

## Heilung? Das Weltfinanzsystem im Umbruch

Die Unsicherheit über ein Wiederaufflammen der Krise ist groß. Wie nachhaltig ist die Erholung von Finanz- und Realwirtschaft? Handeln die Staaten bei Krisenbekämpfung und -prophylaxe richtig?

STEPHAN PAUL

## Déjà vu 1929? Schwerste Krise des Weltfinanzsystems und der Weltwirtschaft

In den am Jahresende üblichen Rückblicken überwogen im Dezember 2009, gut 20 Monate nach Beginn der Finanzmarktkrise in Deutschland durch den Fast-Zusammenbruch der IKB, die optimistischen Stimmen: Die schlimmsten Probleme im Bankensektor seien trotz der plötzlich aufgetretenen Probleme Dubais überstanden, das Weihnachtsgeschäft habe die erstaunlich robuste Konsumlaune der Bevölkerung widergespiegelt und nicht zuletzt der wieder auf über 6.000 Punkte gestiegene DAX signalisiere die wirtschaftliche Erholung. Nur wenige Wochen später, im Frühjahr 2010, zeigt sich, wie fragil die Besserungstendenzen sind: Neue Rekordabschreibungen amerikanischer Banken und Ankündigungen schärferer Regulierung lassen weltweit wieder Zweifel an der nachhaltigen Gesundung des Bankensektors aufkommen, die Klagen über eine „Kreditklemme“ hier zu Lande nehmen zu, und der DAX hat an Boden verloren.

*Déjà vu 1929?* Nach dem spektakulären Zusammenbruch der New Yorker Börse zeigten 18 Monate später im Oktober 1931 wichtige Indikatoren des Konjunkturverlaufs weltweit wieder nach oben und stärkten vorübergehend die Hoffnung auf eine konjunkturelle Erholung im klassischen Sinne. Es folgten jedoch im Sommer 1931 die bis dahin schwerste Bankenkrise in Deutschland, eine Schrumpfung der deutschen Industrieproduktion gegenüber 1928 auf die Hälfte und ein Emporschnellen der Arbeitslosigkeit auf über 6 Millionen. Jeder Dritte war ohne Arbeit – mit den entsprechenden politischen Konsequenzen des Jahres 1933 (Abels- hauser 2009).

Droht die Gefahr, dass sich Geschichte wiederholt und nach einem kurzen Aufschwung der Höhepunkt der Krise erst noch bevorsteht? Der Internationale Währungsfonds (IWF) versucht zu beruhigen und hat seine Schätzung der möglichen Verluste von Finanzinstituten im Laufe des Jahres 2009 auf etwas unter 4 Bio. US-\$ korrigiert, geht zudem beim Weltfinanzprodukt für die Jahre 2008-2015 von einer Einbuße von noch 5 Bio. US-\$ aus. Doch immerhin sind Weltproduktion und Welthandel allein 2009 um über 10% gesunken, letzterer sogar stärker als in der Weltwirtschaftskrise der 1920er/30er Jahre. Seit 2007 haben nach Angaben der Internationalen Arbeitsorganisation weltweit mehr als 34 Millionen Menschen ihre Arbeit verloren. Damit hat sich die im begrenzten Segment der Hypothekarkredite an zweitklassige (Subprime) Schuldner eingesetzte Bankenkrise schon jetzt zur schwersten Krise der Weltökonomie seit der Großen Depression entwickelt und übertrifft im Schadensausmaß frühere Krisen um ein Mehrfaches.

*Nach der Krise ist vor der Krise?* Die Unsicherheit über ein erneutes Aufflammen der Krise ist nicht nur eine Herausforderung für die Planung aller Akteure auf den Finanz- und realwirtschaftlichen Märkten. Sie wirft insbesondere für die politischen Institutionen die Frage auf, ob und wie der Staat einer Verschärfung dieser Krise bzw. dem Ausbruch neuer Krisen vorbeugen kann. Weite Teile der Öffentlichkeit rufen nach einem „neuen Ordnungsrahmen für entfesselte Märkte“ oder einer „neuen Finanzarchitektur“.

