



Pensionierter Chefvolkswirt White, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel, US-Notenbanker Greenspan: „Inmitten der Blase fühlt

NOTENBANKEN

# Der Mann, der zu viel wusste

Jahrelang war William White Chefökonom eines ebenso einflussreichen wie verschwiegene Zirkels, denn die BIZ in Basel gilt als die Bank aller Notenbanken. Vehement warnte er die Währungshüter vor der kommenden Krise. Doch die ignorierten seine Analyse. *Von Beat Balzli und Michaela Schießl*

**W**illiam White hatte klare Pläne für sein Leben außerhalb des Nadelstreifenanzugs.

39 Jahre war der Kanadier für die Notenbanken dieser Welt unterwegs gewesen, zuletzt diente er als Chefökonom in der Zentralbank der Zentralbanker, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) mit Sitz in Basel.

Nun, nach 15 Jahren im verschwiegene Männerclub der Welt, sollte endgültig Schluss sein. Der 66-Jährige ging in seiner Wahlheimat in Rente wie ein echter Eidgenosse. Er trug sein Vermögen zur Kantonalbank, kaufte sich ein Grundstück im Berner Oberland und begann mit dem Bau eines Chalets. In den Bergen, zwischen Kuhalmen und Skiparadiesen, würde er mit seiner Frau in aller Gemütsruhe sein Pensionärsdasein genießen, unterbrochen nur von ein paar Urlaubsreisen dann und wann. So war der Plan im Juni 2008.

Und nun das.

Die Nadelstreifen sind wieder im Einsatz: Gerade kommt White aus Kalifornien zurück, wo er vor einer großen Fondsgesellschaft sprach. Schnell umpacken und weiter nach London, das Finanzministerium ruft. Retour zu einer Rede an der Universität Basel und ab nach Frankfurt, ein Papier beim Center for Financial Stu-

dies vorstellen. Von dort aus nach Paris, zur Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, OECD, und weiter nach Kanada. White wird gebraucht, auch dort.

Seit die Wirtschaft in Flammen steht, jettet der drahtige Rentner um den Erdball wie ein Notarzt der Hochfinanz. Doch Erschöpfung ist ihm nicht anzusehen. Der Mann mit dem grauen Haarschopf strahlt vor Energie. Er leuchtet.

Endlich wird ihm zugehört.

Ihm, und nicht mehr seinem langjährigen Gegenspieler, dem einst so mächtigen Chef der US-Notenbank Fed, Alan Greenspan. „Maestro“ wurde der ehrfürchtig genannt und gefeiert als der beste Währungshüter aller Zeiten. Bis die US-Immobilienblase platzte und der Absturz begann.

Keiner in der Notenbankszene wagte es bis zu diesem Zeitpunkt, Greenspans erfolgreiche Politik des billigen Geldes laut zu kritisieren. Keiner außer White.

Der sah das Unglück aufziehen. In der Analyseabteilung der BIZ laufen sämtliche Daten aller Banken der Welt zusammen, sie gilt als die brillanteste der Welt. In diesem Nervenzentrum der Hochfinanz konnten die Ökonomen fast in Echtzeit beobachten, welch giftiger Trank sich grenzüberschreitend zusammenbraute.

White und sein Expertenteam sahen, wie sich in den USA die Häuserblase entwickelte. Sie kritisierten das immer schwerer zu durchschauende Verbriefungsgeschäft, wiesen eindringlich auf die Gefahr unsicherer Kredite hin, belegten die mangelnde Glaubwürdigkeit der Rating-Agenturen. Auslöser für die Zügellosigkeit: Es gab schlicht zu viel billiges Geld auf dem Markt. Um das anzulegen, erfanden die Investmentbanker immer raffiniertere, immer phantasievollere und immer halbscherische Finanzprodukte.

Instabilität der Finanzmärkte habe Inflation als „Bösewicht“ der Weltwirtschaft abgelöst, beschwor White schon 2003 die Notenbanker umzudenken. „Man hofft, dass es nicht eines unkontrollierten Zusammenbruchs der aktuellen Exzesse bedarf, um überzeugend zu beweisen, dass wir uns tatsächlich auf einem gefährlichen Weg befinden“, schrieb er 2006.

Deutlicher kann man in der distinguierten Welt der Notenbanker kaum formulieren.

Nun hat White recht behalten, in einem nahezu apokalyptischen Ausmaß. Dem Kanadier aber ist nicht nach Triumphgeheul zumute. Er, der Chefökonom der Bank der Zentralbanken, hat das Desaster vorausgesagt. Doch nicht einmal seine eigene Klientel wollte ihm glauben.



