikanischen Rechten auf sich. In ihrem Inneren sind die meisten Fürsprecher des freien Markts überzeugt, dass die Einmischungen der GSEs im Grunde für das Desaster verantwortlich waren, das sich im Jahr 2006 allmählich ausweitete. Die GSEs hatten den politischen Auftrag, unterversorgten Gemeinden Kapital zukommen zu lassen. Sie genossen dank ihrer Bindung an die Bundesregierung einen den Markt verzerrenden Vorteil. Und wenn man den Markt verzerrt, ist die Krise unvermeidlich.<sup>17</sup> Eben-diese konservative Kritik an den GSEs prägte die Reaktion der Republikaner, als die Krise im Jahr 2008 ihren Höhepunkt erreichte. Für viele im Kongress ging es bei der Rettungsaktion nicht nur um die Banken – immerhin waren das private Unternehmen, die versuchten, einen Gewinn zu erwirtschaften. Die Finanzspritzen waren in den Augen der Republikaner darüber hinaus ein verzweifelter Versuch, den Steuerzahler für die Rettung eines von den Demokraten kontrollierten, parastaatlichen Wohnungsbauapparats zahlen zu lassen, der einzig und allein die Funktion hatte, den verhätschelten Minderheiten zu helfen.

Das waren starke, aufrüttelnde Parolen für die republikanische Basis. Aber als Erklärung der Krise, die sich im Jahr 2006 zusammenbraute, traf diese politische Kritik völlig daneben. Fannie Mae und Freddie Mac legten die Messlatte für die Qualität der Darlehen, die sie kauften, sehr hoch. Die Unternehmen förderten nicht jene minderwertigen Subprime-Darlehen, die in den Jahren 2005/06 nach und nach scharenweise ausfielen. Diese toxischen Kredite waren die Produkte eines neuen Systems der Hypothekenfinanzierung, das von privaten Geldgebern gepusht wurde und sich Anfang der 2000er-Jahre voll entfaltete. Die GSEs hielten zwar ihre staatlichen Darlehensquoten ein, doch private Geldgeber ließen sich, getrieben von der Gier nach Profit, auf weit abenteuerlichere Schemen bei der Verleihung von Geld an unterversorgte Minderheiten ein.<sup>18</sup> So gesehen, riefen nicht die GSEs die Krise hervor. Allerdings leisteten sie mit zwei Innovationen einen Beitrag, ohne den die Krise kaum vorstellbar ist: das sogenannte »Originate-to-distribute«-Modell für Hypothekendarlehen und die Verbriefung.

Seit ihren Ursprüngen in den 1930er-Jahren trennte das GSE-Modell

der öffentlichen Subventionen die Aufnahme einer Hypothek von ihrer Finanzierung. Die Geschäftsbanken, die an amerikanische Familien die ursprünglichen Darlehen auszahlten, bekamen ihr Geld zurück, wenn sie die Hypotheken an Fannie Mae verkauften. Das gestattete ihnen, weitere Darlehen zu vergeben. Über die von den GSEs aufgenommenen Schulden zur Finanzierung der Hypotheken, die sich in ihren Büchern stapelten, wurde das Darlehen letztlich finanziert. Das war die Basisstruktur des Modells, das unter der Bezeichnung »originate to distribute«, also »erzeugen, um weiterzugeben«, bekannt wurde. Hypothekengläubiger brauchten die Hypotheken nicht mehr in ihren Bilanzen zu führen; sie wurden zu Maklern, die gegen eine Gebühr ihre Arbeit machten. Die staatlich geförderte Prüfung der Kreditfähigkeit durch die GSEs stützte das ganze System.

Seit den 1970er-Jahren, als die GSEs mit der Instabilität der Zinssätze und ihren schädlichen Auswirkungen auf das amerikanische Hypothekenmodell konfrontiert wurden, griffen sie zu einer weiteren entscheidenden Maßnahme. Zusammen mit den Investmentbanken setzten sie sich für die Verbriefung ein.<sup>19</sup> Statt die lokal erzeugten Hypotheken in ihren eigenen Büchern zu führen und durch die Ausgabe von Anleihen zu finanzieren, verkauften die GSEs die Hypotheken direkt an Anleger. Dazu bündelten sie die Hypotheken zu Pools, an denen sie Anteile – sprich: Wertpapiere – verkauften. Die spezifischen Risiken einzelner Darlehen wurden so zusammengefasst. Anleger, die im Immobilienmarkt investieren wollten, konnten ein Portfolio mit einem breit gestreuten Risiko erwerben, ohne ein Netz an Filialen aufzubauen, das nötig wäre, um Darlehen in der weitverzweigten Wirtschaft der Vereinigten Staaten anzubieten. Sie taten das in vollem Bewusstsein der Risiken und der Renditen, die auf die Schwankung der Zinssätze zurückzuführen waren. Statt des kleinkarierten Gerangels der Savings and Loans um die Frage, welches Darlehen tragbar war, sorgte die Verbriefung dafür, dass das kollektive Feilschen am Markt über die Höhe der Finanzierungskosten entschied.