Doch politische Entscheidungen sollten überlegt auf der Basis wissenschaftlicher Analysen getroffen werden, in denen u.a. die Rolle von Markt- und Staatsversagen herauszuarbeiten ist. Deshalb wird im Folgenden in Fortsetzung des wissen und handeln 08 untersucht, inwiefern sich der

„sturm“ in der Finanzbranche gelegt hat, die Wunden bereits geheilt sind, es zu Auswirkungen auf die Realwirtschaft kam und welche Lehren vor allem mit Blick auf die Bankenregulierung zu ziehen sind. Die Überlegungen schließen mit der Frage, ob das Krisentrauma zum Ende des Kapitalismus in der heutigen Form führen wird (vgl. Darstellungen der Krise bei Balzli 2008, Calomiris 2008, Ellis 2008, Francke 2008, Gorton 2008, Paul 2008a, Paul/Kösters 2009, Posner 2009, Sinn 2009).

## Domino Days? Von der Finanz- zur Wirtschafts- und zurück zur Finanzkrise

Eine Abfolge von Fundamental- und Vertrauenskrise kennzeichnet die beiden großen „Wellen“ der Finanzmarktkrise, die entlang der Abbildung 1 (S. 26) skizziert wird und mit einem kurzen Rückblick auf die Darstellung im Jahre 2008 beginnt.

Ein erster Kulminationspunkt wurde erreicht, als nach Schließung zweier Hedgefonds von Bear Stearns (Juni 2007) in Deutschland insbesondere die IKB, SachsenLB, BayernLB und WestLB mit massiven Staatshilfen gestützt werden mussten (Juli bis September 2007), es in Großbritannien mit Northern Rock sogar zu einer Verstaatlichung kam, nachdem besorgte Einlagenkunden die Bankschalter gestürmt hatten. Wurden die Probleme der US-Finanzinstitute zunächst primär durch im Zeitvergleich überproportionale Ausfallraten im Bereich der Subprime-Verbriefungen verursacht, zeigten sich kontinentaleuropäisch insbesondere Liquiditätsprobleme, da sich geplante Refinanzierungen aufgrund der *Vertrauensstörungen* zunächst auf den Wertpapier- und dann auch auf den Interbankenmärkten nicht mehr darstellen ließen.

Augenscheinlich wurden in dieser Phase hier zu Lande speziell die *fehlenden Geschäftsmodelle der Landesbanken*. Die von ihren Eigentümern vorgegebenen Renditeziele ließen sich mit den verordneten Verbund- und Mittelstandsgeschäften allein nicht erreichen. Insofern lag – vor allem auch angesichts der erstklassigen Bonitätseinstufungen durch die bis 2005 bestehenden Staatsgarantien – ein Ausweichen auf die internationalen Kapitalmärkte nahe, wo die Margen im Verbriefungsbereich zwar schmal waren, bei entsprechend großen Volumina aber zu ansehnlichen absoluten Gewinnbeiträgen führten.

Doch renommierte Forscher des Internationalen Währungsfonds und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hatten bereits mit teilweise mehrjährigem Vorlauf vor einer *Blase im Immobilienbereich* gewarnt, die in der Vergangenheit schon häufig Auslöser schwerer Banken Krisen war. Und auch die von Einzelinstituten publizierten Angaben hätten frühzeitiger *Warnsignale* für die Märkte sein müssen (ausführlich Paul 2008a).

Zwar schlossen die stark kapitalmarktabhängigen Finanzinstitute weltweit (im Gegensatz etwa zu den deutschen Sparkassen und Volksbanken) das Geschäftsjahr 2007 mit erheblichen Fehlbeträgen ab und mussten zum Teil auf ausländische Staatsfonds als Rettungsanker zurückgreifen. Wenn aber im Frühjahr 2008 der Eindruck entstand, die Finanzmarktkrise habe sich beruhigt, so hing dies vor allem mit den massiven Liquiditätsspritzen der Notenbanken zusammen, die weitere Marktverklümmungen zunächst verhinderten. Doch zum einen waren die Probleme der Subprime-Schuldner nach wie vor ungelöst, zum anderen hatten bereits *Übersprungseffekte auf andere Finanzmärkte und dann auch die Realwirtschaft* eingesetzt, so dass aus einer ursprünglich eng begrenzten Finanzsegment- eine globale Finanzsystem- und schließlich sogar Weltwirtschaftskrise resultierte.