*sich alles toll an; niemand will glauben, dass sie platzen kann“*

Es war das wohl größte Versagen der Notenbankchefs seit Gründung der BIZ 1930. Sie wussten alles und taten – nichts. Ihr gigantischer Analyseapparat spuckte immer neue Horrorszenerarien aus, doch es war, als ob er ins All sendete.

Über Jahre hinweg ignorierten die Herrscher über die globale Geldmenge die Ratschläge ihres obersten Experten. Wohl weil dieser Unerhörtes von ihnen forderte: einen grundlegenden Richtungswechsel.

Das vorherrschende Modell war banal: keine Inflation, kein Problem. White aber wollte, dass die Währungshüter darüber hinaus das Entstehen von Blasen verhindern und Krisenvorsorge betreiben. Sein Credo: In guten Zeiten müssten die Zinsen auch ohne Inflationsgefahr angehoben werden. Das wirke Blasen entgegen und ermögliche eine Zinssenkung in schlechten Zeiten. Auch den Banken riet er, im Aufschwung verstärkt Reserven zu bilden, um im Abschwung Kredite vergeben zu können.

Wäre man Whites Modell gefolgt, hätte der Kollaps des Finanzsystems möglicherweise vermieden, in jedem Fall abgemildert werden können. Doch seine Idee fand einfach keinen Rückhalt in der ganz eigenen Welt der Währungshüter. Es ist eine Welt voller Geheimnisse.

Die BIZ ist eine geschlossene Gesellschaft im Besitz von 55 Notenbanken. Alle zwei Monate reisen Zentralbankchefs in die Baseler Zentrale, einmal jährlich findet die große Generalversammlung statt, das oberste Organ der BIZ. Die Notenbanker lieben den Baseler Plausch, Alan Greenspan ebenso wie sein Nachfolger Ben Bernanke, Bundesbanker Axel Weber oder Jean-Claude Trichet, der Chef der Europäischen Zentralbank EZB. Wenn sie kommen, erwacht der dunkle Turm am Baseler Centralbahnhof 2 zum Leben. Se-

kretärinnen bevölkern die ansonsten verwaisten Büros der Gouverneure; Stenografen und Chauffeure stehen bereit, dunkle Limousinen warten.

Ganz oben wird das Penthouse mit dem phantastischen Blick über Basel für das Diner geschmückt, ganz unten der Atom bunker ausgekehrt und der Weinkeller mit edlen Tropfen bestückt. Im BIZ-eigenen Countryclub präparieren Gärtner die Tennisplätze wie für ein Grand-Slam-Turnier. Wer verliert, kann sich im Casino mit asiatischen „Köstlichkeiten à discretion“ des indonesischen Gastkochs trösten.

„Notenbanker können auch manchmal Primadonnen sein“, erinnert sich der ehemalige BIZ-Generalsekretär Gunter Baer. Unvergessen die Aufregung, als einmal ein bestimmter Jahrgang Mouton Rothschild nicht vorrätig war.

In den Gängen des Turms glänzen weiße Ledersitzgruppen im Charme der siebziger Jahre. Der runde Tisch, an dem die Probleme der Weltwirtschaft gewälzt werden, ist gewienert. Am eindrucksvollsten jedoch wirkt das Auditorium: moderne Business-class-Sessel aus weißem Leder und Chrom, beleuchtet von Tausenden LED-Lämpchen, dahinter die verspiegelten Übersetzerkabinen, davor das Schalterpult der Weltenretter. Der Raum erinnert an die Leitzentrale bei „Star Trek“. Von hier sollte die Finanzwelt durch alle Gefahren manövriert werden.

Natürlich ist das Gebäude weitgehend abhörsicher. Nichts soll nach außen dringen, kein Fremder darf hinein. Es existieren keine öffentlichen Protokolle der Sitzungen. Was hier gesprochen wird, ist geheim. Das Wort Transparenz kann man bei der BIZ nicht einmal buchstabieren. Nichts ist verabscheuungswürdiger als ein indiskreter Notenbanker.

Die Währungshüter zelebrieren ihre Unabhängigkeit. Sie sollen schließlich ohne parteipolitische Einflüsse alle nötigen Maßnahmen treffen, um die Weltwirtschaft gesund zu halten.

So ist die BIZ einer der exklusivsten wie einflussreichsten Clubs der Welt, eine Art Vatikan der Hochfinanz. Formal eine Aktiengesellschaft, ist sie als internationale Organisation anerkannt und untersteht damit keiner Gerichtsbarkeit außer dem Völkerrecht.

Auch Steuern werden nicht erhoben. Die Mitglieder und Mitarbeiter genießen weitgehende Immunität. Keine Institution kontrolliert die BIZ. Obwohl sie rund vier Prozent der gesamten Währungsreserven verwaltet: 217 000 000 000 Euro. Plus 120 Tonnen Gold.