Im Jahr 1970 führte Ginnie Mae die erste Verbriefung durch. Es war ein simples Modell – ein sogenannter Durchlaufposten –, nach dem die Renditen aus einem Bündel von Hypotheken über die GSE an die Investoren weitergegeben wurden. Lewis Ranieri und sein Team bei der innovativen Investmentbank Salomon Brothers wollten nicht hinnehmen, dass dies ein staatliches Monopol bleiben sollte, und organisierten im Jahr 1977 die erste private Verbriefung von Hypotheken für die

Bank of America.<sup>20</sup> Allerdings musste der Anleger ziemlichen Mut beweisen, wenn er damals ein Bündel aus fest verzinsten Hypotheken kaufte. Erst die Nachwirkungen des Zinsschocks der frühen 80er-Jahre rückten das Verbriefungsmodell wirklich in den Vordergrund. Anbieter von Hypothekendarlehen, die mit Portfolios mit Niedrigzins-Hypotheken in der Klemme steckten, versuchten, über den Markt so viel Kapital wie möglich zurückzuholen, indem sie verbrieft und verkauft wurden. Seit den 1980er-Jahren gaben die GSEs, in Zusammenarbeit mit den Investmentbanken, nicht nur durchlaufende, hypothekenbesicherte Wertpapiere (englisch Mortgage-Backed Securities, MBS) aus, sondern auch sogenannte hypothekarisch besicherte Obligationen (Collateralized Mortgage Obligations, kurz: CMO), die es gestatteten, ein Bündel von MBS in separate Profile oder Tranchen aufzugliedern. Das war der Ursprung der sogenannten strukturierten Finanzierung. Die am höchsten rangierenden Einlagen mit dem ersten Anspruch auf Renditen waren gegen das Risiko sowohl des Zahlungsausfalls als auch der vorzeitigen Rückzahlung geschützt. Weiter unten stehende Einlagen konnten von Anlegern, die nach Investitionen mit höherem Risiko Ausschau hielten, gekauft werden. Die höchsten Tranchen würden so gut wie sicher ausgezahlt, außer in dem höchst unwahrscheinlichen Fall eines massiven, kollektiven Zahlungsausfalls. Diese Spitzentranchen konnten, selbst wenn ihnen ein Pool aus ertragreichen und hoch riskanten Schuldpapieren unterlag, als Anlage mit geringem Risiko eingestuft werden, und die Ratingagenturen hielten sich brav daran, indem sie diese als AAA klassifizierten (80 Prozent der meisten Verbriefungen wurden als hochrangig bezeichnet und erhielten die AAA-Klassifizierung).

In Anbetracht der hohen Ratings, die hypothekenbesicherte Wertpapiere bekamen, sollten die Ratingagenturen, wie zu erwarten, später eine äußerst strittige Rolle spielen. Bereits in den 1990er-Jahren teilten Moody's Investors Service und Standard & Poor's 80 Prozent des weltweiten Kredit-Ratinggeschäfts unter sich auf.<sup>21</sup> Die Agentur Fitch deckten weitere 15 Prozent des Markts ab. Sie erlangten diese Kontrolle des weltweiten Markts keineswegs, indem sie großzügig AAA-Ratings vergaben. Im Jahr 2008 gab es nur sechs AAA-ingestufte Unternehmen, und nur ein Dutzend Länder weltweit erfreuten sich dieses Rankings. Und das trotz des Umstands, dass seit den 1980er-Jahren die Darlehensgeber die Ratingagenturen für eine Klassifizierung bezahlten, nicht die Nutzer ihres Informationsservice. Mit der Bezahlung durch den Anbie-

ter entstand ein Interessenkonflikt. Für die Agenturen stand jedoch viel auf dem Spiel, sollte der Anschein entstehen, sie würden gute Klassifizierungen verkaufen; umgekehrt hatten sie kaum etwas davon, wenn sie einem Kunden einen Dienst erwiesen, der nur gelegentlich Anleihen auf dem Markt platzierte. Mit der Verbriefung von Hypotheken änderte sich allerdings diese Gleichung. Allein das Ausmaß der Ausgabe von MBS, mit zig Tausenden Tranchen, im Verein mit der Tatsache, dass der Nachschub in den Händen weniger Emittenten konzentriert war, gab den Ratingagenturen einen erheblichen Anreiz, sich als »hilfsbereit« zu erweisen.<sup>22</sup> Noch wichtiger war jedoch der Charakter der Hypothekenanleihen an sich. Das Rating eines hypothekenbesicherten Wertpapiers unterschied sich insofern, als die zugrunde liegenden Vermögenswerte keine von einem Unternehmen ausgegebenen Anleihen waren, das der unberechenbaren Kraft des globalen Wettbewerbs ausgesetzt war. Die MBS bündelten Tausende dem Vernehmen nach berechenbare Assets: reguläre amerikanische Hypotheken. Die Ratingagenturen mussten das Ausfallrisiko nicht auf Basis von mehr oder weniger subjektiven Einschätzungen der Aussichten eines Unternehmens berechnen. Noch mussten sie ein Urteil über die Finanzpolitik eines Landes fällen. Stattdessen konnten sie standardisierte finanzmathematische Modelle auf eine Gruppe von Hypotheken anwenden, von denen man annahm, dass sie bekannte statistische Merkmale hatten. Wenn man die Ausfallquoten kannte und Vermutungen zum Grad der Korrelation unter ihnen anstellen konnte, dann war die Wahrscheinlichkeit, sobald man genügend Hypotheken gebündelt und in Tranchen gegliedert hatte, verschwindend gering, dass die obersten Tranchen keine Rendite abwarfen. Zehntausende vermögensbesicherte Tranchen waren damit für das AAA-Rating einer ultrasicheren Anlage qualifiziert. Was mit den unteren Tranchen passierte, stand jedoch auf einem ganz anderen Blatt. Hier war das Ausfallrisiko viel höher, als wenn jemand einfach das Hypothekenbündel hielt. Doch bei einer entsprechenden Rendite fand sich bestimmt auch für sie ein Käufer.

