

**Eckhard Hein, Gustav Horn, Heike Joebges,
Silke Tober, Till van Treeck, Rudolf Zwiener**

**Finanzmarktkrise:
Erste Hilfe und langfristige Prävention
Update vom 22.10.08**

Finanzmarktkrise:
Erste Hilfe und langfristige Prävention
Update vom 22.10.08

**Gustav Horn/ Eckhard Hein/ Heike Joebges/ Silke Tober/
Till van Treeck/ Rudolf Zwiener**

Rettungspaket ist in Kraft

Die Verschärfung der Finanzmarktkrise hat die nationalen Regierungen zum massiven Einschreiten gezwungen. Europas Regierungen haben Rettungspakete im Gesamtumfang von über 2 Billionen Euro geschnürt, ohne erhöhte Einlagensicherung (siehe Übersicht im Anhang). Fast täglich werden Banken teilverstaatlicht. Auch die Bundesregierung hat 500 Mrd. Euro zur Stabilisierung des Finanzsektors zur Verfügung gestellt. Nach der Erleichterung über die groß angelegte globale Initiative zur Stabilisierung der Kreditwirtschaft und der Finanzmärkte ist mittlerweile eine gewisse Ernüchterung festzustellen. Aktien haben weiterhin global an Wert verloren, und wenig deutet bisher darauf hin, dass sich das Vertrauen zwischen den Banken wieder hergestellt hätte. Noch immer kann der komplette Zusammenbruch des Finanzsystems nicht völlig ausgeschlossen werden.

Bisher handelt es sich bei vielen Rettungspaketen noch um Ankündigungen, bei denen unklar ist, wie viel man sich von deren Umsetzung erhoffen sollte. Sind die Maßnahmen geeignet, eine schnelle Überwindung der Krise zu befördern? Im IMK-Policy Brief zur Finanzmarktkrise vom 08.10.2008 waren zwei mögliche Szenarien für den weiteren Verlauf der Krise entwickelt worden, und zwar ein Szenario des „besseren Falls“ (better case) und eines des „schlechteren Falls“ (worse case) in Abhängigkeit von der Art der Rettungspakete, der Schnelligkeit der Umsetzung und dem Grad der Koordination mit anderen Staaten.

In den vergangenen zwei Wochen ist es gelungen, eine international abgestimmte Rettungsaktion für den Bankensektor in Gang zu setzen. Damit ist im Prinzip eine der Grundannahmen des Szenarios des „besseren Falles“ erfüllt. Was allerdings noch fehlt sind international koordinierte kräftige konjunkturpolitische Maßnahmen gegen die weltwirtschaftliche Rezession. Die beiden Szenarien unterscheiden sich daher nicht mehr

primär durch die Ausgestaltung der Rettungsaktionen im Bankensektor, sondern durch die Annahmen bezüglich der wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die konjunkturelle Schwäche.

Die Szenarien

Beide Szenarien gingen von der Lage Anfang Oktober 2008 aus: Das US-amerikanische Rettungspaket war zwar nach längeren Verhandlungen angenommen worden, die genaue Umsetzung blieb aber noch unklar. Auf europäischer Ebene gab es an koordinierten Maßnahmen immerhin die Ankündigung der EU-Finanzminister, das Überleben „systemisch relevanter Banken“ zu garantieren. Zudem hatten sie darauf gedrängt, die nationalen staatlichen Einlagensicherungen auf 50.000 Euro zu erhöhen. Ansonsten herrschten bei Bankenrettungen nationale Einzellösungen vor.

Der Schwerpunkt der US-amerikanischen Rettungsmaßnahmen sollte damals noch auf dem Aufkauf notleidender Finanztitel von Banken liegen. Die Art und Weise des Aufkaufs hätte unterschiedliche Auswirkungen auf den Wertberichtigungsbedarf der europäischen Banken gehabt. Diese Überlegungen sind mittlerweile nicht mehr relevant: Zum einen sind die Bilanzierungsregeln mittlerweile auch für europäische Banken geändert worden, analog zu denen für US-amerikanische Banken, zum anderen liegt der Schwerpunkt der US-amerikanischen Rettungsmaßnahmen jetzt auf der staatlichen Beteiligung an privaten Banken.

Ansonsten ist die derzeitige Lage der damaligen noch recht ähnlich: Die Vertrauenskrise unter den Banken, die sich nach dem Konkurs von Lehman Brothers noch verschärft hatte, hat dazu geführt, dass sich Banken untereinander so gut wie kein Geld mehr leihen. Stattdessen hängen sie am Tropf der Zentralbanken. Die Kosten der alternativen Refinanzierung sind sehr hoch. Angesichts der ohnehin problematischen Situation aufgrund der notleidenden Finanzaktiva in den Bankbilanzen und der geringen Eigenkapitalausstattung wäre damit ohne staatliche Hilfe weltweit ein zunehmendes Scheitern von Banken aufgrund von Liquiditäts- und Eigenkapitalmangels zu erwarten gewesen. Im Folgenden werden die seinerzeit formulierten Szenarien kurz skizziert:

Im Szenario des schlechteren Falls (SSF) verschärft der globale Konjunkturunbruch die Liquiditäts- und Solvenzprobleme im Bankensektor, da er sich auch in einer sich verschlechternden Finanz- und Ertragslage im nicht-finanziellen Unternehmenssektor

niederschlägt. Damit wird der Bedarf an Wertberichtigungen und Abschreibungen bei den Kapitaleignern, darunter auch Banken und anderen Finanzmarktakteuren, weiter zunehmen und so die Krise über einen weiter steigenden Eigenkapitalbedarf anheizen. Die abwärts gerichteten Güter- und Kapitalmarktbewegungen werden sich also wechselseitig verstärken. Gefragt wäre also eigentlich eine Kombination staatlicher Maßnahmen, die beides in Angriff nimmt: Zum einen benötigen die Finanzmärkte eine dringende Liquiditäts- und Eigenkapitalzufuhr; zum zweiten muss die einbrechende Konjunktur stabilisiert werden.

