

Henry Kaufman

DIE NEUORDNUNG DER FINANZMÄRKTE

WARNUNGEN, KONSEQUENZEN
UND REFORMEN

FinanzBuch Verlag

© des Titels »Die Neuordnung der Finanzmärkte«
(ISBN 978-3-89879-562-3) 2010 by FinanzBuch Verlag GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

EINLEITUNG

Finanzkrisen haben in meinen frühen Kindheitserinnerungen tiefe Spuren hinterlassen. Zwar wurde ich einige Jahre nach der Hyperinflation Anfang der 1920er-Jahre in Deutschland geboren, doch meine Familie hat diese schwere Zeit erlebt und durchlitten. Die Hyperinflation hat meinen Großvater, der damals im mittleren Alter war, für sein ganzes Leben geprägt. Unfähig, die Nöte und die finanziellen Verluste dieser aufreibenden Zeit zu vergessen, sprach er oft über diese Jahre. Über die Kredite, die er Bauern gewährte und die diese mit dicken Bündeln wertloser Geldscheine zurückzahlten. Die Lebensmittelverknappung, als die Preise einiger Waren schneller stiegen, als die Notenpressen Geld drucken konnten. Das Leid der Familien, als sich ihre hart erarbeiteten Ersparnisse in Luft auflösten. Und die um sich greifende Angst in einer Gesellschaft, deren Wirtschaft kollabierte.

Wenngleich mein Vater niemals über die harten Jahre sprach, die auf die deutsche Hyperinflation folgten, weiß ich, dass ihn diese Zeit – und vor allem der Aufstieg Hitlers – tief beunruhigte. Ganz richtig hatte er das Gefühl, der Nationalsozialismus würde unsere Existenz bedrohen. Beim Abendessen drehten sich die Gespräche oft um die Frage, ob wir Deutschland verlassen sollten. Mein Vater drängte zu diesem Schritt, aber meine Großeltern, deren familiäre Wurzeln in Deutschland viele hundert Jahre zurückreichten, wollten nicht auswandern. Die Diskussion endete an einem Abend des Terrors im Januar 1937, als Mitglieder eines Nazi-Fackelzugs unser Haus plünderten.

Es dauerte fast das ganze Jahr, bis es meiner Familie gelang, auf sicherem Weg in die USA zu emigrieren. Kaum dass wir einer Krise entkommen waren, ereilte uns die nächste – die Große Depression. Zwar waren wir dadurch ermutigt, dass wir die Sicherheit des amerikanischen Bodens erreicht hatten, dennoch standen wir vor äußerst düsteren wirtschaftlichen Aussichten. Unsere Ersparnisse waren bescheiden, und während der zweiten Konjunkturkrise des Jahrzehnts – der sogenannten »Roose-

velt-Rezession« von 1937 bis 1939 – gab es kaum Arbeit. Mein Vater fand jedoch schließlich eine Anstellung: eine Sechstageswoche in einer Fleisch verarbeitenden Fabrik für einen Stundenlohn von 25 Cents. Währenddessen nahm meine Mutter, die nie zuvor außer Haus gearbeitet hatte, eine Stelle als Putzfrau in einem Privathaushalt an, um zum Familieneinkommen beizusteuern. Und ich wurde zu meinen Großeltern gegeben. Die schlimmste Depression der modernen Geschichte hielt an.

Auf verschiedenartige Weise, die schwer zu messen ist, haben diese prägenden Erfahrungen meine Ansichten mit Sicherheit beeinflusst, als ich mir eine Karriere an den Finanzmärkten aufbaute. Im Lauf der Jahre dachte ich viel über das Zusammenspiel von Wirtschafts- und Finanzaktivitäten, über das Verhalten und die strukturellen Veränderungen der Finanzmärkte sowie deren Auswirkungen auf die Politik nach. Schließlich gelang ich zu der Schlussfolgerung, dass Finanzinstitute eine entscheidende und besondere Rolle in unserer Gesellschaft spielen. Sie sind nicht zu vergleichen mit Unternehmen des Privatsektors, wie zum Beispiel Chemieunternehmen oder Warenhäusern. Sie spielen eine so tiefgreifende und unverzichtbare Rolle, dass sie einer strengeren öffentlichen Kontrolle bedürfen.