Nach den Verbriefungs- und Kreditmärkten (durch die angesprochenen Belastungen der Banken) reagierten zunächst die Aktienmärkte, so dass nicht nur Zuführungen von Verlustausgleichspotenzial nahezu unmöglich, sondern auch weitere Abschreibungen für Finanzinstitute notwendig wurden. Dieses wiederum löste zuvor nicht gesehene Anspannungen des Interbankenmarktes in Form von drastisch steigenden Risikoprämien oder sogar Rationierungen bei der Refinanzierung von Kreditinstituten aus. Aber auch die Versicherungsgesellschaften, die mit Garantiezusagen in Verbriefungskonstruktionen eingebunden waren, mussten hohe Verluste ausweisen, da die von ihnen kalkulierten Risikoprämien bei weitem nicht mehr ausreichten, die tatsächlich zu verzeichnenden Ausfälle abzudecken. Nachfolgende *Ratingherabstufungen* von Versicherungen, Banken oder auch nur weiter leichte Überschreitungen von Schwellenwerten der Kreditausfälle führten zur zwangsweisen *Liquidation* von Verbriefungskonstruktionen, *Preisdruck* und damit *Kursverlusten* der mit Forderungen unterlegten Papiere. Für die Finanzinstitute als Investoren ergab sich daraus der Zwang, Wertpapiere auf immer niedrigere Marktwerte abschreiben zu müssen (sofern überhaupt ein Markt vorhanden war), und in der Öffentlichkeit entstand der Eindruck „immer neuer“, „bisher verborgener“ Verluste.

Auf diese Weise entstand ein *Teufelskreis* aus *Forderungsabwertung*, *Zweifeln an der Bonität speziell von Banken*, *daraus resultierenden Liquiditätsproblemen und Versuchen der Risikoreduktion durch Einschränkungen der Kreditvergabe*. Gerade letzteres im Verbund mit den Belastungen der privaten Hypothekenschuldner führte in den USA zu deutlichen Rückgängen des Konsums, was sich zunächst in der Automobilindustrie, im weiteren Jahresverlauf auf nahezu allen Güter- und Dienstleistungsmärkten zeigte. Die rezessive volkswirtschaftliche Entwicklung machte wiederum

neue Wertberichtigungen in weiteren Segmenten des Firmenkundengeschäfts (z.B. dem Bereich der Unternehmenskäufe und -verkäufe) erforderlich.

Hatte man in der Vergangenheit geglaubt (und auch beobachtet), dass Banken Krisen vorwiegend durch einen Vertrauensverlust und nachfolgenden massierten Einlagenabzug ausgelöst würden, zeigte sich im Laufe der Finanzmarktkrise eine weitere Form des „bank run“: Ein Preisverfall bei Vermögenswerten auf der Aktivseite der Bankbilanz (z.B. Wertpapiere) zwingt diese zu Abschreibungen, reduziert damit c.p. ihr Eigenkapital und macht zur Einhaltung der bankaufsichtlichen Eigenkapitalunterlegungsvorschriften den Abbau von Risikopositionen notwendig („*deleveraging*“), da neues Eigenkapital z.B. an der Börse kaum beschaffbar ist. So werden (trotz möglicherweise unveränderter Bonität der Schuldner) Kreditvolumina zurückgefahren und Wertpapiere verkauft. Die Veräußerung von Vermögenswerten unter Druck („*fire sales*“) verstärkt aber nur die Preisspirale nach unten und verschärft die angesprochenen Probleme (Brunnermeier 2009).

Die US-Regierung versuchte diesen Prozess mit einem groß angelegten Konjunkturpaket (Februar 2008), einer Rettungsaktion für Bear Stearns im März und auch der Übernahme der Kontrolle über die „Giganten“ der Hausfinanzierung, die halbstaatlichen Agenturen Fannie Mae und Freddie Mac (6. September), zu stoppen. Um keine Hoffnungen auf unbegrenzte staatliche Rettungsaktionen (bail out) zu wecken, ließ man dagegen kurz darauf die Investmentbank *Lehman Brothers* in die *Insolvenz* abrutschen – im Übrigen am selben Tag, an dem Damian Hirst bei der Versteigerung von 223 Werken aus dem Jahr 2008 das Rekordergebnis für einen Einzelkünstler von 140 Mio. € erzielte. Der 15. September 2009 wird als wirtschaftshistorisches Datum im kollektiven Gedächtnis haften bleiben, denn

die Überraschung der Marktteilnehmer über diesen gänzlich unerwarteten Schritt wird mittlerweile als entscheidender „Brandbeschleuniger“ der Entwicklung eingestuft, mit dem die Fundamental-erneut in eine schwere Vertrauenskrise überging (Caballero/Kurlat 2009). Insofern dürfte es falsch gewesen sein, diesen zwar kleinen, aber weltweit besonders stark verflochtenen Finanzmarktmarktspieler fallen zu lassen. Der entscheidende Fehler wurde aber mit der vorausgehenden Rettung anderer, im Vergleich unbedeutender Institute gemacht, nach der sich Regierung und Notenbank unter Druck fühlten, ein Exempel statuieren zu müssen.