Infolge des Desasters der Savings and Loans war der Gedanke, das Risiko von den unmittelbar Betroffenen, die Hypothekendarlehen anboten, nach außen zu streuen. Außerdem sollten Investoren angelockt werden, indem aus Hypotheken Wertpapiere gemacht wurden, die eine breite Palette an Risiko-Ertrags-Profilen boten. Und das hat auch funktioniert. Im Jahr 1980 standen noch 67 Prozent der amerikanischen Hypotheken direkt in den Bilanzen der Depotbanken. Ende der 1990er-

Jahre waren die Risiken, die mit Amerikas System langfristiger, fest verzinster und leicht tilgbarer Hypotheken verbunden waren, verbrieft und über ein viel breiteres Segment des Finanzsystems gestreut als noch im Jahr 1979, als Volcker seine schockierende Erklärung abgab. Die GSEs hielten sie, Banken hielten sie, aber auch Renten- und Versicherungsfonds.<sup>23</sup>

Im Vergleich zum Modell der Savings and Loans erreichte die Verbriefung folglich ihren Zweck, indem sie das Risiko streute. Aber verringerte sie gleichzeitig den Anreiz, die zugrunde liegenden Darlehen sorgfältig zu beaufsichtigen? Hatte das neue System, indem die Vergabe der Darlehen von der Finanzierung getrennt wurde, auch den Anreiz abgeschafft, Hypothekendarlehen gewissenhaft zu prüfen? Während ein lokaler Geldgeber, der eine Hypothek während der gesamten Laufzeit von 30 Jahren behielt, allen Grund hatte, seinen Kunden auf Herz und Nieren zu prüfen, durchliefen in den 1990er-Jahren die Hypotheken mindestens fünf verschiedene Institutionen – Anbieter, Großhändler von Hypothekenbündeln, Versicherer, die das Risiko beurteilten, staatlich gesponserte Unternehmen und Dienstleister, die den Strom der Erträge verwalteten –, ehe sie an einen Investor verkauft wurden. Inwieweit konnte ein Anleger bei dieser Kette darauf vertrauen, dass hier saubere Arbeit geleistet wurde? Bei jedem neuen Schritt galt die Hauptsorge der Gesamtsumme und den Gebühren. Wer hatte ein Interesse daran, auf Qualität zu achten? Womöglich lag es nicht an der staatlichen Förderung, sondern an diesen widersinnigen Anreizen, dass es zu dem enormen Boom an schlechten Krediten und der Krise von 2007/08 kam.<sup>24</sup>

Das ist eine Hypothese, die auf den ersten Blick plausibel wäre, wenn das Modell der 1990er-Jahre einer auf die GSE ausgerichteten Hypothekenfinanzierung Anfang der 2000er noch dominant gewesen wäre. Doch in Wirklichkeit hatte sich zu Beginn des 21. Jahrhunderts, als der Subprime-Boom ausbrach, die Branche wiederum verändert. Die Verbriefung von Hypotheken beherrschte den Markt mehr als je zuvor. Die GSEs waren immer noch für den Kauf und die Verbriefung der hochrangigen, standardgemäßen Hypotheken zuständig. Als jedoch eine Reihe neuer Akteure mit einer dynamischeren und expansiveren Agenda in den Hypothekenmarkt eintrat, bestand deren grundsätzliches Geschäftsmodell nicht darin, das Risiko zu streuen, sondern jeden Schritt des Prozesses zu integrieren, einschließlich des Lagerens großer Mengen an Wertpapieren in ihren eigenen Bilanzen.<sup>25</sup> Ebendieses Wachstums-



modell, das auf Integration, nicht auf Streuung basierte, sollte das System sprengen.

## II

### **Der Weg, der zu dem turbogeladenen privaten Hypothekengeschäft**

Anfang der 2000er-Jahre führte, war verschlungen, er reicht jedoch bis zum Scheitern des Bretton-Woods-Abkommens in den 1970ern und zur darauffolgenden Entfesselung der Währungen, Preise, Zinssätze und Kapitalströme zurück. Nicht nur die Savings and Loans, sondern der gesamte Finanzsektor war gezwungen, sein Geschäftsmodell zu überdenken, und das galt ebenso für die Investmentbanken an der Wall Street wie für die Geschäftsbanken.