Ein Grund, warum Finanzinstitute besonders auf verantwortliches Handeln achten müssen, liegt darin, dass ihre Kapitalbasis im Verhältnis zu ihren Aktiva und Passiva – die aus zeitlich befristeten Geldanlagen, Einlagen von Privatsparern, Unternehmen und Regierungen bestehen – relativ gering ist. Sie finanzieren eine ganze Bandbreite an Kreditnehmern. Wenn sie ihre Rolle als Finanzvermittler gut erfüllen, profitieren davon unsere Wirtschaft und unsere Gesellschaft. Erfüllen sie sie schlecht, leiden darunter unsere Wirtschaft und unsere Finanzmärkte, und in extremen Fällen führt das zu einer Krise. Finanzinstitute müssen ihren unternehmerischen Risikodrang daher mit ihren treuhänderischen Verpflichtungen in Einklang bringen.

Gelingt ihnen das nicht, liegt das meistens daran, dass das unternehmerische Risikowagnis die Oberhand gewonnen hat. Weil Finanzinstitute hohe Hebel einsetzen, kann eine schrittweise Zunahme der Hebel und

anderer Formen des Risikowagnisses – mit denen sich die kurzfristigen Gewinne steigern lassen – zu Liquiditätsproblemen bis hin zu Solvenzproblemen führen, und zwar sowohl für das Institut selbst als auch für seine Kunden. Und wenn dieses unternehmerische Risikowagnis sich auf die gesamten Finanzmärkte auswirkt, kann daraus eine Finanzkrise entstehen. Was mich an Kreditkrisen am meisten beunruhigt, ist das potenzielle Risiko, das sie für unsere Gesellschaft darstellen. Extreme Krisen können politische Unruhen auslösen, wie während meiner Kindheit in Deutschland geschehen. Doch auch wenn dieser Extremfall nicht eintritt, birgt eine schwere Finanzkrise immer noch das Potenzial, unsere Gesellschaft von einer nicht perfekten Wirtschaftsdemokratie in ein sozialistisches System zu transformieren.

Derartig große Gefahren lauerten während der Anfangszeit meiner beruflichen Aktivitäten an den Finanzmärkten in den 1950er-Jahren nicht. Die Finanzgesetzgebung der 1930er-Jahre hatte den Finanzpraktiken Beschränkungen auferlegt und die Grenzen definiert, innerhalb derer große Finanzinstitute wie Geschäfts- und Investmentbanken agieren konnten. Darüber hinaus waren viele Manager führender Finanzinstitute noch von der Großen Depression gezeichnet. Sie waren nicht geneigt, die leichtsinnigen Finanzpraktiken zu wiederholen, die diesen schmerzhaften Jahren vorausgegangen waren, noch waren ihre Kinder, die ebenfalls vor hochspekulativen Marktpraktiken zurückschreckten, dazu bereit.

Doch die Finanzbeschränkungen der Nachkriegszeit begannen in beinahe nicht wahrnehmbaren Schritten zu erodieren. Anfang der 1960er-Jahre begann die US-Notenbank, Geschäftsbanken die Emission großer börsenfähiger Einlagenzertifikate (CDs) bis zu einer festgelegten Zinsgrenze zu erlauben. Auf diese begrenzte Weise konnten Banken als Konkurrenten um Geldanlagen am Markt teilnehmen. Wenngleich diese Maßnahme damals kaum als bedeutsamer Schritt erschien, erwies sie sich dennoch als Türöffner für andere Formen der Lockerung der Finanzregulierung. Damals erkannten die Verantwortlichen der Fed weder die Implikationen, die die neue CD-Politik für die Neuausrichtung der Märkte hatte, noch machten sie sich Sorgen, als bald darauf neue Kreditinstrumente eingeführt wurden.