Im SSF wird jedoch davon ausgegangen, dass europäisch abgestimmte, die Konjunktur stabilisierende Maßnahmen gar nicht erst in Erwägung gezogen werden. Aufgrund der sich gegenseitig verstärkenden Konjunkturschwäche und Finanzkrise wird der Staat nach Überwindung der Krise deutlich geringere Erträge als bei rascher Stabilisierung aus dem Verkauf von übernommenen Finanztiteln und Eigentumstiteln an den Banken erzielen können. Wegen der Zeitverzögerung sind die Kosten deutlich höher und die Wirkungen merklich vermindert. Am Ende dieses SSF wird der Staat höher als bisher verschuldet und der Finanzsektor mit massiven Arbeitsplatzverlusten stark geschrumpft sein. Die Konjunktur stabilisiert sich unter hohen gesamtwirtschaftlichen Wachstums- und Beschäftigungsverlusten nur allmählich.

Auch in der weiteren Zukunft bleibt das Wachstum bei geringer Kreditnachfrage des realen Sektors schwach, denn auch die Kreditvergabebereitschaft des überlebenden Bankensektors wird auf Jahre hinaus gedämpft sein. Der Staat wird versuchen, seinen Schuldenstand durch eine Konsolidierungsstrategie zurückzufahren. Geschieht dies, wie in der Vergangenheit häufig praktiziert, ohne Rücksicht auf die Konjunktur, drohen fortwährend dämpfende Effekte, ohne dass sich Erfolge bei der Konsolidierung einstellen. Dies bedeutet auch, dass der Staat auf Jahre hinaus als Impulsgeber ausfällt, da er durch einen hohen Schuldendienst gelähmt ist.

Insgesamt wird in diesem Szenario das Wachstum weltweit einbrechen, wobei dies in Europa etwas weniger stark der Fall sein könnte. Besser schneiden dabei jene Länder ab, in denen die Binnennachfrage stark ist. Jene Länder, in denen das Wachstum stärker auf Exporten beruht, dürften wegen der allgemeinen weltwirtschaftlichen Schwäche stärker leiden. Dazu gehört insbesondere auch Deutschland. Alles in allem wird die Weltwirtschaft auf einen Pfad

schwachen Wachstums mit stagnativen Tendenzen in den USA und teilweise in Europa, darunter zunächst auch in Deutschland, einschwenken.

Im Szenario des besseren Falls (SBF) kommt es in den USA zu einer schnellen Umsetzung des Maßnahmenpakets. In Europa werden auf der Basis von ECOFIN-Beschlüssen rasch konkretere Regelungen für die gesamte EU übernommen werden. Der nationale Einzelfallkurs wird damit verlassen und durch eine koordinierte europäische Lösung ersetzt. Diese beinhaltet sowohl Maßnahmen zur Stärkung des Interbankenmarktes als auch solche zur Rekapitalisierung von Banken. Sowohl in den USA als auch in der EU übernimmt der Staat temporär eine weitgehende Garantie auf private Spareinlagen. Hier gilt: Wird die Garantie fällig, sind von Seiten der Banken Eigentumsübertragungen an den Staat vorzunehmen. Das Federal Reserve System (Fed) unterstützt die finanzielle und reale Stabilisierung durch die Bereitstellung von hinreichender Liquidität und durch niedrige Leitzinssätze. In Europa wird in prinzipiell gleicher Weise auf nationaler Ebene verfahren, ebenso in Asien. Dies bedeutet, dass auch die EZB neben der Bereitstellung von hinreichender Liquidität zu einer deutlichen Senkung der Leitzinssätze übergeht.

Die zweite Komponente besteht in diesem Szenario in einem Konjunkturprogramm, das die Wirtschaft insgesamt stimuliert. Zwar dürften der finanzielle Aufwand für den Staat bei einer aktiven Konjunktur- und Wachstumspolitik und durch die Staatsgarantien zunächst höher sein als ohne diese, aber im Laufe der Zeit dürfte sich der höhere Anfangsaufwand mehr als ausgleichen. Denn die Banken erholen sich rascher aufgrund der schneller wieder Fuß fassenden Konjunktur. Damit werden sie ihre Vorsicht bei der Kreditvergabe schneller überwinden und den Unternehmenssektor hierdurch stimulieren. Es entsteht dann eine positive Wechselwirkung zwischen Konjunktur und Konsolidierung des Finanzsystems. Dies führt auch zu höheren Steuereinnahmen des Staates. Gleichzeitig erlaubt die raschere Konsolidierung des Bankensektors einen schnelleren Verkauf der staatlichen Anteile am Bankensystem sowie der übernommenen Finanztitel zu einem höheren Preis. Damit kann die Schuldenlast wieder reduziert werden.