„Unsere Stärke ist, dass wir keine Macht haben“, sagt BIZ-Generalsekretär Peter Dittus. „Unsere Treffen sind meist nicht entscheidungsorientiert. Der Wert besteht im Meinungsaustausch.“ Platte Absprachen nach dem Motto „Lass uns mal den Leitzins um einen Punkt anheben“ gibt es nicht. Die Meinungsfindung geschieht subtiler, durch eine Art Osmose.

Zentralbanker werden von ihren Regierungen berufen, nicht vom Volk gewählt. Und doch verfügen sie über eine Macht, die die vieler Regierungschefs weit übersteigt. Ihre Entscheidungen beeinflussen ganze Volkswirtschaften, mit einem Wort können sie die Finanzmärkte bewegen. Sie legen den Zinssatz fest, bestimmen damit den Preis des Geldes und die Fließgeschwindigkeit globaler Finanzströme.

Ihre größte Verantwortung lautet: Sie sollen verhindern, dass ein Bank- oder Börsencrash die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems und somit die reale Ökonomie gefährdet. Nicht zufällig sind die



SPENCER PLATT / GETTY IMAGES

**New Yorker Aktienhändler am 15. September, dem Tag der Lehman-Pleite: Die Notenbanker sind grandios gescheitert**

Notenbanker in den meisten Ländern auch für die Bankenaufsicht zuständig.

Sie sind grandios gescheitert. Wie konnte es geschehen, dass die Gemeinschaft der Währungshüter trotz Insiderwissens die Gefahren derart unterschätzte? Warum griffen sie nicht ein?

„Irgendwie hatten alle gehofft, dass es nicht abwärtsgeht, solange man nicht runterschaut“, sagt William White. „Es war wie bei der Comic-Figur Wile E. Coyote, die über die Klippe rast, lustig weiterstrampelt und erst fällt, wenn sie in die Tiefe blickt. Das ist natürlich Unsinn. Man fällt, weil da ein Abgrund ist.“

Warum nur wollte den keiner sehen? Warum verschlossen ausgerechnet die Notenbanker, die jenseits von Gewinnerwartungen, Aktionärsdruck und Wählergunst agieren, die Augen? Sind auch sie dem allgemeinen Herdentrieb erlegen?

„Solange alles gutgeht, besteht ein enormer Widerwille, etwas zu ändern“, sagt White. „Dieses Verhalten ist tief in der menschlichen Seele verwurzelt.“ Den menschlichen Faktor nennt er das. Und der hatte einen Namen: Alan Greenspan.

Greenspan saß lange im Verwaltungsrat der BIZ und war praktisch Whites Vorgesetzter. Als glühender Verfechter des freien Marktes vertrat er das Modell der minimalen Einmischung: Notenbanken sollen sich einzig um Inflation und Preisstabilität kümmern und hinter geplatzten Blasen aufräumen. Da niemand wisse, wann Blasen platzen, sei es unmöglich, zum richtigen Zeitpunkt einzugreifen.

Das Mittel kräftiger Zinserhöhungen zur Bekämpfung von Kursexzessen versagte in seinen Augen regelmäßig. Sich „gegen den Wind“ zu lehnen sei zwecklos. Der Mann hat Belege für seine These: Zwischen Anfang 1988 und Frühjahr 1989 hob die Fed

den Leitzins um über drei Prozentpunkte an. Das teure Geld sollte die Kreditvergabe drosseln. Gemäß Lehrbuch müsste das Gift sein für die Börse, doch es geschah das Gegenteil: Die Kurse stiegen weiter.

Fünf Jahre später wiederholte sich das vermeintliche Paradoxon. Wieder setzte die Fed den Zins herauf. Und wieder kletterten die Kurse.

So wuchs in Greenspan die Gewissheit, dass man mit höheren Zinsen nichts ausrichten könne gegen Blasen. Den Versuch, die Zinsen einmal deutlich stärker anzuheben als bisher, unternahm er nie.

Die Frage „Greenspan gegen White“ führte in Basel nicht gerade zu einem Machtkampf. Zu ungleich waren die Kräfte verteilt. Auf der einen Seite der bedenken-trägerische Chefökonom mit seinem antiquiert wirkenden Vorsorgemodell, dort der glamouröse Zentralbanker, unter dessen Ägide die Wirtschaft boomte. Hier der Spielverderber, dort der Partyhecht.

Sicher, die Notenbanker diskutierten die konkurrierenden Modelle. Doch die meisten folgten Greenspan. Sein System war eben das, was ihnen auf den Eliteuniversitäten vermittelt worden war. Whites Lamento, dass Wirtschaft keine Wissenschaft sei, wollten sie nicht gelten lassen. Er habe kein nachrechenbares Modell, hieß es.