Es ist kaum eine Übertreibung zu sagen, dass die neue, deregulierte Welt des nationalen und internationalen Finanzwesens wie geschaffen für Investmentbanken war.<sup>26</sup> Aufgrund ihres Geschäftsmodells, im Namen ihrer Kunden zu handeln und Schuldtitel und andere Wertpapiere in Umlauf zu bringen, genossen sie einen »Vorteil« gegenüber allen anderen Teilnehmern am Markt.<sup>27</sup> Im Jahr 1975 führte die Abschaffung fester Gebühren der Wall-Street-Makler für den Aktienhandel zu einem heftigen Wettbewerb, verdrängte kleinere Firmen und zwang zu einer Integration von Handel, Marktforschung und Investmentbanking. In den 1980er-Jahren, als die Zinsen sanken und der lange Anleihen-Boom begann, gewann der Handel mit sogenannten festverzinslichen Wertpapieren – im Gegensatz zu Aktien – immer mehr an Bedeutung. Die Investmentbank Drexel Burnham Lambert spielte den Vorreiter auf dem Markt mit hochverzinsten Unternehmensanleihen, besser bekannt als Ramschanleihen (Junk Bonds). Unterdessen half die Bank Salomon Brothers den GSEs bei der Ausarbeitung des Verbriefungsmodells und bei der Ausgabe jedes neuen Bündels an hypothekenbesicherten Wertpapieren. Für andere Kunden gaben sich die Investmentbanker alle Mühe herauszufinden, wie man sich gegen die Schwankungen bei Wechselkursen und Zinssätzen absichern konnte. Sie entwickelten beispielsweise Tauschgeschäfte, sogenannte Swaps, die es den Kunden ermöglichten, große offene Positionen am Devisenmarkt gegeneinander zu tauschen. Sie schufen Instrumente, die es dem einen Kunden gestatteten, das Risiko schwankender Zinsen einzugehen, während sich ein anderer Kunde für feste Sätze entschied. In den 1990er-

Jahren entwickelte ein Team bei J. P. Morgan die Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, kurz: CDS), die einen Schutz gegen das Nichtrückzahlungsrisiko boten und den Geldgebern die Feinabstimmung des Kreditrisikos ermöglichten.<sup>28</sup> Gleichzeitig verstärkten die Investmentbanken ihre eigene Handelstätigkeit. Sie entdeckten, welche Profite man durch Massengeschäft und Fremdfinanzierung machen konnte. Die Erträge waren außergewöhnlich. Anfang der 1980er-Jahre erzielte die US-Elite im Investmentbanking eine Eigenkapitalrendite von über 50 Prozent.

Wollten sie jedoch ihr Geschäft erweitern, stellte sich die Frage der Finanzierung. Investmentbanken haben keine Einlagen. Sie borgen sich das Geld, das sie wiederum verleihen, auf den Wholesale-Funding-Märkten von anderen Banken und Fonds. Im Zuge der Inflations- und Zinsschocks Ende der 1970er- und Anfang der 1980er-Jahre waren sie damit fein raus. Wenn Investmentbanken keine Einleger hatten, so gefiel das Sparern, die nach der Inflationswelle ihr Geld auch nicht mehr als Bankeinlagen anlegen wollten. Sie entschieden sich stattdessen für Geldmarktfonds (Money Mutual Funds, MMF), die typischen Finanzinstrumente der neuen Ära.<sup>29</sup> Sie waren außerordentlich attraktiv für Haushalte, die nach besseren Zinsen Ausschau hielten, als die Bankeinlagen versprachen. Die Geldmarktfonds boten sofort verfügbare Konten ohne offizielle staatliche Garantie an, doch ihre Betreiber aus dem privaten Sektor sagten zu, für jeden Dollar mindestens einen Dollar plus einen attraktiven Zinssatz zurückzuzahlen. Unter Umgehung der bankrotten Savings and Loans und der angeschlagenen Geschäftsbanken flossen Bareinlagen in riesige Pools professionell verwalteten Kapitals, das nur auf hohe Erträge an der Wall Street wartete.

Und die Geldmarktfonds waren keineswegs die einzigen. Unternehmen fingen an, ihren Cash-Pool professioneller zu verwalten. Ultra-reiche Einzelpersonen, von denen es seit den 1970er-Jahren immer mehr gab, besaßen Milliarden Dollar, die von Fonds und privaten Vermögensverwaltern gemanagt wurden. Bis Ende der 1990er-Jahre hatte sich in diesen institutionellen Cash-Pools womöglich sage und schreibe eine Billion Dollar angesammelt, die nur auf höchst liquide, ertragreiche Anlageoptionen warteten, die zudem absolut oder fast absolut sicher waren.<sup>30</sup> Die Kreditvergabe gegen Wertpapiere oder der Kauf von Handelspapieren einer bekannten Investmentbank war exakt die Art von sicherem, kurzfristigem Vermögenswert oder Asset, den sich die Verwalter der Cash-Pools wünschten. Und das Agieren als Banker für diese

Fonds, das sogenannte Prime-Maklergeschäft, war das ideale Geschäft für Investmentbanken.