Trotz der nachfolgenden Rettungsaktion für den weltweit größten Versicherer AIG und der Ankündigung eines milliarden schweren Hilfsprogramms für die Kreditwirtschaft war das *Vertrauen in die Finanzindustrie weltweit tief gestört*. In den USA mussten weitere Finanzinstitute Insolvenz anmelden, staatlich gerettet oder zwangsweise fusioniert werden. Am 21. September endete das Investment Banking in seiner seit 75 Jahren bestehenden Form, da die noch verbliebenen Spieler Goldman Sachs und Morgan Stanley ihren Sonderstatus aufgaben, um damit den Zugang zu Notenbankliquidität zu erhalten. Aber auch in Europa setzte eine regelrechte „Flucht“ der Banken zur EZB ein. Weltweit kam es in der Folge zu dramatischen Einbrüchen an den Aktienmärkten, die speziell im Oktober 2008 an die Zeit der Weltwirtschaftskrise heranreichten. Der Deutsche Aktienindex DAX verlor allein zwischen dem 6. und 10. Oktober 22% seines Werts.

Gleichzeitig geriet sogar die Zahlungsfähigkeit einzelner europäischer Staaten – vor allem Islands und Ungarns – in Gefahr, so dass sich auch der Markt der Staatsanleihen nicht mehr pauschal als sicherer Hafen darstellte. Die Probleme der Refinanzierung über den Interbankenmarkt einerseits, die Abschreibungen auf Papiere aus nahezu sämtlichen Finanz-

marktsegmenten und von noch im Sommer 2008 als erstklassig geltenden Schuldnern andererseits (aus deutscher Sicht besonders gravierend im Falle Lehmans) sowie schließlich Umlagen zur Sanierung von Verbundinstituten bedeuteten Belastungen auch für solche Kreditinstitute in Deutschland, die tatsächlich eine konservative, risikoarme Geschäftspolitik verfolgt hatten.

Und wie zuvor bereits in den USA zeigte sich auch hier zu Lande, dass diese Entwicklung nicht spurlos an der *Konjunktur* vorüber ging. Die bis zur Jahresmitte 2008 noch sehr optimistischen Wachstumsprognosen wurden in immer kürzeren Abständen drastisch nach unten korrigiert. Gingen die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute im Dezember 2008 noch von einem Rückgang der wirtschaftlichen Entwicklung beim Bruttoinlandsprodukt um 2% aus, befürchteten diese Mitte 2009 einen noch weit tieferen Wirtschaftseinbruch von über 6% und damit auch wieder einen Rückschlag für die Gesundheit der Finanzbranche.

*Was kennzeichnet den Status Quo im ersten Quartal 2010?*

In Bezug auf den *Bankensektor* muss das Jahr 2009 mit weit mehr als 100 Insolvenzen von Kreditinstituten als *annus horribile* für die US-Finanzwirtschaft eingestuft werden. Neben zahlreichen kleineren Häusern befanden sich unter den „Pleitiers“ auch bedeutende Spieler wie der Mittelstandsfinanzierer CIT Group, dessen Größe die von Enron oder Chrysler überstieg (Abbildung 2). Weltweit mussten die Banken bisher fast 3 Bio. US-\$ abschreiben, ein knappes Drittel davon entfiel auf die Banken im Euro-Raum (Abbildung 3). In Deutschland besonders betroffen waren zum einen die Landesbanken, die nur durch massive staatliche Rettungshilfen am Leben erhalten wurden. Zum anderen – und dies darf angesichts der hohen Reputation der Sozialen Marktwirtschaft in der Bundesrepublik nicht uner-

wähnt bleiben – wurde dem Staat im März 2009 aufgrund der Probleme der Hypo Real Estate sogar die Möglichkeit zu einer zwangsweisen *Verstaatlichung* von Kreditinstituten eingeräumt. Diese Handlungsoption war zwar von vornherein auf ein halbes Jahr befristet und im Kern eine „Lex HRE“, von der zudem letztlich kein Gebrauch gemacht wurde (die staatliche Übernahme erfolgte durch entsprechenden Anteilsverkauf im Oktober 2009). Allerdings wird damit noch einmal die Dramatik der Bankenkrise auch in Deutschland unterstrichen.