Hinzu kommt: Wer will sich gegen den Erfolg stemmen? Greenspan war ihr Superstar, der Unantastbare, eine lebende Legende. „Er forderte stets Respekt ein“, erinnert sich White an die Auftritte des Maestro. Kaum einer wagte, dem orakelhaften Großmeister zu widersprechen.

Warum auch? „Inmitten der Blase fühlt sich alles toll an. Niemand will glauben, dass sie platzen kann. Keiner stellte die richtigen Fragen“, sagt White heute.

Und so nimmt er seinen Gegenspieler sogar in Schutz: „Greenspan war nicht der alleinige Schuldige. Alle spielten dasselbe Spiel. Auch Japan und Europa hielten an der Niedrigzinspolitik fest, fast alle folgten dem Rezept.“

Sorgenvoll beobachtete White, was die Notenbanker damit anrichteten. 1997 löste die Politik des billigen Geldes die Asien-Krise aus. Als die Ramschkredite, welche die Banken angehäuft hatten, platzten, mussten der Internationale Währungsfonds und andere Geber die Weltwirtschaft mit über hundert Milliarden Dollar retten.

Es sei naiv anzunehmen, dass Märkte sich diszipliniert verhalten, beschrieb White das Marktversagen schon 1998.

Freimarkter Greenspan blieb ungerührt.

Wenige Wochen später bewies der Markt erneut seine zerstörerische Kraft. Russland stürzte in eine Finanzkrise und riss den New Yorker Hedgefonds LTCM mit sich. In aller Eile lud die New Yorker Fed die Spitzen internationaler Bankkonzerne zu sich und initiierte eine Rettungsaktion, die bis dato ohne Beispiel war. Mit 3,6 Milliarden Dollar wurde die Weltwirtschaft vor einer Systemkrise bewahrt.

Und was tat Greenspan? Er senkte den Leitzins. Im Silicon Valley wuchs die nächste Blase heran, die New Economy. Sie barst im Frühjahr 2000. Was tat Greenspan? Er senkte die Zinsen. Gewaltig diesmal, von über sechs auf ein Prozent innerhalb von drei Jahren. Das war der Kardinalfehler, meint White: „Nach dem Crash wurden die Zinsen sehr aggressiv gesenkt und zu lange zu niedrig gelassen.“

Während man sich noch vom Dotcom-Niedergang und den Terrorangriffen auf das World Trade Center erholte, verursachte das billige Geld bereits den nächsten

Exzess, diesmal einen weitaus verheerenderen, im Häusermarkt.

White war es langsam leid. Gab es keinen anderen Weg, als die Wirtschaft regelmäßig kollabieren zu lassen? Grenzte es nicht an Dummheit, ohne Sicherheitsnetz zu arbeiten? Zeigten nicht schon die Bibel und der Koran, dass man in sieben fetten Jahren für sieben magere vorsorgen soll?

Diesmal wollte er die Diskussion nicht unter Ausschluss der Öffentlichkeit führen. Diesmal suchte er das große Publikum.

Jackson Hole war sein Ziel, das Mekka der Finanzexperten. Der nächste Termin: August 2003.

Einmal im Jahr lädt die Kansas-City-Dependance der Fed die wichtigsten Ökonomen und Notenbanker zum Gipfeltreffen in die Provinz Wyoming ein. Vor der faszinierenden Kulisse des Grand Teton National Park entspannt sich die Weltfinanzelite ganz privat beim Wandern und Paddeln, bevor sie in Klausur geht, zur Lage

setzt zu werden.“ Einen Schurken mit einer mörderischen Zerstörungskraft.

Geschaffen wurde er durch die „Prozyklizität des Finanzsystems“, so die These der BIZ-Ökonomen. Übersetzt heißt das: Die Wahrnehmungen von Wert und Risiko entwickeln sich parallel. Menschen leiden an systemimmanenter Blindheit für kommende Gefahren. Je besser die Wirtschaft läuft, umso bessere Bonitätsnoten vergeben die Rating-Agenturen, umso laxer werden die Richtlinien der Kreditvergabe, umso leichter lässt sich Geld beschaffen, umso größer ist die Risikobereitschaft.

Eine Blase baut sich auf. Der Knall kann verheerend werden. „In Extremfällen entstehen breite Finanzkrisen, die den Abschwung verstärken“, analysierte White. Hohe realwirtschaftliche Kosten seien die Folge: Arbeitslosigkeit, Kreditklemme, Insolvenzen.

