

[Der Markt hat nicht immer recht](#)

Warum Wertschöpfung wichtiger ist als Geldschöpfung

von
Wilfried Stadler

2., aktualisierte und erweiterte Auflage 2015

Linde Verlag Wien 2015

Verlag C.H. Beck im Internet:
www.beck.de

ISBN 978 3 7093 0570 6

Zu [Inhaltsverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Kapitel 1:

Staccato: Eine kurze Chronik der Finanzkrise

Wer die Ursachen dieser Finanzmarktkrise verstehen will, braucht dazu ein klares Bild von ihrem Verlauf. Ihre innere Dramaturgie beginnt schon zur Mitte der Achtzigerjahre: Damals setzte die radikale Liberalisierung der Kapitalmärkte ein. Ein Experiment auf kleiner Flamme zunächst, von dem niemand ahnte, zu welchen Weiterungen es einmal führen würde.

Die Globalisierung im Gefolge des Zusammenbruchs der Planwirtschaften im Jahr 1989 stand erst bevor. Als sich die andere Hälfte der Welt, über Jahrzehnte durch ein gegenläufiges Wirtschaftsdogma und einen langen kalten Krieg getrennt, überraschend öffnete, setzte ein umfassender Aufbruch zu neuen Wachstums-Ufern ein. Der Optimismus der Neunzigerjahre wurde zusätzlich durch revolutionäre Innovationen in der Informations- und Telekommunikationstechnik unterstützt.

Globalisierung ließ sich ganz einfach mit den drei „Gs“ erklären: Grenzenlosigkeit im wirtschaftlichen Wettbewerb, Gleichzeitigkeit der Information und Geschwindigkeit der Datenverarbeitung.

Wenn es schon nicht zum „Ende der Geschichte“ kam, wie Francis Fukuyama es in seinem Bestseller¹ postuliert hatte, so herrschte unter den Wirtschaftseliten und in der Politik doch Aufbruchsstimmung. Ohne sie wäre ein Projekt wie die Erweiterung der Europäischen Union oder gar die Schaffung des Euro undenkbar gewesen.

Heute wissen wir, dass gerade diese Aufbruchsstimmung wohl auch zu übertriebener Euphorie verleitete. Solange die Hauptstoßrichtung des Fortschritts unbestreitbar war, wollte sich niemand durch Bedenken an Nebenfronten die Laune verderben lassen. Warnungen vor unerwünschten Wirkungen und Nebenwirkungen einer überhasteten Liberalisierung der Finanzmärkte blieben deshalb entweder aus – oder sie wurden als Minderheitenmeinung von „Bedenkenträgern“ in den Wind geschlagen.

Schließlich gab es ja eine ganz einzigartige Sondersituation, eine Ausgangslage, bei der alles anders schien als bisher: beinahe unlimitierte Wachstums-Spielräume und eine Sonderkonjunktur aufgrund des Innovationsschubes durch neue Technologien, die gegen Ende der Neunzigerjahre eine „New Economy“ hervorbrachten.

Was Ende der Neunzigerjahre „New Economy“ hieß, nannte sich 1929, vor dem „Schwarzen Freitag“, „Neue Ära“. Damals revolutionierten Radios und Autos die Welt. Nun, sieben Jahrzehnte später, waren es eben die Telekommunikation, die neuen Medien und das aufkommende Internet. Zusätzlich kündigten sich mit der bevorstehenden Entschlüsselung des Humangenoms und Durchbrüchen in der Nanotechnologie weitere ergiebige Zukunftsfelder an.

Nie werde ich vergessen, wie Alan Blinder, angesehener konservativ-liberaler Universitätslehrer an der Princeton-University und damaliger Stellvertreter von US-Notenbankchef Alan Greenspan, im März 2000 in seinem Vortrag bei einer Bankentagung in Kyoto um Erklärungen für die exorbitant hohen Börsenkurse – insbesondere an den Technologiebörsen – rang. Bis er zum Schluss kam, dass sie wohl der Ausdruck berechtigter Zukunftserwartun-

¹ Francis Fukuyama: Das Ende der Geschichte, München 1992.

gen der Investoren wären, erlaubten doch die neuen Technologien gesteigerte Produktivität, höhere Beschäftigung und nachhaltiges Wachstum – und das alles ohne Inflationsgefahr.

