

Folgen der finanziellen Repression: Die Macht der Schuldner

Die Geschichte des Kapitalismus ist reich an Bankrotteuren. Darunter sind Menschen, die Wechsel platzen ließen, Lebemänner, die mit geliehenem Geld auf und davon sind, Unternehmer, die sich auf Kosten von Gesellschaftern oder Stillen Teilhabern einen exklusiven Lebensstil leisteten.

Man sollte eigentlich annehmen, dass sich im Prozess der gesellschaftlichen Reifung Strukturen ausbilden, die einen auf einen Ausgleich zwischen den Interessen der Vertragsparteien hinarbeiten. Genau das Gegenteil passiert jedoch im gegenwärtigen Nullzinsregime.

Im Mittelalter war wegen des Zinsverbots der Kreditmarkt in die jüdische Schmutzdecke verbannt worden. Erst im Zuge des Kolonialismus etablierte sich ein globales Bankwesen. Händler bekamen in der Heimat von ihrer Hausbank Kreditbriefe, die sie weltweit gegen Bargeld tauschen konnten. Das Anfangs umfassende Durchgriffsrecht der Banken gegenüber den Schuldnern wurde seitdem permanent aufgeleicht.

Seit 1869 können in Grossbritannien beispielsweise Bankrotteure nicht mehr allein für die Tatsache des Bankrotts an sich ins Gefängnis kommen. Der Gläubiger musste seine Forderungen auf andere Art durchsetzen. Die Entwicklung der Rechtsform einer »Kapitalgesellschaft« verwässerte die Gläubigerrechte ein weiteres Mal. Plötzlich konnten Schulden von Personen abgetrennt werden. Banken (Irische und britische Institute) und Automobilhersteller (GM) zeigen, wie man mittels bewußt herbeigeführter Insolvenz anachronistische Geschäftsmodelle weiterführen kann.

Bei Staaten sehen wir eine ähnliche Entwicklung. Als Mexiko 1861 Anleihen nicht bedienen konnte, wurde es von einer vereinten Gläubiger-Armada aus britischen, französischen und spanischen Schiffen angegriffen. 1882 marschierte England in Ägypten ein und die USA übernahm 1915 die Kontrolle über Teile Haiti's nachdem Anleihen nicht bedient worden waren. Legendär ist auch die Besetzung des Ruhrgebiets durch Frankreich, als Deutschland sich weigerte, seinen Reparationsverpflichtungen aus dem Ersten Weltkrieg nachzukommen.

Und heute: 1999 erklärt Argentinien, dass es seine Anleihen nicht mehr bedienen wird. Das Land stürzt zwar kurzfristig ins Chaos und wird für ein Jahrzehnt von den Kapitalmärkten verbannt. Das war's. Selbst der Versuch der Gläubiger, sich an Vermögenswerten des Staats zu bedienen, scheitert. Ein Staat ist kein Unternehmen, das liquidiert werden kann. Zwar versucht man immer wieder argentinische Schiffe aufzubringen. Zur Versteigerung der Sache kommt es dann aber nicht.

Die europäische Schuldenkrise verwässert die Gläubigerrechte ein weiteres Mal. Diesmal werden Gläubiger von führenden Institutionen der Industriestaaten gezwungen, auf ihre Forderungen zu verzichten. Man versucht sogar diejenigen, die sich vor derartigen Risiken geschützt hatten, doppelt zur Rechenschaft zu ziehen, einmal durch den Zwang, dem Forderungsverzicht zuzustimmen, zum anderen mit dem Versuch, genau für diesen Fall abgeschlossene Versicherungen zu entwerten.

In der Phase der finanziellen Repression kommt nun eine weitere Qualität hinzu: Unternehmen gehen nicht mehr pleite, obwohl sie überschuldet sind. Wie im [Tagebuch der Finanzen](#) dargestellt, nutzen (verstaatlichte) Banken die Nullzinspolitik um Arbeitsplätze in chronisch defizitären Zombie-Unternehmen zu erhalten.

Diese Praxis hat sich die entwickelte Welt von Japan abgeschaut. Dort prägten Zombie-Banken über Jahrzehnte das Bild. Die Kreditinstitute hatten sich vor dem Crash 1989 mit wertlosen Immobilien eingedeckt. Aus Angst vor einem Schock wurden die Assets nicht abgeschrieben (was zu einem Bankrott der meisten japanischen Banken geführt hätte), sondern staatlich garantiert. Die Konsequenz waren extrem aufgeblähte Banken, niemand konnte den tatsächlichen Wert der ausgewiesenen Assets abschätzen, niemand traute den Banken. Anstatt einen schmerzvollen Neuanfang zu wagen, riskierte man lieber eine Stagnationsphase.