Mit Blick auf die *Realwirtschaft* war 2009 in Deutschland letztlich ein Einbruch der Wirtschaftsleistung um 5% zu verzeichnen, der stärker als im Euro-Raum und den USA ausfiel. Deutschland hat damit als besonders exportabhängiges Land relativ stark unter der Wirtschaftskrise gelitten, zugleich aber die Aussicht, von einer möglicherweise wieder anziehenden Weltkonjunktur entsprechend zu profitieren, so dass für 2010 ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von deutlich über 1% vorausgesagt wird (Abbildung 4). Dennoch wird die Arbeitslosigkeit weiter ansteigen. Zwar konnten die dramatischen Auftrags- und in der Folge Umsatzeinbrüche in nahezu allen Branchen zunächst über das Instrument der Kurzarbeit abgefedert werden. Ein dadurch rückläufiges Arbeitsvolumen hat jedoch die Produktivität zurückgehen und die Lohnstückkosten anwachsen lassen. Fraglich ist, inwiefern diese preislich überwälzbar sind. Angesichts der noch stark belasteten Konjunktur scheinen die Preiserhöhungsspielräume für die nächsten zwölf Monate im Durchschnitt über alle Branchen eng begrenzt. Vor allem deshalb wird trotz der massiven Liquiditätsspritzen der vergangenen Jahre auch ein nur sehr moderater Anstieg der Inflationsrate prognostiziert (wiederum Abbildung 4). Dramatisch vergrößern werden sich dagegen die Fehlbeträge der öffentlichen Haushalte. Auch für die staatlichen und privaten Sozial- und (Ab-)Sicherheitssysteme werden die

durch die Finanzkrise reduzierten Anlagerenditen einerseits, die Arbeitslosenzahlen andererseits bisher nur in Ansätzen zu ahnende, negative Folgen haben.

*Wird die sich andeutende Konjunkturbelebung durch eine „Kreditklemme“ behindert?*

Zunächst ist festzuhalten, dass jenseits anekdotischer Evidenz das Kreditvolumen in Deutschland tatsächlich leicht abnimmt, wobei die Kreditdynamik bei den Sparkassen und Volksbanken deutlich höher als bei anderen Bankengruppen ist. Der Zugang zu Krediten gestaltet sich insbesondere dadurch schwieriger, dass sich sowohl die Preise als auch die Sicherheits- und Dokumentationsanforderungen der Banken erhöht haben (Abbildung 5). Hier zeichnete sich indes ab dem dritten Quartal 2009 eine Entspannung ab. Insofern mag zwar „gefühl“ eine Kreditklemme existieren. Es lässt sich jedoch nicht nachweisen, dass Banken flächendeckend die Kreditvergabe zum Marktzins rationieren, obwohl Unternehmen guter Bonität bereit wären, höhere Kreditzinsen in Kauf zu nehmen und auch sonstigen Forderungen der Banken nachzukommen.

Nicht auszuschließen ist jedoch ein restriktiveres Vorgehen der Banken im Jahre 2010, wenn die vergleichsweise schlechten Bilanzen ihrer Kunden im Jahre 2009 zur Basis der Ratingurteile und damit der Kreditentscheidungen gemacht werden. Umso mehr Bedeutung erhält die proaktive Kommunikation der Unternehmen mit ihren Kapitalgebern. Hier zeigen empirische Studien einen deutlichen Nachholbedarf des Mittelstands (Paul/Stein 2008 und 2010). *Die Relevanz der Finanzkommunikation wird unterschätzt* (Abbildung 6), obwohl sie sich gerade in Krisenzeiten als überlebenswichtig erweist (Abbildung 7). Finanzkommunikations-„Apostel“ bezahlen im Gegensatz zu den „Skeptikern“ zwar nicht unbedingt niedrigere Preise,

können jedoch über mehr Finanzmittel verfügen und erhöhen ihre Beziehungsqualität. Deshalb ist die im mittelständischen Finanzierungsgeschäft identifizierte „*Kommunikationsklemme*“ besonders gefährlich. Das Selbstbild der Unternehmer in Bezug auf die Güte ihrer Finanzkommunikation weicht dramatisch vom Fremdbild der Kapitalgeber ab (Abbildung 8). Auch ganz unabhängig von den anschließend zu diskutierenden staatlichen Konjunktur- und Finanzierungsprogrammen ist hier der richtige Ansatzpunkt für „Hilfe zur Selbsthilfe“ durch Vermittlung des methodischen Know-hows erfolgreicher Finanzkommunikatoren (Paul/Stein 2010).