Diese institutionellen Cash-Pools und die Liquidität, die sie in die Wholesale-Funding-Märkte, also in den Markt kurzfristiger Interbanken-Kredite, einbrachten, waren der Motor für den Aufstieg der modernen Investmentbanken. Je mehr Ressourcen sie mobilisierten, sei es durch Kredite am Geldmarkt oder über Einlagen, desto größer der Umsatz und desto höher die Gewinne. Bis zu den 1980er-Jahren waren Investmentbanken vergleichsweise kleine Unternehmen, Personengesellschaften, die an der Wall Street und in der Londoner City bekannt und respektiert waren, aber keine allgemein bekannten Namen. Das Vertrauen auf die Fähigkeit, das von den neuen Derivaten eingebrachte Risiko zu verwalten, im Verein mit dem Zugang zu den institutionellen Cash-Pools ermöglichte es ihnen zu wachsen, es entstand die »New Wall Street«.<sup>31</sup> Firmen wie Goldman Sachs, Morgan Stanley und Merrill Lynch traten aus dem Verborgenen ins Rampenlicht. Da sie ursprünglich als Personengesellschaften gegründet worden waren, hatten die enorme Ausweitung der Handelsaktivität und das Derivativgeschäft zur Folge, dass sie an die Börse gehen mussten. Merrill Lynch hatte diesen Schritt bereits 1971 getan. Bear Stearns folgte 1985, Morgan Stanley 1986, und Goldman Sachs trat als Letzter im Mai 1999 den Börsengang an.<sup>32</sup> Mit Robert Rubin, einem klassischen Exponenten dieser neuen Wall Street, hatten die Investmentbanken sogar ihren Mann in der Regierung. Goldman Sachs verdiente sich nach und nach seinen amerikanischen Spitznamen »Government Sachs«.

Seit den 1980er-Jahren hatten Investmentbanken ihr Geschäftsmodell darauf gestützt, Risiko zu meistern. Als der Wertpapiermarkt boomte, erhöhten sie ihr Fremdkapital.<sup>33</sup> Aber manchmal kommt es auch zum Rückschlag. Von 1994 in Mexiko bis 1998 in Russland sahen sich die globalisierten US-Banken mit einer Reihe schwerer Krisen konfrontiert. Ohne eine konzertierte Intervention der großen Firmen an der Wall Street hätte die Implosion des Hedgefonds Long-Term Capital Management, die durch die von Russland ausgehende Unsicherheit ausgelöst worden war, durchaus die gesamte Hedgefonds-Branche mit sich reißen können.<sup>34</sup> Darauf folgte der Dotcom-Boom und Krach von 1998 bis 2001 – ebenso sehr ein Geschöpf der neuen Wall Street wie Silicon Valleys. Schließlich kam es zum spektakulären Buchführungsskandal bei Enron, der die einst legendären Buchführungs- und Managementberater Arthur Andersen vernichtete. Anfang der 2000er-Jahre, nach zwei Jahr-

zehnten dramatischen Wachstums, stand die Wall Street vor einem politischen und regulatorischen Rückschlag und brauchte dringend das »nächste große Geschäft«. In Anbetracht der Expertise der Investmentbanken beim Handel mit festverzinslichen Anleihen und ihrer Rolle bei der Verbriefung der Hypotheken im Namen der GSEs war es nicht schwer vorherzusagen, wo angriffslustige Investmentbanken wie Lehman Brothers und Bear Stearns als Nächstes danach suchen würden.

Für die Geschäftsbanken war die Zeit nach Volcker härter. Sie verloren Einlagen. Sie verloren das Hypothekengeschäft. Würden sie womöglich genauso untergehen wie die Savings and Loans?<sup>35</sup> Um die Profitabilität wiederherzustellen, durchliefen Amerikas Großbanken eine spektakuläre Konsolidierung. Die zehn größten Banken steigerten von 1990 bis 2000 ihren Anteil am Gesamtvermögen der Banken von 10 auf 50 Prozent. Darüber hinaus hielten sie nach einem neuen Geschäftsmodell Ausschau.<sup>36</sup> Statt sich als Partner zu sehen, der zu den Kunden und ihren Gemeinden eine lebenslange Beziehung pflegt, erfanden sie sich als Anbieter von Dienstleistungen gegen eine Gebühr neu. Sie hatten schon immer Hypothekendarlehen angeboten, diese im Allgemeinen aber an die GSEs verkauft. In Anbetracht des Drucks, unter dem sie mittlerweile standen, erschien der Hypothekenmarkt mit seinen mehrfachen Schichten der Emission, Verbriefung, des Verkaufs und der Verwaltung als eine natürliche Brücke zwischen dem vertrauten Großbankgeschäft und ihren Ambitionen bezüglich der Hochfinanz. Damit sie sich der ganzen Palette an Aktivitäten widmen konnten, musste jedoch zunächst die staatliche Regulierung gelockert werden. Die Vorschriften aus der Ära des New Deal, nach denen das Privatkundengeschäft vom Investmentbanking getrennt war, mussten aufgehoben werden. Das Finanzministerium der Regierung Clinton, zuerst unter Rubin und dann unter Larry Summers, gab ihnen, was sie brauchten. Im Jahr 1999 wurden die letzten Überreste der Bankgesetze aus den 1930er-Jahren aus dem Weg geräumt. Die Citigroup und die Bank of America hatten es eilig, durch die Öffnung in eine neue Ära des amerikanischen universalen Bankings vorzustoßen. Dieses Modell, das sich von den Großbanken bis an die Wall Street erstreckte, kannte man aus dem kontinentalen Europa und wurde nunmehr auf Amerika angewandt.