Um solche Ungleichgewichte vorherzusagen, müsste man nur das „exzessive

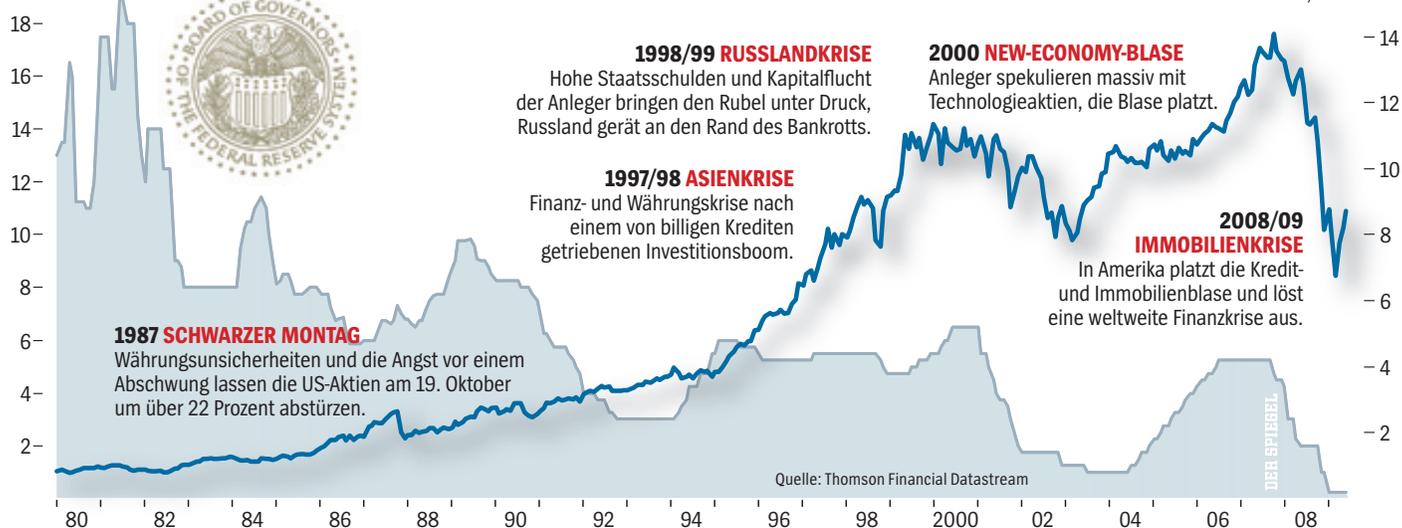
Mag sein, dass sich der ein oder andere Zentralbanker nun, da der US-Leitzins zwischen null bis 0,25 Prozent dümpelt und die Fed Hunderte von Milliarden Dollar in den Markt pumpt, schmerzlich an Whites damaligen Vortrag erinnert.

Denn der hatte prophezeit: Wenn sich das „schlimmste Szenario materialisiert, müssen die Zentralbanken den Leitzins womöglich auf null senken und zu weniger konventionellen Maßnahmen greifen, deren Wirksamkeit unsicher ist“.

Er mahnte, dass die Geldversorgung versiegen könnte: „Unter Stress können die Märkte gefrieren, wenn die Liquidität verdampft.“ Und er benannte – glatte vier Jahre vor dem Platzen der Häuserblase – die beunruhigende Entwicklung auf dem US-Immobilienmarkt als eine Folge der lockeren Geldpolitik.

„Die Belebung ist nicht kostenlos, sie wirft die Frage nach der Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Erholung auf“, warnte er.

LEITZINS der US-Notenbank in Prozent



der Weltwirtschaft. Nur wer vor diesem Publikum besteht, zählt in der Branche. „Diese Chance dürfen wir nicht verpassen“, spornte der BIZ-Ökonom Claudio Borio seinen Chef William White an, der sich in der Jackson Lake Lodge noch schnell ein paar handschriftliche Notizen für den großen Auftritt machte.

Greenspan saß im Pulikum, als Borio und White ihre Thesen präsentierten. Thesen, die so gar nichts mit dem Weltbild des mächtigen Notenbankers und der meisten seiner Kollegen gemein hatten.

White und Borio schilderten die dramatischen Veränderungen seit der Deregulierung der Finanzmärkte in den achtziger Jahren. Das Problem sei nicht länger die Preisstabilität, sondern das Entstehen von Ungleichgewichten auf den Finanzmärkten, die sich immer öfter in erdbebenhaften Erschütterungen niederschlugen. „Es ist, als ob ein Bösewicht langsam die Bühne verlässt, nur um durch einen anderen er-

Wachstum von Vermögenswerten und des Kreditvolumens“ beobachten – und rechtzeitig gegensteuern, auch ohne drohende Inflationsgefahr.

Diese Aufgabe, so das Fazit der Autoren, müsse unter anderem die Geldpolitik übernehmen. Die Notenbanken können eine Kreditausweitung begrenzen und eine Schräglage der Weltwirtschaft vermeiden.