Heute, nachdem wir schon so viel über die (Vor-)Geschichte vergangener Finanzkrisen gelesen haben, wissen wir: Immer dann, wenn alle davon überzeugt sind, dass „diesmal alles anders“ ist, wird es gefährlich.² Denn wenn alle der gleichen Überzeugung sind, führt der Herdentrieb die Investoren in eine Phase der Übertreibung mit weit überhöhten Preisen aller Finanzanlagen – so lange, bis der mit überzogenen Erwartungen prall gefüllte Ballon schließlich platzt.

Das Menetekel: Der New-Economy-Schock

Und tatsächlich fand das gegen Ende schon wirklichkeitsfremde Treiben an den Börsen wenige Wochen nach Blinders ungetrübtem Ausblick im Frühsommer 2000 sein abruptes Ende. Die Ausschläge der Börsenkurse zeigen, wie verzerrt und unreal die Wert-Vorstellungen waren. Niemals zuvor und nie mehr danach waren die Kurs-Gewinn-Verhältnisse so extrem hoch.

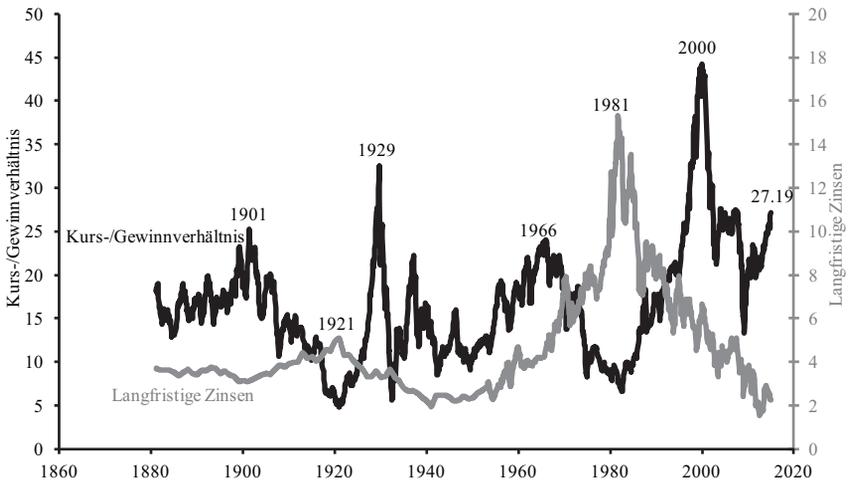


Abb. 1: Historische Kurs-/Gewinn-Verhältnisse und Zinsentwicklung in den USA

² Vgl. Carmen M. Reinhart/Kenneth S. Rogoff: Diesmal ist alles anders. Acht Jahrhunderte Finanzkrisen, München 2010.

Die gezeigten Werte stellen einen Durchschnitt dar. Ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 45 bedeutet nichts anderes, als dass das aktuelle Kursniveau beim 45-fachen des Jahresgewinn-Mittelwertes der amerikanischen Unternehmen lag. Die Entwicklung der langfristigen Zinsen zeigt, dass ein niedriges Zinsniveau die Kursentwicklung an den Börsen fördert.

Noch weit darüber, nämlich bei bis zu 200, lagen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse im New-Economy-Segment der US-Technologiebörse NASDAQ. Zahlreiche Unternehmen verzeichneten damals sogar hohe Steigerungen ihrer Bewertungen an den Börsen, ohne jemals Gewinn geschrieben zu haben. Die Anleger – und mit ihnen die Analysten der Investmentbanken – gingen nicht selten so weit, dass sie Unternehmen ermunterten, möglichst keine Gewinne zu machen, sondern immer höhere Schulden mit dem Ziel der Expansion und Markterweiterung. Unternehmen, die aus ihrer Sicht zu früh Gewinne machten – und damit auf aggressive Markteroberung verzichteten –, wurden mit bitteren Kommentaren und Kursabschlägen bestraft.

Nicht wenige Unternehmen änderten ihre Firmennamen und schmückten sie mit der Endung „.com“. Dies machte sie den anderen, raketenartig an Wert gewinnenden Technologieunternehmen verwandt und versprach für sich schon eine Kurssteigerung. Von daher sprach man später auch von einer „Dot-com bubble“. Damals als Universitätsabsolvent nicht in einer Internet-Firma zu arbeiten galt geradezu als Makel – so wie einige Jahre später coole Karrieren nur in Investment-Banken möglich schienen.