Die dritte Gruppe der Akteure beim Hypothekenboom Anfang der 2000er-Jahre war bereits in den 1990er-Jahren im Geschäft. Dabei handelte es sich um Banken wie Washington Mutual, eine Überlebende des Desasters der Savings and Loans, und um spezialisierte Hypotheken-

darlehensgeber wie Countrywide.<sup>37</sup> Als Zulieferer für die GSEs beschränkte sich ihr Geschäft auf die Ausstellung von Hypotheken. Doch warum sollten sie ihre eigenen Ambitionen begrenzen? Warum nicht die ganze Kette integrieren? Ende der 1990er- und Anfang der 2000er-Jahre folgten alle drei Gruppen – Investmentbanken, Geschäftsbanken und Hypothekendarlehensgeber – dieser Logik. Statt ihr Hypothekengeschäft rings um die GSEs zu organisieren, schickten sie sich an, ein integriertes Verbriefungsgeschäft für Hypotheken aufzubauen. Landesweit dehnten alle ihr Geschäft von der Emission auf die Verbriefung aus. Ein Bankenriese wie die Citigroup konnte sich als Anbieter in jeder Phase präsentieren: Angebot, Verbriefung, Verkauf, Halten und Verwaltung von MBS. Noch bemerkenswerter war die Entwicklung von Investmentbanken wie Lehman und Bear Stearns, die sich zuvor über ihre Distanziertheit vom gewöhnlichen Kundengeschäft definiert hatten. Schon in den 1990er-Jahren nahm Bear den Hypothekengeber und Dienstleister EMC in sein Portfolio auf, und Lehman gliederte vier kleine Hypothekengeber in seine Investmentbank ein.

Nach der Jahrtausendwende kamen die Unternehmensstrategien, die sich in erster Linie um die private Hypothekenverbriefung drehten, bereits voll zum Tragen. Aber Fannie Mae und Freddie Mac genossen dank ihres Finanzierungsvorteils immer noch eine dominierende Stellung auf dem Markt. Erst ein weiterer Zinsschock im Verein mit etwas peinlichen Problemen bei den GSEs bewirkte, dass die private Verbriefung von Hypotheken ihre große Chance bekam.<sup>38</sup>

Als auf die Dotcom-Blase der Schock des 11. September folgte, senkte die Federal Reserve den Leitzins auf 1 Prozent. Wie von Alan Greenspan mit Sicherheit beabsichtigt, hatten daraufhin unzählige Schuldner den Wunsch, so viele langfristig verzinste Hypotheken wie möglich zu niedrigeren Zinssätzen zu refinanzieren. Aus Sicht der ursprünglichen Geldgeber war das zwar schmerzhaft, aber es löste eine sofortige Ausgabenwelle durch die Verbraucher aus, und der Hypothekenbranche bescherte es einen enormen Gebühreumsatz. Die Branche brummte wie nie zuvor. Im Vergleich zu den neu ausgestellten Hypotheken in Höhe von 1 Billion Dollar im Jahr 2001 stieg die Hypothekenemission 2003 auf 3,8 Billionen, von denen 2,53 Billionen für eine Refinanzierung gedacht waren. Bei diesem gewaltigen Boom waren die staatlich gesponserten Unternehmen immer noch die Hauptakteure. Sie hielten weiterhin das Monopol auf das Segment erstklassiger Hypotheken. Ihr Marktanteil erreichte 2003 mit 57 Prozent den höchsten Stand. Aber

an diesem Punkt verharrte er. Bei dem gewaltigen Anstieg des Geschäfts Anfang der 2000er-Jahre ging in den GSEs nicht alles mit rechten Dingen zu. Unregelmäßigkeiten bei der Buchführung und Regelverstöße häuften sich. Da die Regulierungsbehörden ein zweites Enron fürchteten, erlegten sie zuerst Freddie Mac und dann Fannie Mae Strafgebühren auf. Sie mussten entweder neues Kapital beschaffen oder ihre Bilanzen schrumpfen. Damit sie sich auch wirklich für die zweite Maßnahme entschieden, wurden Obergrenzen für das Gesamtvolumen ihrer Bilanzsumme eingeführt.<sup>39</sup> Den privaten Ausstellern stand nunmehr Tür und Tor offen.

Während des von Greenspan ausgelösten Refinanzierungsbooms von 2000 bis 2003 waren nicht nur die GSEs fleißig. Der gewaltige Anstieg der Emissionen hieß, dass auch eine Fülle unkonventioneller, »nicht standardgemäßer« Geschäfte getätigt wurde. Das entscheidende Ereignis Anfang 2004 fand jedoch statt, als die Zinsen auf den absoluten Tiefpunkt fielen, der Refinanzierungsboom auslief und die GSEs in ihre Schranken verwiesen wurden. Die Vorbereitungen waren abgeschlossen, das war der Punkt, an dem die private Hypothekenbranche das Heft an sich riss. Die Emittenten verabschiedeten sich von dem GSE-zentrierten Modell der 1990er-Jahre und gaben nicht länger standardgemäßen Hypotheken den Vorzug. Stattdessen favorisierten sie die private »unkonventionelle« Kreditvergabe – »Subprime«-Darlehen der untersten Etage, etwas besser qualifizierte A-t-A-Hypotheken, und überdimensionierte Jumbo-Darlehen.