## Übernommen? Eine Bilanz der Krisenbekämpfung

Das über die Liquiditätsspritzen und Zinssenkungen der Notenbanken hinaus von den Einzelstaaten zur Krisenbekämpfung eingesetzte Instrumentarium ähnelt sich weltweit. Im Gegensatz zur Weltwirtschaftskrise waren die *Maßnahmen koordiniert* und (wohl auch aufgrund der Erfahrungen der 1920er/30er Jahre) durch *hohe Volumina* gekennzeichnet (Almunia et al. 2009, Abelshäuser 2009, Schirm 2009). Im Mittelpunkt standen Aufkäufe ausfallgefährdeter Kredite und Wertpapiere (so beim Hilfspaket der US-Regierung), Eigenkapitalhilfen (prominent in Großbritannien), Garantien von Spareinlagen (z.B. in Irland) sowie von Interbankengeschäften (etwa in Spanien). In Deutschland hat erst die zweimalige Bereitstellung von Liquidität für die Hypo Real Estate über insgesamt 50 Mrd. € auf staatlicher Seite die Bereitschaft ausgelöst, *von einer Einzelfall- zu einer Systemhilfe* überzugehen. Am 5. Oktober 2009 wurden zunächst sämtliche Spareinlagen mit einer Staatsgarantie versehen, kurz darauf legte die Bundesregierung am 13. Oktober 2009 nach internationalen Konsultationen das „Maßnahmenpaket zur Stabilisierung der Finanzmärkte und

zur Vermeidung negativer Auswirkungen auf die Realwirtschaft“ vor. Im Zentrum stand dabei das „Finanzmarktstabilisierungsgesetz“ (Deutsche Bundesbank 2008).

Erstens konnten von Banken *Staatshilfen* unterschiedlicher Art beantragt werden. Sie reichten von der Garantie für ihre Verbindlichkeiten (Rahmen 400 Mrd. €), über den staatlichen Erwerb von Problemaktiva bis hin zur Rekapitalisierung durch die Zufuhr von Eigenkapital durch den Staat (zusammen 80 Mrd. €). Da für die Garantieleistungen eine haushaltsrechtliche Vorsorge von 5% = 20 Mrd. € getroffen wurde, ergab sich ein Finanzierungsvolumen des neu gegründeten „Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung“ (SoFFin) von bis zu 100 Mrd. €.

Mit der Inanspruchnahme der Staatshilfen sind indes *Auflagen* verbunden: Als Gegenleistung für Garantien ist eine „marktgerechte Vergütung“ zu zahlen, außerdem ist die Garantiehöhe an die Eigenmittelausstattung gekoppelt, und die Geschäftspolitik wird auf „Nachhaltigkeit“ geprüft. Bei einer Übernahme von Risikoaktiva müssen diese von der Bank vor dem 13. Oktober 2008 erworben worden sein. Auch hier ist eine am Risiko orientierte Verzinsung zu leisten. Zudem werden in diesem Fall die Anreizwirkung und Angemessenheit des Vergütungssystems der jeweiligen Bank untersucht, die Vergütung von Organmitgliedern sollte 500 T € p.a. nicht überschreiten, die Einräumung von Boni ist stark eingeschränkt, und es darf keine Dividendenausschüttung erfolgen. Im Falle der Rekapitalisierung kommt noch die Auflage hinzu, dass vor allem Kredite an kleine und mittelständische Kunden vergeben werden sollten. Die für verschiedene Eigenkapitalinstrumente (Aktien, stille Beteiligung, Übernahme sonstiger Bestandteile der Eigenmittel) zu zahlende Vergütung soll marktgerecht sein.

Im Mai 2009 wurde den Kreditinstituten im sog. „Bad-Bank-Gesetz“ darüber hinaus die Möglichkeit eröffnet, sich von „toxischen“ Wertpapieren (und darüber hinaus weiteren Aktiva) zu entledigen, indem sie diese zum Buchwert abzüglich eines vergleichsweise geringen Wertabschlags auf eine Zweckgesellschaft oder „Abwicklungsanstalt“ übertragen und im Gegenzug vom SoFFin garantierte Anleihen bzw. Garantiezusagen erhalten. Eventuell in der Zukunft anfallende, weitere Wertverluste müssen in späteren Jahren von den Eigentümern der Bank aufgefangen werden (ausführlich Sachverständigenrat 2009, S. 82ff.).

Ende 2009 summierten sich die vom SoFFin gewährten Stabilisierungshilfen auf über 150 Mrd. €. Dieser Betrag wird im Laufe des Jahres 2010 deutlich ansteigen, denn mit der WestLB und der Hypo Real Estate haben bereits zwei Banken angekündigt, sich von großen Portfoliosegmenten zu trennen (85 bzw. 210 Mrd. €), deren Risiken dann zumindest teilweise durch Staatsgarantien abgeschirmt werden sollen.