Ganz anders Korea. Das Land stand zur Jahrtausendwende vor einer Zäsur. Der IMF forderte von dem hoffnungslos überschuldeten Land einen Ausverkauf der verbliebenen Vermögenswerte. Zähneknirschend sah man zu, wie ausländische Investoren die industrielle Basis des Landes übernahmen. Am Kursverlauf

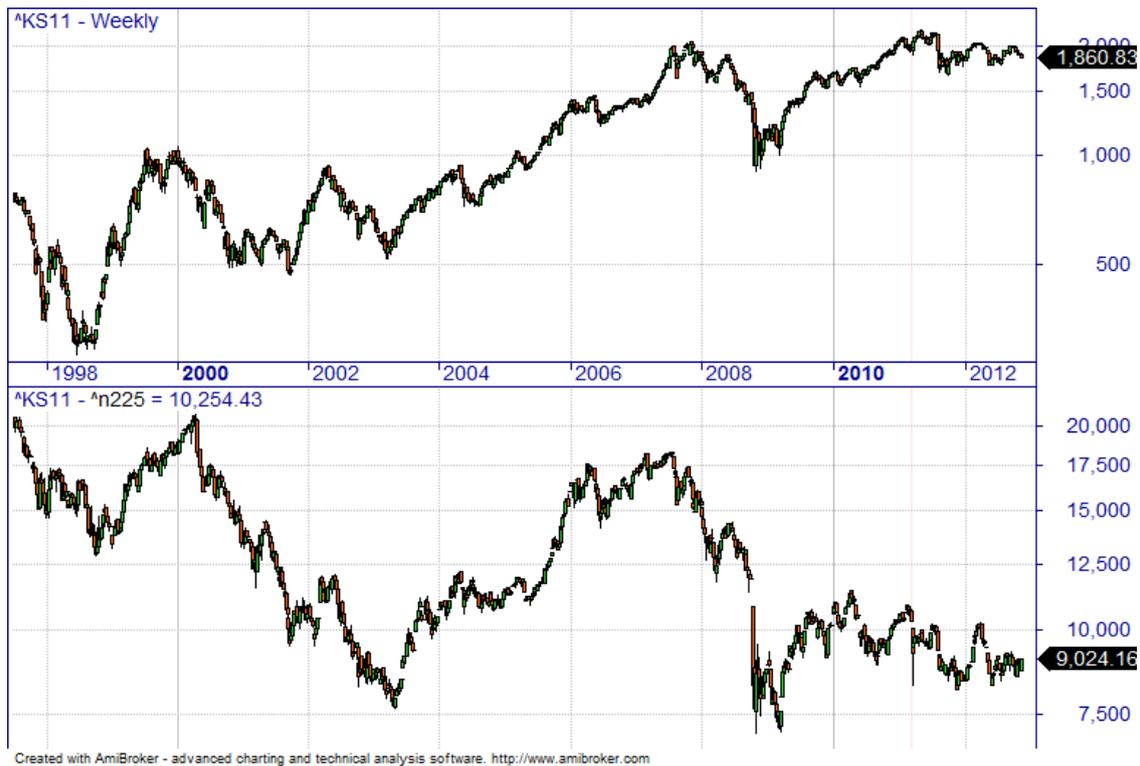


Abbildung 2: Preisverlauf des koreanischen Aktienmarkts (oben) und des japanischen (unten)

des koreanischen Leitindex erkennt man, dass die Phase der Depression nur sehr kurz war und dass das Land danach sehr dynamisch seinen Wachstumspfad wieder aufnahm.

Es gibt keinen Grund, die Existenz einer wachsenden Schar von Zombie-Unternehmen auf England zu beschränken. Wahrscheinlich finden wir diese auch in den anderen Industriestaaten mit Nullzinspolitik. Berücksichtigt man zusätzlich die negative demographische Entwicklung, dann könnte sich die Spezies der Zombie-Unternehmen allein wegen der Bindung von wenig produktiven Mitarbeitern in den Betrieben als Hemmschuh für jede Entwicklung erweisen. Schließlich binden sie Arbeitskräfte an sich, die unter »normalen« Umständen in Branchen mit höherer Produktivität und größeren Wachstumsperspektiven gewechselt wären und sich fortgebildet und/oder weiterentwickelt hätten.

Fazit. Das gegenwärtige Regime der finanziellen Repression (künstlich gesenkte Zinsniveaus) führt den Trend der Beschneidung der Gläubiger-Rechte fort. Gleichzeitig zwingt die Politik die Mittelschichten in Altersvorsorgeprodukte, die derart rigiden regulatorischen Auflagen unterworfen sind, dass sie fast nur in festverzinsten Anlagen investieren können. Die Mittelschicht ist folglich gezwungen, die Rolle des rechtlosen Gläubigers einzunehmen. Ach so: die Zinserträge sind repressionsbedingt geringer, als die Inflationsrate und eine rasche Veränderung ist nicht in Sicht.

Rumpfpositionen

Wie berichtet, haben wir in den letzten beiden Wochen unsere Aktienpositionen drastisch zurückgefahren. Dies hat uns vor größeren Buchwertverlusten geschützt.

Es ist kaum anzunehmen, dass die Trends des Sommers kurzfristig wieder aufgenommen werden. Deshalb schaue ich heute auf die verbliebenen Positionen frage nach deren weiterer Existenzberechtigung.