Gleichwohl ist zu erwarten, dass vor allem die USA und Großbritannien auch nach der Überwindung der akuten Schwäche langsamer wachsen werden als zuvor. Schließlich sind die Konsolidierungslasten hier besonders groß. Zudem dürfte in den USA der Druck zunehmen, die private Ersparnisbildung zu erhöhen und die Defizite im öffentlichen Haushalt

abzubauen, was über eine längere Zeit wachstumsdämpfend wirkt. Aus globaler Sicht kommt daher Kontinentaleuropa und Asien eine besondere Verantwortung für die Stimulierung der Weltwirtschaft zu. Im SBF werden sie dieser gerecht, indem sie durch eine besonders expansiv ausgerichtete Wirtschaftspolitik die Absorptionsfähigkeit für Produkte aus den USA und Großbritannien sowie anderen von der Krise besonders betroffenen Ländern erhöhen. Damit leisten sie einen wesentlichen Beitrag zur globalen Stabilisierung.

Nur unter diesen Annahmen dürfte sich die Weltwirtschaft, nachdem sie den Konjunkturerinbruch binnen eines Jahres überwunden hat, erholen und im Laufe des darauf folgenden Jahres wieder auf einen etwas kräftigeren Wachstumspfad einschwenken. Deutschland würde in diesem Fall eine besonders positive Rolle spielen, da es zum einen von der Krise im Bankensektors relativ schwächer getroffen würde als andere und zum zweiten durch die stimulierte Binnennachfrage verbunden mit der raschen weltwirtschaftlichen Erholung ein vergleichsweise hohes Wachstum erzielen dürfte. Voraussetzung für all dies ist aber, dass die Finanzmarktkrise systemisch und supranational angegangen wird.

Wohin führt das Rettungspaket?

Betrachtet man die Entwicklungen der vergangenen Wochen, gibt es eine Reihe positiver Signale, die in Richtung des SBF deuten und damit auf eine eher schnellere Überwindung der Finanzkrise hoffen lassen. Das gilt zum einen für die konzertierte Leitzinssenkung mehrerer einflussreicher Zentralbanken (darunter die Fed und die EZB) am 8. Oktober 2008, die die Konjunktur mittelfristig stimulieren werden. Zudem wurde die Refinanzierung der Banken bei der EZB erleichtert, indem von einem Zinstender auf einen Mengentender umgestellt wurde: Banken erhalten jetzt zu einem festen und niedrigeren Zinssatz als vorher unbegrenzte Liquidität von der EZB, und zwar nicht nur in Euro, sondern auch in US-Dollar. Zudem hat die EZB die Sicherheiten ausgeweitet, die sie im Gegenzug akzeptiert. Damit erweitert sie den Zugang und verbilligt zugleich die Bereitstellung von Liquidität.

Zum zweiten weist auch die Koordination auf EU-Ebene in Richtung SBF: Die EU-Finanzminister kündigten gemeinsam die Rettung systemisch relevanter Banken an, und die Einführung eines Schnellverfahrens zur Genehmigung von Beihilferegeln erleichtert schnelle Rettungsmaßnahmen für einzelne Banken. Zudem wurde die europäische Koordinierung nationaler Rettungsaktionen auf dem EU-Gipfel einstimmig begrüßt. Dass nichtkoordinierte

nationalstaatliche Lösungen die Verwerfungen verschlimmern, hatte das Beispiel Irland gezeigt. Die Garantie für alle Einlagen der sechs größten Banken Irlands hatte zwar einen Bank-run in diesem Land verhindert. Der Anreiz für rasche Kapitaltransfers in dieses vermeintlich sicherere Land hatte aber die Krise in den übrigen Staaten (vor allem Großbritannien) verschärft.

Grundsätzlich begrüßenswert ist auch die Zielsetzung des Rettungspakets der deutschen Regierung, da es an den wichtigsten Problemen am Finanzmarkt – dem Nicht-Funktionieren des Interbankenmarktes und dem Eigenkapitalbedarf der Banken – ansetzt, ohne staatliche Leistungen kostenlos zu gewähren: Einerseits werden für bis zu 400 Mrd. Euro Garantien für die Ausgabe neuer Schuldtitel von Banken gewährt. Das ist geeignet, den Interbankenmarkt wieder in Gang zu bringen. Andererseits haben Banken die Möglichkeit, ihre Eigenkapitalausstattung mit staatlicher Hilfe um bis zu 10 Milliarden Euro je Bank zu erhöhen. Vorgesehen sind dafür insgesamt bis zu 80 Mrd. Euro. Auch der Aufkauf notleidender Schuldtitel durch den Staat ist möglich. Keine dieser Leistungen ist kostenlos, sondern an schmerzhaft Bedingungen geknüpft: Staatliche Garantien gibt es nur gegen marktübliche Gebühren und Eingriffe in den Geschäftsablauf, Eigenkapital nur gegen Eigentumstitel der Bank (je nach Rechtsform Stamm- und Vorzugsaktien oder Genussscheine). Zudem behält sich der Staat im Gegenzug für diese Leistung Eingriffe in die Vergütung der Bankangestellten, der Boni, der Dividendenausschüttungen und den Geschäftsablauf vor.