Der Vortrag war ein Angriff auf alles, was Greenspan predigte. Und der schätzte bekanntlich keine Widerworte. Verstohlen beobachteten die Zuhörer die Reaktion des Maestro. Der Mann mit der großen Brille lauschte unbeweglich, in einer Art Reptilienstarre. Später, beim lockeren Zusammensein, würdigte er White keines Blickes.

Der Chefökonom der BIZ ahnte: Er war durchgefallen.

„Man kann ein Pferd zur Tränke führen, aber man kann es nicht zwingen zu trinken“, kommentiert er.

Die Treffsicherheit von Whites Vorhersagen wirkt aus heutiger Sicht beinahe beängstigend. Doch als es darauf ankam, gelang es ihm nicht, die herrschende Ideologie ins Wanken zu bringen. „Als BIZ-Angestellter bleibt einem nur, seine Erkenntnisse zu präsentieren“, sagt er. „Ob sie genutzt werden, liegt nicht in unserer Macht.“

Trotz der Enttäuschung von Jackson Hole hörte White nicht auf, Daten, Fakten, Analysen zu liefern. Vielleicht gelang es ja so, die Denkbarrieren zu durchbrechen.

Unermüdlich verwies er auf den Bericht „Kreditrisikotransfer“, den das BIZ-Komitee „Globales Finanzsystem“ 2003 veröffentlicht hatte. Darin wurde geschildert, wie Kredite mittels sogenannter Collateralized Debt Obligations in Tranchen verpackt und weltweit weitergereicht werden. Das reduzierte für die Banken „den Anreiz, ihre Schuldner zu überwachen, und änderte ihren Umgang mit zahlungsun-



GRAND TETON LODGE COMPANY

**Notenbanker-Treffpunkt Jackson Hole, Wyoming:** „Unter Stress können die Märkte gefrieren“

fähigen Schuldnern“, schrieben die Experten.

Es war das Grundübel, das schließlich die Mutter aller Krisen hervorrufen sollte: Viele US-Banker scheuten sich nicht vor Ramschhypotheken, weil sie die sofort wieder losschlagen konnten, etwa an unbedarfte Landesbanker in Dresden, Hamburg oder München.

Auch vom Versagen der Rating-Agenturen wurden die Zentralbanker nicht wirklich überrascht. Ihre eigenen Fachleute bei der BIZ kanzelten die Arbeitsweisen von Moody's und Co. in jenem Bericht verächtlich als „relativ plumpe Techniken“ ab. Die Verlässlichkeit der Resultate sei „mit Vorsicht“ zu genießen.

Nichts passierte.

2004 griff White im BIZ-Jahresbericht ungewöhnlich offen die lasche Geldpolitik der Fed an. Greenspan saß damals im Verwaltungsrat der Bank, doch das Führungsgremium nahm niemals Einfluss auf die Analysen ihrer Experten. Aber ernst nahmen sie sie auch nicht.

Im Januar 2005 schlug das BIZ-Komitee „Globales Finanzsystem“ erneut Alarm: Das Risiko strukturierter Finanzprodukte werde „von gewissen Investoren nicht voll erfasst“, schrieben sie. Extreme Ereignisse könnten „unerwartete systemische Konsequenzen haben“. Sie warnten vor dem Geburtsfehler der Rating-Agenturen. Weil die von jenen bezahlt würden, die sie bewerten, bestehe die Gefahr geschöner Ratings und zögerlicher Herabstufungen.

Zweieinhalb Jahre vor dem großen Knall wussten die Notenbanker somit ziemlich genau Bescheid. Alle Zutaten des kommenden Desasters lagen säuberlich ge-

ordnet vor ihnen auf dem Tisch: fehlerhafte Rating-Agenturen, bis zur Unkenntlichkeit verpackte Kredite, dubiose Praktiken amerikanischer Hypothekenanbieter, die Gefahren der Niedrigzinspolitik. Gehandelt wurde nicht. Die Fed hob die Zinsen nur in homöopathischen Schritten an.

„Es hatte alle Merkmale einer griechischen Tragödie“, sagt White. Das Verderben war absehbar, doch niemand wagte es, die Party zu stören. Nur der einsame BIZ-Ökonom knurrte beharrlich: „Wenn Gewinne zu gut sind, um wahr zu sein, dann sind sie zu gut, um wahr zu sein.“

Doch die Wirtschaft brummte, an der Wall Street wurden Milliardenboni verteilt wie Smarties. Wer wollte es verantworten, die Orgie zu beenden?

Greenspan offenbar nicht.