Renommierte Beratungsunternehmen machten sich gemeinsam mit den Börsenkandidaten ans „story building“, also den Aufbau von mit möglichst viel Zukunftspantasie angereicherten Geschäftsmodellen. Der systematische Aufbau von Erwartungshaltungen erhöhte die Chancen auf einen attraktiven Kurs bei der Börseneinführung (IPO)³, wurde doch der Unternehmenswert an auf den Gegenwartswert diskontierten, künftig erhofften Cashflows gemessen. In Wirklichkeit stammten jedoch mehr als 85 Prozent der (Markt-) Wertsteigerungen an der Technologiebörse NASDAQ von nur etwa 40 der rund 1.200 notierten Unternehmen.

³ IPO: Initial Public Offering, engl. für Börseneinführung.

Auch nach der Börseneinführung wurden meist extrem hohe Nettoverluste in Kauf genommen⁴, wenn damit nur das Umsatzwachstum angetrieben werden konnte. Schließlich kamen anstelle von Kurs-Gewinn-Verhältnissen in Ermangelung von Gewinnen Kurs-Umsatz-Verhältnisse in Mode. Die meisten der jungen Börsenstars waren wesentlich höher bewertet als so manches stolze Traditionsunternehmen, das der von den Analysten der Investmentbanken etwas herablassend so bezeichneten „Old Economy“ angehörte. Für „brick and mortar“ – also Ziegel und Mörtel – als Symbol für traditionelle, baulich-maschinelle Investitionen hatte man wenig übrig.

Während traditionelle Bewertungen solcher „Old-Economy“-Unternehmen im damaligen Börsenumfeld etwa beim Zweieinhalbfachen des Kapitals lagen, wurde das immaterielle Vermögen der „New-Economy“-Unternehmen so hoch eingeschätzt, dass ihre durchschnittliche Bewertung beim 40-fachen des Kapitals zu liegen kam.

Unternehmensbewertungen basierten am Höhepunkt des Hypes schließlich nicht mehr auf Fundamentalanalysen, also der Auswertung betriebswirtschaftlicher Fakten. Vielmehr wurden anhand von Schlüsselgrößen – wie etwa der Zahl der Kunden von Telekom-Unternehmen – einfach Vergleichswerte von einem am Kapitalmarkt überschätzten Unternehmen der gleichen Branche auf das nächste übertragen.

Einen vergleichbaren Technologie-Hype sollte es erst wieder mehr als ein Jahrzehnt danach geben. So zahlte etwa Facebook im Vorfeld seines Börsengangs vom Mai 2012 eine Milliarde USD für das erst 18 Monate davor gegründete Unternehmen Instagram. Facebook nützte die Wachstumsstory von Instagram, mit dessen App auf Smartphone aufgenommene Fotos bearbeitet und ins Internet gestellt werden können, um seine eigene Börsen-Story noch attraktiver zu machen. Auf die Gründer Systrom (40 Prozent) und Krieger (10 Prozent) entfiel die Hälfte des Verkaufserlöses. Das kleine Unternehmen mit 13 Mitarbeitern machte zum Zeitpunkt des Kaufes durch Facebook noch keine namhaften Umsätze, hatte aber bereits 30 Millionen User.

⁴ Für hohe Verlustanteile am Umsatz verwendete man mitunter den Begriff „Cash Burn Rate“.

Irrationale Übertreibungen

Alan Greenspan hatte schon im Dezember 1996 vor einer irrationalen Übertreibung („irrational exuberance“) auf den Kapitalmärkten gewarnt. Weil es am Tag nach seiner bei einem Abendempfang gehaltenen Rede zu weltweiten Kurseinbrüchen kam, blieb seine Wortwahl, die vier Jahre später zum Titel des Bestsellers von Robert Shiller wurde, im Gedächtnis der Finanzwelt fest verankert.⁵ Sie bewies die Macht, aber auch die Wirkungslosigkeit der Rhetorik des in den Folgejahren zum Hexenmeister der Finanzmärkte hochstilisierten Notenbankpräsidenten. Denn bald nach seiner Rede stiegen die Börsenkurse wieder und taten dies fast ohne Unterbrechung bis zu ihrem jähen Absturz im Frühjahr 2000.

Der Optimismus dieser Jahre war so groß, dass der renommierte Ökonom Rüdiger Dornbusch vom MIT (Massachusetts Institute of Technology) die Meinung vertrat, es werde wohl nie mehr zu einer Rezession kommen.