Dass der Staat für die Unterstützung der Banken eine Gegenleistung fordert, ist vom Grundsatz her richtig. Jedoch könnte es sich als problematisch erweisen, dass die Inanspruchnahme der staatlichen Hilfen dem Prinzip der Freiwilligkeit folgt. Insbesondere könnte für die Bankenvorstände der perverse Anreiz bestehen, die Annahme von Hilfen (und den damit verbundenen Einschränkungen für die Vorstände selbst und ihre Aktionäre) möglichst lange hinauszuzögern. Falls eine Rettung dann schließlich doch erforderlich wird, dürfte dies mit einer erheblichen Mehrbelastung für den Staat verbunden sein. Daher wären eine „zwangsweise“ Erhöhung des Eigenkapitals nach britischem und US-amerikanischem Vorbild und ein stärkerer Anreiz zur Inanspruchnahme staatlicher Garantien vorzuziehen gewesen. Dadurch wäre auch der negative Signaleffekt für jene Banken, die die Hilfe zuerst in Anspruch nehmen, vermieden und damit wertvolle Zeit gewonnen worden. Auch die im

Rettungspakt vorgesehenen Begrenzungen der Hilfen für eine einzelne Bank könnten sich als wenig Ziel führend erweisen.

Sind Deutschland und die EU dennoch im „besseren“ Szenario, auf dem Weg zu einer schnelleren Überwindung der Krise? Das Urteil fällt nicht eindeutig aus. Zwar wurden mit dem derzeitigen Rettungspaket die größten Fehler vermieden, so dass das Eintreten des SSF nunmehr als unwahrscheinlicher eingestuft werden kann. Jedoch gibt es noch erheblichen Handlungsbedarf, um vollständig auf den Pfad des günstigeren Szenarios einzuschwenken.

So fehlt in dem europäischen Ansatz bislang eine koordinierte Konjunkturkomponente. Die europäischen Staaten tun sich nach wie vor schwer, koordinierte Konjunkturprogramme zu beschließen, wie der EU-Gipfel am 16. Oktober gezeigt hat. Damit wird aber bisher die Chance auf einen spürbaren Impuls vertan, der dem Abschwung entgegen wirken würde. Dies verschärft die Krise des Finanzsystems in Europa – Finanzkrise und Konjunkturabschwung drohen sich daher weiterhin wechselseitig zu verstärken. Es blieb bislang bei einer Aufforderung an die Kommission, bis zum Jahresende Vorschläge zur Sicherung von Wachstum und Beschäftigung vorzulegen. Vor allem Deutschland hat bisher wenig Interesse an gemeinsamen Konjunkturpaketen gezeigt – und das, obwohl sich die deutsche Binnenwirtschaft im europäischen Vergleich in den letzten Jahren sehr schwach entwickelt und das Wachstum im Euroraum eher gebremst hat. Daher wäre eine Belebung der Binnennachfrage hier besonders hilfreich. Diese sollte jedoch nicht, wie derzeit diskutiert, in erster Linie über Steuersenkungen oder Subventionen für die Unternehmen oder Privathaushalte erfolgen. Solche Programme könnten in ihrer Wirkung sehr begrenzt sein, da die private Konsum- und Investitionsneigung angesichts der aktuellen allgemeinen Verunsicherung in den kommenden Monaten gering ausgeprägt sein dürfte. Maßnahmen wie die steuerliche Absetzbarkeit von Krankenkassenbeiträgen oder eine weitere Senkung der Einkommensteuer würden zudem die niedrigen Einkommensgruppen kaum entlasten, gleichzeitig aber zu Einnahmenverlusten für die öffentlichen Haushalte führen. In Deutschland besteht aber ein erheblicher Nachholbedarf bei den öffentlichen Investitionen, welche in der Vergangenheit systematisch hinter internationalen Standards zurückgeblieben sind. Notwendig wäre daher ein längerfristiges Wachstumspaket etwa in den Bereichen öffentliche Infrastruktur, Bildung und Forschung.

Zum anderen erscheint die „Koordinierung“ nationaler Rettungspakete bisher noch nicht hinreichend. Das bezieht sich nicht auf die unterschiedlichen finanziellen Volumina der in Aussicht gestellten Rettungspakete. Diese sind eher dem variierenden Grad der Probleme sowie dem unterschiedlichen Gewicht des Finanzsektors und der Wertschöpfung des jeweiligen Landes geschuldet. Als problematisch könnte sich herausstellen, dass die europäischen Länder verschiedene Arten von Maßnahmen zur Rettung ihrer Banken verfolgen (siehe Überblick im Anhang): Das deutsche Rettungspaket orientiert sich mit der Kombination von Garantien auf Schuldtitel von Banken und staatlicher Rekapitalisierung an den Maßnahmen in Großbritannien, denen zuletzt auch die USA zu folgen scheinen. Auch Österreich, Spanien und Frankreich streben eine ähnliche Kombination an, wobei Frankreich auch direkte Kredite an Banken vergibt. Länder wie Belgien, Irland, die Niederlande sowie Dänemark verlassen sich demgegenüber auf umfassende Garantien für die Einlagen und Verbindlichkeiten der Banken. Darüber hinaus wurden in diesen Ländern einzelne Banken auch teilverstaatlicht. Teilweise sind die für die Rettungspakete bereit gestellten Summen bekannt, teilweise wird nur für „gesunde“ bzw. „zahlungsfähige“ oder nur für große Banken gebürgt. Weniger betroffene Länder haben Rettungspakete für den Notfall angekündigt, in manchen Fällen auch schon mit Nennung der dafür vorgesehenen Volumina, ohne auf die genauere Ausgestaltung einzugehen (wie Griechenland, Italien, Portugal).