Die privaten Emittenten merkten schnell: Wenn schon die Verbriefung konventioneller Hypotheken einträglich war, so galt dies umso mehr für Subprime-Geschäfte.<sup>40</sup> Die Finanzierungstechnik, das sogenannte Financial Engineering, war ausgeklügelter und man konnte dementsprechend höhere Gebühren abrechnen. Die Techniken des Handels mit festverzinslichen Wertpapieren kamen jetzt voll zum Einsatz. Ein erstaunlich hoher Anteil selbst der privaten Verbriefungen konnte für sich noch ein AAA-Rating ergattern, sobald sie in strukturierten Produkten kombiniert wurden. Um die Risiken zu streuen, wurde das Emittieren von Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, kurz: CDS) – einst das Vorrecht spezieller Investmentbanken – auf die ganze Branche ausgeweitet. Große Versicherungsgesellschaften wie AIG boten CDS-Verträge für exotisch verbrieftete Produkte an. In Anbetracht der Qualität der zugrunde liegenden Hypotheken waren keineswegs alle Tranchen solide. Doch das stimulierte die Investmentbanker ledig-

lich, das Geschäft mit Collateralized Debt Obligation (kurz: CDO), also besicherten Schuldobligationen, auszuweiten. CDOs waren Derivate, denen neu gebündelte, mittlere »Mezzanin«-Bonitätsstufen anderer verbriefter Hypothekengeschäfte unterlagen. Indem man sie miteinander kombinierte und anschließend in Tranchen unterteilte, konnte man aus einem großen Pool an BBB-Forderungen weitere Tranchen mit AAA-Wertpapieren zaubern. Sobald das erledigt war, stand der nächste Schritt an. Man nahm die niedrig bewerteten Mezzanin-Bonitäten der CDOs, bündelte sie noch einmal zu einem Pool und gliederte sie in Tranchen. So entstanden gewissermaßen CDOs zum Quadrat. Und nach der Logik der Wahrscheinlichkeitsrechnung und mit dem Wohlwollen der Ratingagenturen würde ein Teil selbst dieser Wertpapiere ein AAA-Rating erhalten.

### III

**Anfang der 2000er-Jahre wartete die private Hypothekenbranche nur auf den Startschuss. Sie hatte ihr neues Rohmaterial: verbrieftete Hypotheken. Die Mechanismen und die Ingenieure standen bereit. Das Ende des Refinanzierungsbooms von 2003 bei konventionellen Hypotheken löste den Schub für die unkonventionelle Kreditvergabe aus. Doch für die Endphase des Booms fehlte noch eine letzte Zutat. Jemand musste ein Interesse am Kauf der Wertpapiere in Höhe von Hunderten Milliarden Dollar haben, die ausgegeben wurden. Hätte es keine Nachfrage für das Angebot gegeben, wäre der Preis der MBS gefallen, die Renditen wären gestiegen, was wiederum die Leihzinsen hätte ansteigen lassen – und das hätte den Hypothekenboom abgewürgt. Doch diese Entwicklung fand nicht statt, sondern die langfristigen Zinssätze blieben niedrig, und der Spread – der Aufschlag, den nicht standardgemäße Geldleiher zahlen mussten – ging zurück. Das lässt auf die dritte historische Veränderung schließen, welche den Boom der 2000er-Jahre erst ermöglichte, keine Veränderung auf der Angebots-, sondern auf der Nachfrageseite: die steigende Nachfrage nach sicheren Anlagemöglichkeiten und die Mobilisierung institutioneller Cash-Pools für Hypothekenfinanzierungen.<sup>41</sup> An diesem Punkt verknüpfen sich die technischen Feinheiten des Hypothekengeschäfts wiederum mit dem großen Thema des Aufstiegs Chinas, der Schwellenmärkte und der wachsenden Ungleichheit und Polarisierung des Vermögens im Westen.**

Um diesen Zusammenhang zu verstehen, gehen wir am besten zum skandalösesten Aspekt der Hypothekenanleihen zurück: ihrem Rating. Die Einstufung AAA war wichtig, weil sie die MBS als Vermögenswerte auf die gleiche Stufe wie US-Treasurys stellte, die für Anleger auf der Suche nach sicheren Assets attraktiv waren.<sup>42</sup> AAA war ein Qualitätssiegel und signalisierte, wie jedes vergleichbare Zertifikat, dass ein Investor, der nach einer sicheren Anlageoption Ausschau hielt, nicht weiter zu suchen brauchte. Solche Wertpapiere kommen einer absolut sicheren Anlage so nahe, wie es in der instabilen kapitalistischen Wirtschaft überhaupt möglich ist. Sie sind begehrt und in manchen Fällen für Anleger mit einer Abneigung gegen Risiken und kaum Kapazitäten für unabhängige Marktforschung oder Prüfung gesetzlich vorgeschrieben: Rentenfonds, Geldfonds, Versicherungsfonds und dergleichen. Ein führender Wirtschaftsexperte auf diesem Feld hat einmal gesagt: »Fast die ganze Menschheitsgeschichte lässt sich als die Suche nach und die Erzeugung von verschiedenen Formen sicherer Vermögenswerte schreiben.«<sup>43</sup> Das mag stimmen, aber es beantwortet nicht die Frage, welches Ereignis denn Ende der 1990er- und Anfang der 2000er-Jahre den gewaltigen Nachfrageschub nach sicheren Optionen hervorgerufen hat.