Nimmt man die EU 27, Großbritannien und die USA zusammen, dann wurden bis Herbst 2009 bereits staatliche Rettungsmaßnahmen von über 3 Bio. € in Anspruch genommen (Abbildung 9), die den Banken eingeräumten Möglichkeiten der Rekapitalisierung, Risikoübernahme und Garantiezuhaltung reichen noch weit darüber hinaus (Zahlen in Klammern). Zudem haben die Staaten weltweit Konjunkturpakete in nie gekannten Dimensionen aufgelegt, vor allem in Form von Steuererleichterungen und Infrastrukturinvestitionen – so z.B. in den USA (613 Mrd. €), Japan (560 Mrd. €), China (460 Mrd. €) und der Bundesrepublik (80 Mrd. €).

*Bankenrettung und Konjunkturstimulierung haben die Staatsverschuldung international an den Rand der Tragfähigkeit geführt.* Allein in Deutschland beträgt die Neuverschuldung im Haushalt des Bundes für

2010 86 Mrd. €, das Budgetdefizit steigt von 3,2% (2009) auf über 5% (2010), und die Schuldenstandsquote wird Ende 2010 bei voraussichtlich 75% des Bruttoinlandsprodukts liegen. Die Maastricht-Grenzen von 3 bzw. 60% werden damit deutlich überschritten – und dabei ist es nur ein schwacher Trost, dass sich die Haushaltslage in einzelnen Ländern der EU noch wesentlich dramatischer darstellt. Insbesondere in Griechenland und Italien wird die Staatsschuld schon 2010 über 120 bzw. 110% des Bruttoinlandsprodukts betragen, so dass die Bonität dieser Staaten immer kritischer gesehen wird (Abbildung 10). Gegen 16 Staaten der Euro-Zone wurde bis Ende 2009 ein Defizitverfahren eingeleitet.

Mittlerweile tauchen Fragen auf wie „Kann Griechenland den Staatsbankrott noch abwenden?“, und *die Europäische Währungsunion wird „am Scheideweg“ gesehen* (Issing 2010). Daher lautet das vielfach gebrachte Schlagwort „Solidarität mit Griechenland“. Eine Insolvenz des griechischen Staates habe negative Folgen für alle anderen privaten und institutionellen Investoren (u.a. erneut Banken). Ein „Fall“ des Landes könne zu einer Kettenreaktion führen, andere Länder unter Druck bringen und diese letztlich zu einem Ausscheiden aus der Währungsunion bewegen. Doch mögliche Hilfen – unabhängig davon, ob sie in Ländern mit soliderer Haushaltspolitik politisch überhaupt durchsetzbar wären – scheitern schon formal an der „No-bail-out-Klausel“ aus dem Maastricht-Vertrag. Ganz bewusst übertragen ja die Beitrittsländer der Euro-Zone ihre geldpolitische Souveränität auf die Europäische Zentralbank, sind danach aber für ihre öffentlichen Finanzen selbst verantwortlich; die Mitgliedsländer haften nicht untereinander. Eine Abkehr von diesem Prinzip, also eine Hilfe der Gemeinschaft für ein Land, das wie Griechenland mit einer Neuverschuldung 2009 von über 12% des Bruttoinlandsprodukts in eklatanter Weise gegen die gemeinsamen Prinzipien verstoßen hat,

würde alle Dämme brechen lassen. Die „griechische Krankheit“ würde zu einer Kettenreaktion der Aufweichung fiskalpolitischer Disziplin auch in den anderen Ländern führen und damit die Reputation des Euro schwer beschädigen. Es bleibt demnach für Griechenland nur der bittere Weg der nationalen Haushaltskonsolidierung durch höhere Steuern und Ausgabenkürzungen.

Ein *abschreckendes Beispiel* sollte in diesem Zusammenhang auch *Japan* sein, das in zwei Jahrzehnten fast 20 kreditfinanzierte Programme aufgelegt hat und dennoch quälende Stagnation erlebt. Seine Schuldenquote beträgt mittlerweile 200% der Wirtschaftsleistung, die Staatsausgaben werden stärker über die Aufnahme neuer Schulden als aus Staatseinnahmen finanziert. Zugleich geht seit der Jahrtausendwende die Zahl der Arbeitnehmer zurück, die Zahl der Rentner steigt. Dementsprechend ist die Sparquote drastisch eingebrochen, so dass die Regierung große Schwierigkeiten haben wird, inländische Investoren für ihre Staatsanleihen zu finden. Würden aber Regierung und Notenbank massiv ausländische Assets, vor allem US-Staatsanleihen, verkaufen, könnte ein Crash am amerikanischen Bondmarkt mit allen negativen Folgewirkungen die Konsequenz sein.