Angesichts der variierenden Vorgehensweise ist die Gefahr groß, dass es zu einem Wettbewerb um die für Banken günstigste Politik kommt. Sollte das dazu führen, dass Kapital in die vermeintlich „sichereren“ Länder transferiert wird, würde das die Situation in den „ungünstigeren“ Ländern verschärfen – mit negativen Rückwirkungen auch auf die „sichereren“ Länder. Zusätzlich scheint das Problem der Absicherung von Tochtergesellschaften im Ausland bzw. grenzüberschreitenden Bankaktivitäten bisher nur ungenügend berücksichtigt zu sein. In der Regel unterliegen sie nicht den Garantien ihres Sitzlandes, sondern es wird offenbar erwartet, dass die des Sitzlandes der Muttergesellschaft gelten. Daher drohen ausgerechnet jenen Ländern noch hohe Kosten, deren striktere und damit eigentlich adäquate Regulierung zu Ausgründungen von Tochtergesellschaften in Ländern mit lascheren und damit inadäquaten Vorschriften geführt haben. Die Kosten des gefährlichen Deregulierungswettlaufs werden also von den falschen Ländern getragen. Die nationalen Zuständigkeiten im Hinblick auf die Banken- und Finanzmarktaufsicht bei grenzüberschreitend aktiven Banken und Versicherungen innerhalb eines Währungsraums mit

einem zunehmend integrierten Finanzmarkt dürften sich damit weiterhin als Problem erweisen.

Alles in allem befinden wir uns damit noch nicht gänzlich im besseren Szenario. Um wirklich Hoffnung auf eine schnelle Überwindung der Krise haben zu können, müssten sich die europäischen Länder nicht nur auf eine bessere Koordination der nationalen Rettungspakete für ihre Finanzsysteme einigen, sondern auch auf koordinierte nationale Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur.

Längerfristige Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors

Neben Notfallmaßnahmen sind zusätzlich längerfristige grundlegende Veränderungen im Finanzsystem erforderlich. Denn wie schon nach 2000/2001 haben Instabilitäten, die ihren Ausgang in Übersteigerungen auf den Kapitalmärkten genommen haben, zu einem Abbruch eines globalen Konjunkturaufschwungs geführt. Erhebliche Beschäftigungsverluste sind die Folge. Daher ergibt sich nach Überwindung der akuten Notlage für die Wirtschaftspolitik die dringende Verpflichtung, Maßnahmen zu ergreifen, die das Finanzsystem in Zukunft stabiler machen und verhindern, dass es erneut zu einer Gefahr für die Konjunktur werden kann. Dies gilt umso mehr, als in den vergangenen Jahren ein zunehmender Anteil der betrieblichen Alterssicherung und ein Teil der Riester-Renten über den Kapitalmarkt abgedeckt werden. Finanzmarktkrisen gefährden somit die Altersversorgung vieler Arbeitnehmer. Schon deshalb ist ein stabiles Finanzmarktsystem unerlässlich. Zu unterscheiden ist dabei zwischen Maßnahmen, die präventiv wirksam sind, und jenen, die im Fall einer niemals auszuschließenden zukünftigen Krise ergriffen werden sollten.

Zur Krisenprävention kommt es generell darauf an, dass spekulative Übertreibungen weitgehend vermieden werden und dass nicht systematisch spekulative Kredite an Kreditnehmer mit zweifelhafter Zahlungsfähigkeit vergeben werden. Außerdem wäre es wichtig, dass das Finanzsystem wieder stärker seiner originären gesamtwirtschaftlichen Aufgabe dient, nämlich der effizienten Finanzierung von langfristig ausgerichteten Realinvestitionen. Dabei können sich auf Dauer die Renditen im Finanzmarktsystem nicht von denen in der Realwirtschaft entfernen. Jede länger anhaltende Abweichung kann als Indiz für Übertreibungen gewertet werden. Eigenkapitalrenditen von deutlich über 10 % über mehrere Jahre sind ein Indikator für solche Verwerfungen und spekulative Prozesse.

Ein wesentlicher Beitrag zur Erhöhung der Markttransparenz und damit auch der Verminderung von Marktzutrittsschranken besteht in der Standardisierung von Finanztiteln sowie der Verringerung außerbörslichen und außerbilanziellen Handels. Generell sollte eine stärkere „Verbörslichung“ des Handels mit Finanzmarktprodukten angestrebt werden. Der Zugang zur Börse sollte dabei für jene erschwert werden, die kein realwirtschaftliches Interesse am Handel mit den jeweiligen Finanzmarktprodukten haben. Auf diese Weise wird die Marktteilnahme rein spekulativer agierender Finanzmarktinstitutionen erschwert.

Auf europäischer Ebene sollte eine gegebenenfalls bei der EZB oder der EU-Kommission angesiedelte Einrichtung über Produktstandards entscheiden. Sind die Finanztitel standardisiert, relativiert sich der Informationsvorteil des Anbieters gegenüber dem Käufer, der dann besser über die mit dem Kauf verbunden Risiken informiert ist. Die Standardisierung reduziert zugleich die gesamtwirtschaftlichen Kosten für den Handel mit solchen Produkten. Zwar steht sich der Verkäufer aufgrund des Verlustes seines Informationsvorsprungs schlechter als zuvor, dies wird durch die Vorteile der Käufer sowie durch den leichteren Marktzutritt mehr als ausgeglichen. Das ermöglicht eine bessere Marktsteuerung der Risiken als bisher. Gerade ihre Konzentration auf wenige Spezialbanken erwies sich im Verlauf der derzeitigen Krise als fatal. Zur Vermeidung von Spekulation mit Krediten sollten intransparente, nicht-standardisierte Finanzprodukte verboten werden. Zudem sollte eine Prüfstelle für Finanzprodukte eingerichtet werden („Finanz-TÜV“), die über die Einhaltung der Standards wacht.