Mit dem Einbruch im zweiten Quartal des Jahres 2000 war nun wirklich wieder „alles anders“. Allein am „Neuen Markt“ der Frankfurter Börse, einem eigens für innovative Technologie-Unternehmen der „New Economy“ geschaffenen Segment, verloren Anleger seit den Rekordständen im März 2000 binnen eines Jahres mehr als 85 Prozent der Gesamt-Kapitalisierung. Kaum drei Jahre später, nachdem sich die Zahl der gelisteten Aktiengesellschaften durch Insolvenzen, Ausschlüsse und Übernahmen laufend dezimiert hatte, wurde der „Neue Markt“ wieder aufgegeben.

Die Summe der Wertverluste durch das Platzen der Dotcom-Blase wird auf 8 Billionen US-Dollar geschätzt, doch die Folgen für die Realwirtschaft hielten sich vor allem deshalb in Grenzen, weil der spekulative Vermögensaufbau davor nicht durch Schulden finanziert war.⁶

Im Herbst 2001 referierte ich beim Finanzsymposium Alpbach über die Folgeerscheinungen der „New Economy“. Der Text liest sich heute so, als hätte ich damals geahnt, was gegen Ende dieses Jahrzehnts der Finanzkrisen auf uns zukommen würde:

⁵ Robert J. Shiller: *Irrational Exuberance*, New Jersey 2000.

⁶ Markus Brunnermeier: Das Gespräch „Das letzte Kapitel ist noch nicht geschrieben“, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 15. Jg. (2014), Heft 3, S. 234.

„Wir könnten von Glück reden, wäre die aktuelle Krise der Kapitalmärkte nach dem Platzen der New-Economy-Blase nichts als eine weitere, für einzelne Investoren eben schmerzliche Episode in der Börsengeschichte. Ich fürchte allerdings, dass uns das Scheitern der kollektiven Suggestion, es ließen sich die Gesetze der Betriebswirtschaftslehre und der Finanzmärkte aus den Angeln heben, noch länger beschäftigen wird. ...

Wir müssen heute auf den Kapitalmärkten eine ganze Reihe von Kollektivirrtümern korrigieren: Es ist ein Irrtum, dass Finanzrenditen nachhaltig über den Renditen der Realwirtschaft liegen können. Es ist ein Irrtum, stets von voller Kapitalmarkt-Effizienz auszugehen und auf der Annahme zu bauen, dass die Kapitalmärkte immer Recht haben. Und es erweist sich als höchst problematisch, dass sich die Geldpolitik der Notenbanken auf die Eindämmung der Inflation auf niedrigem Niveau konzentriert, während sich an unbeobachteten Nebenschauplätzen, abseits der offiziell gemessenen Geldmengen, inflationäre Spekulation in Vermögenswerte – asset inflation – ungeheuren Ausmaßes entwickeln kann.

Die historisch einzigartige Größenordnung veranlagungssuchenden, bei institutionellen Investoren in Fonds gebundenen Kapitals, das bei voller Freiheit der Konvertierung in jede beliebige Währung und jede beliebige Asset-Klasse zu kurzfristigen Verwerfungen auf den Kapitalmärkten führen kann, wirft völlig neue Fragestellungen auf. Und je mehr die traditionell über Bankbilanzen abgebildete, kreditorientierte Finanzierungskultur Kontinentaleuropas durch die kapitalmarktorientierte Finanzierungskultur des angloamerikanischen Raumes abgelöst oder zumindest ergänzt wird, desto intensiver betreffen uns diese Fragen.“⁷

Zum ersten Mal war mir bewusst geworden, wie unverträglich die auf ganz unterschiedlichen Traditionen bauenden Finanzierungskulturen des angloamerikanischen Raumes gegenüber jenen Europas waren. Dennoch unterschätzte auch ich in den darauffolgenden Jahren die Dimension der später daraus erwachsenden Probleme.

⁷ Wilfried Stadler: New Economy – New Finance: Krise und Zukunft der Unternehmensfinanzierung, Plenarreferat beim 15. Alpbacher Finanzsymposium 2001, abrufbar auf der Homepage des Autors: www.wilfried-stadler.com.

„Great Moderation“: Eine Phase trügerischer Sicherheit

Im Herbst 2001, am 11. September, kam es zum Anschlag auf die Twin Towers in New York. Die Sorge um einen darauf folgenden, starken Einbruch der Gesamtwirtschaft führte zu radikalen Zinssenkungen durch die amerikanische Notenbank. Alan Greenspan, der noch im Sommer 2001 den Leitzins auf 6,5 Prozent angehoben hatte, senkte ihn bis zum Herbst 2002 in mehreren Schritten radikal bis auf 1,75 Prozent, später dann auf 1,0 Prozent. Auf den Märkten zeigte das die gewünschte Wirkung. Gleichzeitig war damit aber auch der Keim für die darauffolgende überbordende Geldvermehrung durch Kreditschöpfung gelegt.