Innerhalb weniger Jahre löste der zunehmende Wettbewerb im Firmenkundengeschäft die erste Kreditkrise seit dem Zweiten Weltkrieg aus – die Austrocknung der Kreditmärkte im Jahr 1966. Obwohl die Zinssätze auf Bankeinlagen die von der Fed festgelegte Zinsobergrenze erreichten, kletterten die Geldmarktsätze noch höher. Nach meiner Erinnerung, die ich später in diesem Buch beschreiben werde, verursachte dies eine kurze, aber intensive Periode der Kreditklemme. Anschließend ereigneten sich 14 weitere Kreditkrisen. In jedem einzelnen Fall stand die verschlechterte Kreditqualität im Zusammenhang mit großzügigen Kreditvergabe- und Anlagepraktiken.

Die Expansion der Kreditmärkte setzte sich dennoch mit großer Geschwindigkeit fort. Es tauchten zahlreiche neue Kreditinstrumente und Handelsusancen auf, und die Finanzmärkte globalisierten sich zunehmend. Das Gleichgewicht verlagerte sich immer stärker in Richtung eines unternehmerischen, von kurzfristigem Gewinnstreben getriebenen Risikowagnisses. Die Verbriefung, insbesondere der zunehmende Einsatz von Derivaten, erwies sich als anregendes Elixier für das mittlere Management von Finanzinstitutionen, die nach kurzfristigen Profiten lechzten. Diese Gewinne schlugen sich nieder in großzügigen Boni. Einige Topmanager dieser Institute applaudierten ihrerseits dem erhöhten Risikowagnis, das den Gewinn pro Aktie, die Zuteilung von Aktienoptionen und andere Erfolgsindikatoren ansteigen ließ.

In den 1980er-Jahren machte ich mir ziemliche Sorgen, und zwar nicht nur darüber, wie die strukturellen Veränderungen der Finanzmärkte dem exzessiven Risikowagnis Vorschub leisteten, sondern auch über das Versäumnis der Regierungsbeamten in der Fed und an anderen Positionen, die Methoden der Finanzaufsicht entsprechend anzupassen. Dieser Besorgnis verlieh ich in mehreren Aufsätzen Ausdruck, die ich auf der von der Federal Reserve Bank von Kansas City ausgerichteten Jackson-Hole-Konferenz in Wyoming vorstellte. Damals wie heute nahmen an den Jackson-Hole-Konferenzen hochrangige Mitglieder der Zentralbanken aus den USA und anderen Ländern sowie führende Ökonomen und Regierungsvertreter teil. In einem Beitrag, den ich bei zwei verschiedenen Gelegenheiten präsentierte, beschrieb ich ausführlich die zahlreichen struktu-

rellen Veränderungen in den Finanzmärkten und rief die Federal Reserve Bank und andere Regulierungsbehörden auf, diese Veränderungen in den geldpolitischen Strategien und in der Finanzaufsicht zu berücksichtigen. Doch meine Warnungen verhallten ungehört, ebenso wie auch meine Empfehlungen, die ich seitdem noch detaillierter weiterentwickelt habe. Im Zentrum dieser Empfehlungen stand die Schaffung eines Aufsichtsgremiums, das die Finanzmarktaufsicht zentralisieren sollte. Zudem regte ich an, die Federal Reserve Bank möge der Finanzaufsicht in ihren Überlegungen eine höhere Priorität einräumen.

Stattdessen geschah Folgendes: Die Federal Reserve Bank und andere Regulierungsexperten der Regierung liberalisierten die Finanzmärkte unter der vorherrschenden Ideologie der freien Märkte weiter und ergriffen keine echten Maßnahmen gegen spekulatives Verhalten beziehungsweise gegen die gefährlich steigende Flut an verbrieften Schuldtiteln. Zahlreiche der neuen Finanzinstrumente entzogen sich der staatlichen Regulierung, da diese vor der Verbriefungsrevolution festgelegt worden war, und die Verantwortlichen schienen damit zufrieden zu sein.