Bisher weitgehend unreguliert agierende Finanzinstitutionen wie Hedge-Fonds, Investmentfonds und Private-Equity-Fonds sollten ähnlich wie Geschäftsbanken stärker als bisher der öffentlichen Aufsicht unterliegen. Im Grundsatz sollte gelten, dass gleiche Geschäfte mit gleichen Risiken auch gleich reguliert werden, unabhängig von der Rechtsform der am Geschäft Beteiligten.

Die Verbriefung von Krediten sollte deutlich eingeschränkt werden und die Geschäftsbanken wieder auf ihre originäre Rolle zurückgeführt werden: Überprüfung von Kreditwürdigkeit, Kreditvergabe und Überwachung der Kreditverwendung und -bedienung. Bei der Verbriefung von Krediten sollte der Originator 10 % der Kredite in seiner Bilanz halten müssen, damit er einen Anreiz zur Begrenzung der Ausfallunsicherheit hat. Genauso sollten die Bonussysteme

der Finanzinstitute (aber auch der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften) dahingehend angepasst werden, dass sie sich weniger an kurzfristigen Erfolgen orientieren, sondern die längerfristige Solidität von Anlageentscheidungen belohnen. Man könnte hier über ein Bonus- und Maluskonto nachdenken, über das erst nach einem längeren Zeitraum verfügt werden kann.

Weiterhin sind die für das zulässige Kreditvergabevolumen von Finanzinstituten relevanten Bilanzierungsregeln zu überdenken. Nach den IFRS-Standards und der Basel-II-Regulierung müssen Finanzinstitute je nach Risikobewertung ihrer Anlagen Eigenkapital vorhalten. Allerdings hat sich im Vorfeld und während der aktuellen Krise gezeigt, dass die Risikobewertung durch Rating-Agenturen zu einer ausgeprägten Prozyklizität neigt. Im Boom werden etwa die Ausfallrisiken von Krediten als gering bewertet, wodurch Eigenkapital für weitere Kreditvergabe freigesetzt wird. In der Krise kommt es dann zu plötzlicher Herabstufung von Anlageprodukten mit entsprechend höheren Eigenkapitalanforderungen an Banken. Um Über- und Untertreibungen durch private Rating-Agenturen zu vermeiden, sollte die Bewertung der Risikoklassen von Finanzaktiva von einer öffentlichen Agentur übernommen werden, denn diese Bewertung stellt eine öffentliche Aufgabe dar. Aber auch hierdurch würde die prozyklische Wirkung von Eigenkapitalregelungen vermutlich nicht aufgehoben.

Eine mögliche Lösung für dieses Problem läge etwa darin, alle Unternehmen der Finanzbranche zu verpflichten, Mindestreserven auf ihre Finanzaktiva bei der Zentralbank zu hinterlegen. Im Gegensatz zu den IFRS-Standards/Basel II-Regeln wirken diese „Asset-Based-Reserve-Requirements“ antizyklisch: Bei einem Verfall der Preise von Finanzaktiva, wie gegenwärtig, sinken die Mindestreserveverpflichtungen und es wird Liquidität frei. In einem Boom auf den Vermögensmärkten hingegen sind Banken und Finanzintermediäre gezwungen, höhere Mindestreserven zu halten, wodurch sich ihre Kredite verteuern und die Kreditvergabe reduziert wird. Die Mindestreservesätze könnten von der Zentralbank zudem flexibel so gestaltet werden, dass spekulativen Übertreibungen in bestimmten Marktsegmenten entgegen gewirkt wird (z.B. durch hohe Sätze auf Immobilienkredite dann, wenn sich eine Immobilienpreisblase abzeichnet).

Um die durch die Deregulierungen des Finanzsektors erzeugte Kurzfristorientierung und die damit verbundenen Übertreibungen an den Finanzmärkten zu begrenzen und teilweise

rückgängig zu machen, sind zudem folgende Maßnahmen erforderlich: eine stärkere gesetzliche Begrenzung von Aktienrückkäufen, eine Begrenzung und Mindesthaltedauer für Aktienoptionen des Managements, eine Begrenzung der Schuldenfinanzierung von Aktienaufkäufen, eine Kopplung von Stimmrechten an die Aktienhaltedauer, sowie die Rücknahme der Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen auch für Kapitalgesellschaften.

Ein entscheidendes Element einer Präventionsstrategie sollte die Einführung einer Steuer auf Finanzmarkttransaktionen sein. Aufbauend auf deren stärkeren „Verbörslichung“, die den steuerlichen Zugriff erst ermöglicht, verteuert eine solche Steuer auch bei sehr geringen Sätzen jede Transaktion und erschwert somit den rein spekulativen Handel.

Um der erhöhten Kurzfristorientierung des Managements und der Anteilseigner entgegen zu treten, sind zudem stärkere Arbeitnehmerrechte im Unternehmen erforderlich. Das Management gefährdet durch Fehlentscheidungen allenfalls seine eigene Beschäftigung – wegen des hohen Gehalts, das zur kräftigen Vermögensbildung ausreicht, aber nicht seine Existenzgrundlage. Zudem ist der Beschäftigungshorizont im Management eher kurzfristig.