Der Notenbankchef ließ sich nicht einmal von einem Brief beeindruckt, den der Verband der US-Hypothekenversicherer Mica am 23. September 2005 an die Fed sandte. „Sehr besorgt“ sei man über die abenteuerlichen Finanzierungspraktiken auf dem US-Immobilienmarkt. Die Experten argwöhnten gar, dass die Fed mit falschen Daten operierte. Obwohl die Hypothekengabe an Geringverdiener stark anstieg, hatten die meisten Banken der Zentralbank gemeldet, dass sie die Standards der Kreditvergabe nicht gelockert hätten. Für diese „Nuklear-Hypotheken“ gebe es keinen Zweitmarkt, zitierte Mica eine Studie: „Dieses Pulverfass wird explodieren.“

Drei Tage später schaltete sich Greenspan per Satellit zum Jahrestreffen des US-Bankenverbands im kalifornischen Palm Desert zu. Er räumte „lokale Exzesse“ bei den Immobilienpreisen ein, doch gab er

generell Entwarnung: „Die große Mehrheit der Hausbesitzer verfügt über ein ausreichendes Eigenkapitalpolster, um einen Rückgang der Hauspreise zu absorbieren.“

Der Meister hatte gesprochen, es durfte weitergefeiert werden.

William White und sein Baseler Team konnten es nicht fassen. All ihre Warnungen wurden von den Zentralbankern beiseitegeschoben. Verstand man sie nicht? Oder wollte man sie nicht verstehen?

Im BIZ-Quartalsbericht März 2006 schilderten sie erneut den gefährlichen Höhenflug der Subprime-Szene. „Ausländische Anleger investieren in rasant zunehmendem Maße in solche Titel“, schrieben sie, warnten vor einer „Abkühlung des US-Wohnimmobilienmarktes“ und möglichen „unerwartet hohen Verlusten“.

Kurz darauf plädierte William White in dem Arbeitspapier „Ist Preisstabilität genug?“ noch einmal für sein Modell. Niedrige Inflationsraten seien kein Zeichen für Normalität, warnte er, Notenbanken sollten sich davon nicht täuschen lassen. Sowohl die Pleite des Hedgefonds LTCM als auch der Kollaps der Aktienmärkte 2001 habe „in einem Umfeld effektiver Preisstabilität“ stattgefunden.

Es war vergebliche Liebesmüh. „Sonnenscheinchen“ nannte der damalige Fed-Vize Roger Ferguson den dauernd warnenden Chefökonom ironisch.

„Es gibt Grenzen der Argumentation“, erkannte White. „Wenn du deinen Punkt immer und immer wiederholst, hört dir irgendwann keiner mehr zu.“

Besonders taub stellte sich Ben Bernanke, der Anfang 2006 Alan Greenspan als Chef der Fed beerbt hatte. Als er am 19. Juli 2006

vor dem US-Kongress seinen halbjährlichen Bericht zur Wirtschaftslage abgab, erwähnte er die Subprime-Gefahr mit keinem Wort.

Im Dezember darauf meldete die BIZ, dass im vierten Quartal der Index für verbrieft US-Hypotheken mit schlechten Ratings beachtlich gefallen sei. Der Vertrauensverlust begann.

Wenige Wochen später kamen die Einschläge. Am 8. Februar 2007 gab die HSBC, damals die drittgrößte Bank der Welt, die erste Gewinnwarnung ihrer Geschichte heraus.

Eine überraschend hohe Risikovorsorge im US-Hypothekengeschäft war nötig geworden. Am 2. April beantragte der US-Hypothekenfinanzierer New Century Financial Insolvenz.

Ben Bernanke blieb unbeeindruckt. „Es scheint unwahrscheinlich, dass die Probleme im Subprime-Bereich auf die breite Wirtschaft oder das Finanzsystem übergreifen“, sagte er. Es war der 5. Juni 2007.

Ein letztes, verzweifeltes Mal versuchte White, die Notenbanker zur Besinnung zu bringen. „Niemand sah die Depression von 1930 voraus und auch nicht die Krisen, die Japan und Südostasien in den neunziger Jahren trafen. Jedem Abschwung war eine Phase mit inflationsfreiem und derart exzessivem Wachstum vorausgegangen, dass viele Kommentatoren bereits eine neue Ära kommen sahen“, schrieb er in den Jahresbericht der BIZ.

Doch selbst wenn Bernanke gehört hätte, es war längst zu spät. Am 22. Juni kündigte die US-Investmentbank Bear Stearns an, zwei Fonds mit drei Milliarden Dollar stützen zu müssen. Sie hatten sich im Zuge der US-Immobilienkrise verspekuliert. In Deutschland flüchteten sich bald komplette Banken unter Rettungsschirme. Das Misstrauen untereinander eskalierte, die Geldmärkte trockneten langsam aus.