Ende der 1980er-Jahre machte ich in einem Vortrag vor dem National Press Club in Washington D.C. zudem auf die Verschlechterung der Kreditqualität der Unternehmensfinanzierung aufmerksam. Mir war aufgefallen, dass sich die Ratings von Unternehmensschuldverschreibungen stark verschlechtert hatten, und das nicht nur, weil Michael Milken von Drexel Burnham Lambert Corporate Schrottanleihen populär gemacht hatte. Immer mehr Finanzvorstände plädierten für aggressive Finanzpraktiken. Unternehmenspleiten waren damals noch relativ selten, und diese Finanzvorstände trafen optimistische Cashflow-Prognosen, die eine höhere Schuldenlast zuließen. Damals glaubte ich – und ich habe bis zur derzeitigen Finanzkrise an dieser Ansicht festgehalten –, dass die Finanzierungskosten für schwächere Schuldtitel in Zeiten der Kreditverknappung dramatisch ansteigen, wenn das Volumen von Schuldverschreibungen mit »Speculative Grade«-Rating das Volumen der Schuldverschreibungen mit »Investment Grade«-Rating übersteigt. Die gegenwärtige Krise liefert reichlich Belege für diese Beobachtung. Unglücklicherweise wurden die vollen Konsequenzen des Problems noch gar nicht erkannt.

Eine weitere wichtige Veränderung auf den Finanzmärkten, vor der ich gewarnt habe, ist die rapide Zunahme der Finanzkonzentration. Beinahe jede Krise seit dem Zweiten Weltkrieg hat den Druck zur Konsolidierung erhöht. In den meisten Fällen wurden kleinere und mittelständische Institute von großen Instituten geschluckt. Ende der 1980er-Jahre und in den 1990er-Jahren beschleunigte sich der Trend jedoch dramatisch, als Handel und Bankwesen fusionieren durften und die – einst durch die Verabschiedung des Glass-Steagall Acts im Jahr 1933 errichtete – Schutzmauer fiel, die Firmenkundengeschäft und Investmentbanking voneinander getrennt hatte. In einer Kongressanhörung sprach ich mich aus einer ganzen Reihe von Gründen gegen diese wegweisenden Schritte aus (siehe Kapitel 10 und 11). Doch die Barrieren wurden abgebaut und kurz darauf gründeten zahlreiche Wirtschaftsunternehmen Finanztöchter. Auch hier versäumten es sowohl die geldpolitischen Behörden als auch andere staatliche Aufsichtsorgane, Schutzmaßnahmen gegen die Art Missbrauch zu ergreifen, die mit dieser fortgesetzten Marktliberalisierung wahrscheinlich einhergehen würde. Die gegenwärtige Finanzkrise verdankt einen Großteil ihrer Intensität dieser zügellosen Liberalisierung.

Auch wenn die wirtschaftlichen Auswirkungen der derzeitigen Krise Gott sei Dank nicht die Dimensionen der Großen Depression erreicht haben, nähern sich die finanziellen Entwicklungen und ihre Konsequenzen denen der 1930er-Jahre an. Das wirft folgende Frage auf: Warum sind wir so wenig in der Lage, unsere zentralen wirtschaftlichen Institutionen angemessen zu managen, wenn wir gleichzeitig so Großes in der Medizin, Technik und Telekommunikation leisten? Wie kann es sein, dass wir Astronauten mit stecknadelgenauer Präzision auf den Mond katapultieren können, aber darin versagen, unsere Wirtschaft an gefährlichen Klippen vorbeizusteuern? Warum arbeiten unsere Computer so gut, außer wenn wir sie dazu verwenden, Kreditrisiken und Geldpolitik zu steuern? Die Antwort liegt in der Methodik. In Wissenschaft und Technik verlassen wir uns auf die wissenschaftliche Methode: experimentelle Entwürfe mit abhängigen und unabhängigen Variablen und reproduzierbaren Ergebnissen.