Über diese unmittelbar den Finanzdienstleistungssektor betreffenden Regulierungsmaßnahmen hinaus kann eine auf Stärkung der binnenwirtschaftlichen Wachstumsdynamik ausgelegte Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik einen wichtigen Beitrag zur Krisenprävention auf den Finanzmärkten leisten. In den USA ist es u. a. auch deshalb zu Zahlungsschwierigkeiten bei den privaten Haushalten gekommen, weil die Einkommen der unteren Einkommensgruppen seit Jahrzehnten real stagnieren. Dies wurde zwar hinsichtlich der Nachfrage nach Konsumgütern und Immobilien durch eine stärkere Kreditaufnahme vorübergehend ausgeglichen, und die binnenwirtschaftliche Wachstumsdynamik war kräftig. Aufgrund der rasant zunehmenden Verschuldung bei den privaten Haushalten waren aber Verwerfungen auf den Kreditmärkten im Falle von sinkenden Vermögenspreisen gleichsam vorprogrammiert.

In Deutschland hingegen war die Binnennachfrage in den letzten Jahren ausgesprochen schwach, nicht zuletzt aufgrund der Stagnation der Reallöhne bzw. der realen Masseneinkommen und der deswegen gedrückten Konsumnachfrage. Dies bedeutete auch, dass die Kreditnachfrage von privatem und öffentlichem Sektor sich nur schwach entwickelte und die deutschen Finanzdienstleister sich zunehmend auf (riskante) ausländische Märkte

konzentrierten. Eine kräftige binnenwirtschaftliche Dynamik bei angemessener Entwicklung der realen Masseneinkommen würde zugleich die Gefahren der Überschuldung bei den privaten Haushalten reduzieren und das Augenmerk des Finanzsektors stärker auf die Finanzierung von Investitionen und Konsum im Inland lenken.

Eine Re-Regulierung des Finanzsektors wird die Krisenanfälligkeit dieses Sektors deutlich begrenzen, Krisen aber nicht generell verhindern. Wie die gegenwärtige Krise zeigt, bedarf es neben eines „lender of last resort“ (die Zentralbank) auch eines „buyer of last resort“ (der Staat). Für letzteren muss jedoch in jedem Fall das Prinzip gelten, dass die Aktionäre und das Management der betroffenen Banken und Finanzdienstleister die Hauptlast der Kosten des Fehlverhaltens zu tragen haben. Dies sollte vor allem durch Übertragung von Eigentumsrechten an den Staat als Gegenleistung für Rettungsmaßnahmen zu Lasten der Steuerzahler geschehen. Ferner sollten Regulierungsmaßnahmen grundsätzlich nicht prozyklisch wirken. Um die Regelungen zur Bekämpfung einer Finanzmarktkrise transparent zu machen, sollten alle Staaten Finanzmarktstabilisierungsgesetze verabschieden, die den Rettungsprozess kodifizieren.

Damit es nicht zu Regulierungsarbitrage kommt, Finanzgeschäfte also in den Ländern durchgeführt werden, wo sie am wenigsten streng reguliert werden, sollte es grundsätzlich eine globale Finanzaufsicht zur Überwachung und Regulierung weltweiter Finanzrisiken bzw. wenigstens eine globale Koordinierung der nationalen Aufsichtsbehörden geben. Diese Rolle könnte der IWF übernehmen. Für die Europäische Union ist aufgrund der zunehmenden Verflechtung der Finanzmärkte eine einheitliche Finanzaufsicht, Einlagensicherung und Vereinheitlichung von Insolvenzregeln dringend erforderlich. Eine größere Transparenz auf europäischer Ebene kann u.a. durch ein einheitliches Kreditregister für alle Finanzdienstleistungsunternehmen erreicht werden.

Der Weg zu einer stabileren Wirtschaft

Das Zeitalter der weitgehend unregulierten Finanzmärkte ist mit dieser Krise zu Ende. Auf dem Grabstein der neoliberalen Strategie, sämtliche Märkte zu deregulieren, wird 2008 als Todesdatum stehen. Es hat sich auf dramatische Weise gezeigt, dass insbesondere Finanzmärkte einer Regulierung bedürfen, um stabil funktionieren zu können. Der Kern des

Problems ist dabei einerseits der falsche Umgang mit asymmetrischen Informationen und Unsicherheiten auf diesen Märkten, zum anderen eine verfehlte Verteilungsentwicklung der Liberalisierungs- und Deregulierungspolitik. Beides zusammen hat die Grundlage für die gegenwärtige Krise gelegt.

Aufgrund ihres Wesens sind Finanzmärkte besonders weit von dem Leitbild des vollständigen Wettbewerbs entfernt, das von Deregulierungsbefürwortern und Stabilitätsoptimisten unterstellt wurde. Der Wissensstand über das zu handelnde Produkt ist auf Finanzmärkten asymmetrisch zwischen Gläubiger und Schuldner verteilt und zudem aufgrund der grundsätzlichen Unsicherheit über die Zukunft zwangsläufig eng begrenzt.

Unregulierte Finanzmärkte können störend auf die Realwirtschaft zurückwirken. Dies geschieht im Fall negativer Entwicklungen primär über den Kreditkanal, da die Finanzmarktakteure, insbesondere die Banken, angesichts der gravierenden Entwertung ihrer Anlagen jedwedes Risiko meiden bzw. versuchen, bestehende Risiken abzubauen. Es geschieht aber auch über den Bilanzkanal, indem Vermögenspositionen entwertet werden und hierdurch der Zugang zu Kredit blockiert wird. Zudem wirken Finanzmarktkrisen über destabilisierte und verunsicherte Erwartungen auf die Realwirtschaft zurück. Insgesamt gerät so der realwirtschaftliche Investitionsprozess unter Druck und die Realwirtschaft geht auf Talfahrt. Dieses Übergreifen kann als externer Effekt von Finanzmarktinstabilitäten verstanden werden, der Regulierungen nicht nur rechtfertigt, sondern geradezu erzwingt.