Weil sich jedoch alle Indikatoren wieder so gut zu entwickeln schienen, wurden die Bedenken hinsichtlich einer grundlegenden Krise des Finanzsystems bei fast allen Finanzleuten, bei den Anlegern, in den Medien und in der Politik wieder verdrängt. Der von meinungsmächtigen monetaristischen Ökonomen erweckte Anschein, die Konjunkturzyklen seien über Veränderungen des Leitzinses und der Geldmenge steuerbar, schuf ein trügerisches Gefühl der Sicherheit. Von einer „Great Moderation“ war die Rede – eine Begrifflichkeit, die auch vom späteren Fed-Präsidenten Ben Bernanke gerne verwendet wurde. Die „New-Economy“-Krise ließ sich so letztlich doch wieder als eine der vielen in der Geschichte der Kapitalmärkte (un-)regelmäßig auftauchenden Spekulationskrisen abhaken.

Auch heute fehlt es nicht an Versuchen, die aktuelle Finanzkrise auf einen solchen – wenn auch diesmal besonders großen – „Betriebsunfall“ des Finanzsystems zurückzustufen und möglichst rasch wieder zum vermeintlichen Normalbetrieb überzugehen. Ich halte solche Versuche für gefährlich, da wir uns die Reparaturkosten für eine weitere Krise vergleichbarer Dimension schlicht und einfach nicht mehr leisten können.

Das Menetekel der „New-Economy“-Krise hatte noch zu keiner grundlegend neuen Ausrichtung der Finanzwirtschaft geführt. Diesmal aber kommen wir an fundamentalen Systemreparaturen nicht mehr vorbei.

Von Subprime bis Lehman

Bis zum Frühsommer 2007 wusste in Europa kaum jemand etwas mit dem Begriff „Subprime“ anzufangen. Doch dann lernten wir schnell, dass es dabei um Kredite und Wertpapiere mit schlechten Schuldnern ging, für deren wirkliche Rückzahlungsfähigkeit dieser Ausdruck geradezu einen Euphemismus darstellte.

Die Vorgeschichte dazu setzte etwa ab 2002 ein, als das extrem niedrige Zinsniveau in den USA die Aufnahme von Krediten für private Wohnbauten erleichterte. Umfassende, schon unter Präsident Clinton eingeführte Förderprogramme wurden dadurch in ihrer Wirkung verstärkt. Die über lange Jahre währende Steigerung der Preise am Markt für private Wohnimmobilien nährte die allgemeine Erwartung, die Preisspirale würde sich endlos nach oben drehen. Wieder einmal war vermeintlich „alles anders“.

Die amerikanischen Konsumenten ließen sich aber nicht nur zu Neukrediten für Wohnhäuser verleiten, sie griffen auch immer mehr zu „home equity loans“, um trotz sinkender Sparquote ihren stagnierenden Lebensstandard zu steigern. Sobald in Eigenheimen noch ein Belehnungsspielraum für Hypothekarkredite bestand, wurde er ausgenützt. Zwischen 2002 und 2006 stieg das Volumen derartiger Konsum-Hypothekendarlehen um mehr als das Dreifache von etwa 300 Mio. USD auf über 900 Mio. USD. Auch das Volumen an Krediten für die explosiv wachsenden US-Immobilienfonds steigerte sich auf nie zuvor gekannte Niveaus.

Als zur Mitte des Jahres 2005 die Zinsbremse durch Erhöhung der Leitzinsen erstmals wieder angezogen wurde, war es schon zu spät, um die Herausbildung einer gefährlichen Immobilien-Blase zu verhindern. Im Gegenteil: der Herdentrieb der Spätfolger des Booms führte zu weiteren Kreditausweitungen.

Vertriebsgesellschaften, die keiner Bankenregulierung unterworfen waren, forcierten den Abschluss von Darlehensverträgen mit Lockangeboten niedriger, allerdings nur auf sehr kurze Zeit fixierter Verzinsung. Alle Verträge enthielten Anpassungsklauseln – und als es dann auf Grund steigender Leitzinsen zwangsläufig zu ersten Zinsanpassungen kam, konnten sich mehr als 80 Prozent der privaten Kreditnehmer die höheren Raten nicht mehr leisten. Dennoch wurden sogar in den ersten vier Monaten des Jahres 2007, als die