Ökonomen und Finanzexperten sehen sich gerne als Vertreter der exakten Wissenschaften. Damals in den 1960er-Jahren, als wir erstmalig

Menschen auf den Mond beförderten, übernahmen Ökonomen die Terminologie der Raumfahrt. Sie sprachen von »Midcourse Corrections« – Manöver, mit deren Hilfe sich die Flugbahn eines Raumflugkörpers während des Flugs verändern lässt – und davon, die Wirtschaft zu einer »weichen Landung« zu bringen. Seitdem haben Quantifizierung und Modellierung in der ökonomischen Zukunft, in der Ökonometrie und andere Quantifizierungsexperten komplizierte Analysetechniken und mathematische Formeln anwenden, weiter an Bedeutung gewonnen. In den 1980er-Jahren waren zahlreiche Ökonomen Anhänger der Theorie der rationalen Erwartung, die im Wesentlichen besagt, dass die Märkte allwissend und unfehlbar seien. All das verlieh der Zukunft der Ökonomen eine Aura der Autorität, Authentizität und wissenschaftlichen Genauigkeit.

Die Computerberechnungen waren korrekt, doch die Schlussfolgerungen, die daraus gezogen wurden, waren es allzu oft nicht. Das liegt daran, dass die Modelle auf historischen Daten basieren, die tiefgreifende Auswirkungen der strukturellen Veränderungen, die sich in den Jahrzehnten seit dem Zweiten Weltkrieg in unserer Wirtschaft und an unseren Finanzmärkten vollzogen haben, jedoch unberücksichtigt lassen.

Neben den Ökonomen, die mit ihren eigenen Techniken bewaffnet waren, haben Ratingagenturen und – wie erwähnt – hochrangige Manager zahlreicher führender Finanzinstitute zur gegenwärtigen Krise beigetragen. Doch diese und andere Akteure des Privatsektors können für ihr aggressives Gewinnstreben nur bis zu einem gewissen Punkt verantwortlich gemacht werden. Eine größere Schuld an den derzeitigen Marktturbulenzen tragen die staatlichen Aufsichtsbehörden. Wie ich im abschließenden Abschnitt dieses Buches darlege, haben die geldpolitisch verantwortlichen Organe eine anachronistische Politik verfolgt, die die strukturellen und verhaltensbezogenen Veränderungen auf den Finanzmärkten unberücksichtigt ließ. Über Jahrzehnte hat die Federal Reserve Bank den Standpunkt vertreten, die Märkte würden Missbräuche abstrafen. Diese Strategie ließ die Erkenntnis der sich aus dem Zusammenbruch großer Finanzkonglomerate ergebenden Risiken für die Märkte und die Wirtschaft vermissen.

Während der Finanzkrise der ersten Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg legten die Aufsichtsbehörden den Finanzmärkten kaum effektive Zügel an. Und sowohl die Wirtschaft als auch die Finanzmärkte erholten sich schnell. Unglücklicherweise ist das in der gegenwärtigen Krise kaum wahrscheinlich. Der angerichtete Schaden ist zu groß. Eine Flutwelle der Finanzexzesse ist über unsere Märkte und unsere Wirtschaft hinweggefegt. Eine schnelle Lösung gibt es nicht. Die Erwartungen an Solvenz, Gewinn und Wachstum sind beträchtlich gesunken. Der Kollaps, der 2007 begann, wird das Anlegerverhalten auf Jahre hinaus beeinflussen. Die politischen Führer müssen kühn und entschlossen handeln und gleichzeitig dafür sorgen, dass unsere marktbasierende Wirtschaft nicht unterminiert wird. Die Finanzwelt sieht heute ganz anders aus als in den 1930er-Jahren. Daher brauchen wir einen neuen Katalog an Regeln und Regulierungen, damit unsere Finanzinstitute ihren unternehmerischen Risikodrang mit ihren treuhänderischen Verpflichtungen in Einklang bringen können.