In diesen Tagen muss sich die Politik zunächst auf Notfallmaßnahmen konzentrieren. Sobald aber dieser Notfall nicht mehr gegeben ist, müssen Regulierungen in Kraft treten, die Finanzkrisen soweit wie möglich vermeiden helfen und die Wirtschaft bei Eintritt solcher Krisen stärker als bisher schützen.

Zwar werden die vorgeschlagenen Präventivmaßnahmen Finanzmarktkrisen unwahrscheinlicher machen, gleichwohl können sie nicht definitiv für alle Zukunft ausgeschlossen werden. Daher sollten Lehren aus der gegenwärtigen Krise für zukünftige gezogen werden und entsprechende Regeln gesetzlich fixiert werden. Ein zentrales Element eines solchen Finanzmarktstabilisierungsgesetzes muss sein, dass jedwede staatliche Leistungen nur mit der Gegenleistung von Eigentumsübertragung oder von Gebührenzahlungen zulässig sind. Nur so kann vermieden werden, dass private

Finanzmarktakteure freiwillig hohe Risiken eingehen und sich im Fall des Scheiterns an den Staat wenden, sodass der Steuerzahler hierfür bezahlen muss. Mit anderen Worten: Es gilt, das Finanzmarktsystem wieder gesamtwirtschaftlich funktional zu gestalten. Das wäre die eigentliche Zeitenwende.

Anhang

Übersicht über die Rettungsmaßnahmen ausgewählter europäischer Regierungen - ohne Berücksichtigung von Garantien privater Spareinlagen und Einzelrettungen von Banken

Österreich: Rettungspaket von bis zu 100 Milliarden Euro. Davon sollen bis zu 75 Milliarden Euro auf staatliche Garantien entfallen, bis zu 15 Milliarden Euro stehen für eine Eigenkapitalstärkung der Finanzinstitute zur Verfügung.

Belgien: Ähnliche Garantie auf Bankeinlagen wie in Irland.

Deutschland: Paket im Umfang von bis zu 500 Milliarden Euro. 400 Milliarden sind für Garantien auf neue Schuldtitel von Banken vorgesehen. Erwartet wird, dass von den Garantieversprechen 5% (und damit 20 Milliarden Euro) eingelöst werden müssen. Da bis zu 80 Milliarden Euro als Rekapitalisierungshilfe zur Verfügung gestellt werden sollen, mit denen auch notleidende Finanztitel aufgekauft werden können, muss der Staat 100 Milliarden Euro neue Schulden aufnehmen.

Dänemark: Garantie der Bankeinlagen aller „zahlungsfähigen“ Banken.

Frankreich: Hilfen von bis zu 360 Milliarden Euro, 320 Milliarden sind für staatliche Garantien vorgesehen. 40 Milliarden Euro werden für direkte Kredite an Banken bereitgestellt. Eine staatliche Beteiligungsgesellschaft soll gegründet werden, die Anteile an kriselnden Instituten übernehmen soll.

Griechenland: Die Regierung will bis zu 28 Milliarden Euro für die Finanzbranche zur Verfügung stellen.

Großbritannien: Rettungspaket über 500 Milliarden Pfund (636 Milliarden Euro). Mit bis zu 50 Milliarden Pfund will die Regierung bei britischen Banken einsteigen. Erste konkrete Schritte sind der Einstieg mit 37 Milliarden Pfund bei der Royal Bank of Scotland (RBS), Lloyds TSB sowie der HBOS. 250 Milliarden Pfund sind für Garantien auf neue Schuldtitel für sechs große Banken vorgesehen. Mit weiteren 200 Milliarden Pfund sind Maßnahmen zur Erleichterung der Liquiditätsbereitstellung der Bank of England für die Banken geplant.

Irland: Für zwei Jahre garantiert der irische Staat mit 400 Milliarden Euro alle Einlagen (nicht nur von privaten, sondern auch von institutionellen Anlegern) und Verbindlichkeiten der Banken. Zunächst betraf die Garantie nur die 6 größten irischen Banken, musste aber auf Drängen der Europäischen Kommission auch auf ausländische Banken ausgeweitet werden.

Italien: Rettungspaket ohne Nennung eines Volumens. Das Paket soll laut Finanzminister Giulio Tremonti „so viel wie nötig“ umfassen.

Niederlande: Staatliche Garantie von bis zu 200 Milliarden Euro für Interbankenkredite.

Portugal: Rettungspaket von 20 Milliarden Euro, damit sich die Banken des Landes wieder Geld leihen.

Schweden: Gewährung staatlicher Kreditgarantien in Höhe von maximal 150 Milliarden Euro sowie Einrichtung eines Fonds, der Bankbeteiligungen erwerben kann.

Spanien: Ankündigung einer staatlichen Garantie von bis zu 100 Milliarden Euro.

Publisher: Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Germany
Phone: +49-211-7778-331, IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

IMK Policy Brief is an irregular online publication series.

The views expressed in this paper do not necessarily reflect those of the IMK or the Hans-Böckler-Foundation.

All rights reserved. Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.

Hans **Böckler**
Stiftung 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.