Es war der Anfang vom Ende. „Als die Krise begann, fragte ich mich: Ist das das ganz große Beben?“, erzählt White. „Die Antwort: Ja. Es ist das ganz große Beben.“

Mittlerweile steht die Weltwirtschaft am Rande des Abgrunds. Die Krise ist die vernichtendste und brutalste seit einem Jahrhundert. Das Finanzsystem steht nur noch, weil die Regierungen es mit Milliarden stützen. Die Zentralbanker mussten ihre vornehme Zurückhaltung aufgeben und versuchen, zusammen mit Politikern zu retten, was zu retten ist. Niemand spricht mehr von den Selbstheilungskräften des freien Markts.

Und: Alles ist so gekommen, wie White es vorausgesagt hatte.

Den Offiziellen bei der BIZ ist das sichtlich unangenehm. Zwar könnten sie sich brüsten, die besten Analysen abzugeben zu haben. Doch dann müssten sie auch zugeben, dass ihre Notenbanker kläglich versagt haben. „Wir hatten die richtige Nase, aber wir haben es nicht verständlich vermitteln können“, sagt BIZ-Generalsekretär Dittus. „Es gelang uns nicht, die globalen



**Fed-Chef Bernanke\*:** *Mit keinem Wort die Gefahr erwähnt*

und finanziellen Ungleichgewichte so darzustellen, dass man uns glaubte.“

Hatte White sich so undeutlich ausgedrückt? Nein, er vertrat nur ein System, welches das herrschende in Frage stellte. „Letztendlich kann ein ökonomisches Modell nur von einem Gegenmodell geschlagen werden“, sagt BIZ-Chefökonom Stephen Cecchetti, Whites Nachfolger. „Ein allgemein anerkanntes haben wir bis jetzt leider nicht. Vielleicht erklärt dies zum Teil, dass unsere Warnungen weniger effektiv waren, als es wünschenswert gewesen wäre.“

Die Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer, die nun die Trümmer der Krise aufzusammeln muss, hat offenbar weniger akademische Probleme. Auf dem G-20-Gipfel im April in London beschloss sie eine Krisenprophylaxe nach White.

Sein Eichhörnchenmodell soll eingeführt werden. Die Banken sollen in guten Zeiten Reserven aufbauen, um Spiel zu haben in schlechten Zeiten. Die Notenbanken müssen Blasen aktiv entgegenwirken und eine strengere Kontrolle ausüben, auch über Hedgefonds und Versicherungen.

White hatte die Grundzüge der Neuordnung mitgestaltet, als Berater in Angela Merkels Expertengruppe. Und auch der 79. Jahresbericht der BIZ, der vergangene Woche in Basel vorgestellt wurde, liest sich wie White pur. Dort wurden als Krisenursachen aufgeführt: umfangreiche globale Ungleichgewichte, eine lange Phase niedriger Realzinsen, verzerrte Anreizgefüge, unterschätzte Risiken. Neben besserer Re-

gulierung fordert die BIZ, dass die Geldpolitik Vermögenspreis- und Kreditbooms vermehrt berücksichtigen muss.

Es ist Whites Forderung seit über zehn Jahren.

Anzeichen für Verbitterung sucht man bei dem leidenschaftlichen Finanzprofi aber vergebens. Beim Gespräch in seinem Pariser Büro bei der OECD fällt kein böses Wort über all jene, die ihn lange abgetan hatten als alarmistischen Pausenc clown. Die BIZ wird für ihn immer das Größte sein, was es für einen Ökonomen gibt. Fehler der Zentralbanker, Politiker und Manager, sie gehören nun mal zum Leben dazu.

„Nehmen Sie das Beispiel Enron. Wir analysierten das Desaster und fanden heraus, dass zwölf verschiedene Ebenen in der Regierung glatt versagt haben. Das ist Teil der menschlichen Natur.“

Die kennt er, mit der kann er umgehen. Mehr Sorgen machen ihm Dinge, die er nicht begreift. Wie beispielsweise der Fall Neuseeland. Dort wurden die Zinsen frühzeitig erhöht, doch die Kreditblase bekam man dennoch nicht in den Griff. Investoren holten sich billiges Geld offenbar von ausländischen Kreditgebern.

So etwas macht ihm Kummer. „Da muss man sich doch fragen: Wer lenkt die ganze Sache überhaupt noch?“

Vielleicht hat sein Modell dort einen Fehler. Wäre es möglich, dass die Zentralbanker mittlerweile weitaus weniger Einfluss haben, als er annimmt?

Der Gedanke treibt ihm kurz Sorgenfalten auf die Stirn. Dann verabschiedet er sich freundlich und entschwindet eilig im Pariser U-Bahn-Schacht.

Er weiß, er wird gebraucht. ◆

\* Mit dem damaligen New Yorker Fed-Präsidenten und heutigen US-Finanzminister Timothy Geithner in Jackson Hole 2008.