Zuerst ist hier die Entwicklung der Schwellenmärkte seit den 1990er-Jahren zu nennen. Als Folge ihrer Handelsüberschüsse und des Wunsches, sich gegen das Risiko einer Wiederholung der Krisen von 1994 bis 1998 abzusichern, suchten sie nach Reservepapieren, die man im Notfall einlösen konnte. Und der Vermögenswert, der am besten auf diese Beschreibung passte, waren US-Treasurys, langfristige Anleihen ebenso wie kurzfristige. Anfang der 2000er-Jahre kauften China und andere Schwellenländer sogar alle Treasurys auf, die aufgrund der klaffenden Haushaltslücke der ersten Bush-Administration auf den Markt kamen. Makroökonomien waren besorgt über das daraus resultierende Ungleichgewicht in der Leistungsbilanz und die Möglichkeit eines katastrophalen »sudden stops«. Worauf sie jedoch nicht achteten, weil sie sich nicht mit technischen Feinheiten wie MBS abgaben, war die Wirkung, die der Zustrom von Geldern aus Schwellenländern auf die Finanzmärkte haben könnte. Interessenten in den Schwellenmärkten kauften zuerst Treasurys und dann von den GSEs geförderte Schuldtitel. Andere institutionelle Anleger waren deshalb gezwungen, nach Alternativen Ausschau zu halten. Geschlossen wurde die Lücke schließlich durch Financial Engineering. Wenn Rentenfonds, Lebensversicherer und die Verwalter riesiger Cash-Pools, die von gewinnbringenden Kon-



zernen und den Ultrareichen angehäuft worden waren, sichere Vermögenswerte brauchten, dann wusste die US-Hypothekenbranche sehr wohl, wie man als AAA eingestufte Wertpapiere erzeugen konnte.

Aber auch hier müssen wir vorsichtig sein. Die Ankurbelung der globalen Nachfrage nach dollarnominierten, sicheren Vermögenswerten erklärt gewiss zum Teil, weshalb die Hypotheken-Pipeline nicht zu einem Überangebot an AAA-Wertpapieren führte. Doch insofern verbriefte Hypotheken tatsächlich an Investoren verkauft wurden, hörte man seitdem erstaunlich wenig von ihnen. Sollte der Markt einbrechen, würden sie als nicht liquider Eintrag in den Büchern stehen. Sie gälten nicht mehr als sichere Anlagen. Gegen Investmentbanken, die wissent-

<b>Ausländische Zentralbanken und institutionelle Anleger konkurrieren um kurzfristige, sichere US-Assets (in Milliarden Dollar)</b>						
<b>Ausstehende Beträge:</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Kurzfristige Schatzanleihen*	1146	1173	1192	1909	2558	2487
Kurzfristige GSE-Anleihen**	568	489	560	903	844	618
<b>Gesamt</b>	<b>1714</b>	<b>1662</b>	<b>1752</b>	<b>2812</b>	<b>3402</b>	<b>3105</b>
<b>(-) Offizielle auslandische Bestande:</b>						
Kurzfristige Schatzanleihen*	216	193	181	273	562	k. A.
Kurzfristige GSE-Anleihen**	112	110	80	130	34	k. A.
<b>Gesamt</b>	<b>328</b>	<b>303</b>	<b>261</b>	<b>403</b>	<b>596</b>	<b>k. A.</b>
<b>(-) Nachfrage seitens institutioneller Cash-Pools:</b>						
Institutionelle Cash-Pools (anhand der verfugbaren Daten)	1771	2120	2216	1834	2041	1911
Institutionelle Cash-Pools (geschatztes Gesamtvolumen)	3120	3735	3852	3467	3596	3432
<b>Mittelwert</b>	<b>2445</b>	<b>2927</b>	<b>3034</b>	<b>2650</b>	<b>2818</b>	<b>2672</b>
<b>= Defizit an sicheren, liquiden, kurzfristigen Produkten</b>	<b>(1059)</b>	<b>(1568)</b>	<b>(1543)</b>	<b>(241)</b>	<b>(12)</b>	<b>k. A.</b>

\* Enthält Schatzwechsel und Schatzanleihen mit einer Restlaufzeit von einem Jahr oder weniger.

\*\* Enthält Diskontwechsel der GSE.

Quelle: Zoltan Pozsar, »Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System«, in: *Financial Markets, Institutions & Instruments* 22, Nr. 5, 2013, S. 283 – 318, Abbildung 5.