In der *Bundesrepublik* wird durch die neu im Grundgesetz verankerte „*Schuldenbremse*“ das strukturelle Defizit des Bundes (also nicht die konjunkturbedingte Nettokreditaufnahme) auf max. 0,35% des Bruttoinlandsprodukts begrenzt. Ein ausgeglichener Haushalt ist für den Bund ab 2016, für die Länder ab 2020 vorgesehen. Zur Realisierung könnten zum einen Steuererhöhungen beitragen. Diese sind jedoch nicht nur aufgrund der derzeit schon im internationalen Vergleich hohen Steuersätze kritisch zu sehen, auch plant die neue Bundesregierung ja aufgrund ihrer Wahlkampfversprechen das genaue Gegenteil („Wachstumsbeschleunigung“).

Bleiben nur drastische Reduktionen der öffentlichen Ausgaben. *Hauptaufgabe der Politik wird es also sein, glaubwürdige Exitstrategien aus der Finanzierung von Bankenrettungsprogrammen einerseits, Konjunkturrhilfen andererseits zu definieren.* Ebenso muss die *Geldpolitik* einen Weg finden, die reichliche Liquiditätsversorgung der Banken zurückzuführen und das *Inflationspotenzial abzubauen*. Rein technisch ist dies vergleichsweise einfach möglich, da „nur“ Offenmarktgeschäfte nicht erneuert, die Notenbankzinsen erhöht und die Zuteilungsquoten bei der Bankenrefinanzierung verringert werden müssten. Aber wird die Geldpolitik den Mut zu einer restriktiveren Politik aufbringen, gerade wenn der Staat mit seinen Sparbemühungen beginnt und die Konjunktur nur langsam anspringt? Oder umgekehrt: Besteht die politische Kraft zur Konsolidierung der Staatsfinanzen bei steigenden Zinsen und Sorgen, „das zarte Pflänzchen“ der Konjunktur werde schon wieder „zertreten“?

Die internationale Staatengemeinschaft hat aus der Weltwirtschaftskrise der 1920er/30er Jahre gelernt, dass schnelle, massive Hilfe zur Krisenbekämpfung unausweichlich ist. Mit der Übernahme der Krisenlasten haben sich viele Länder aber offenbar übernommen, die Krise, die im Kern eine (private) Schuldenkrise war, wird durch eine (öffentliche) Schuldenkrise fortgesetzt. Am Horizont zeichnet sich erst vage ein neues Weltfinanzsystem ab, in dem vor allem Brasilien, Russland, Indien, China und weitere asiatische Staaten eine weitaus bedeutendere Rolle als bisher spielen werden. Hier wird eine Antwort auf die Frage gefunden werden müssen: „Wer rettet die Retter, damit sie auch zukünftig noch oder wieder retten können?“

## *This time is different* oder *History matters*? Lehren aus vergangenen Finanzkrisen

Die keynesianische Krisenerklärung von Hyman Minsky (1994) scheint vielen Beobachtern gut auf die gegenwärtige Rezession zu passen. Danach erweisen sich insbesondere *Marktwirtschaften* mit hochentwickelten Finanzmärkten als *inhärent instabil*. Je weiter Krisen zurückklagen, desto optimistischer würden die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte hinsichtlich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung. Auch Finanzinnovationen nähmen zu und eine *höhere Verschuldung werde akzeptiert bzw. sogar angestrebt*. Mit dem steigenden *Optimismus* würden die Gefahren einer möglichen Krise unterschätzt, Sicherheitspolster abgeschmolzen und erhöhe sich auch die Risikofreude, so dass u.a. die Qualität der vergebenen Kredite sinke. Es brauche dann nur ein Schockereignis, um eine Krise auszulösen, durch die die Übertreibungen offenbar würden. Für Minsky sind die Schockereignisse und damit Krisen unausweichlich, erstere werden deshalb auch „Minsky Momente“ genannt. „Die Stabilität ist instabil“ lautete sein wichtigster Lehrsatz, das „Minsky-Paradox.“

Jeder Zyklus durchlaufe drei Phasen, bei denen am Anfang noch eine konservative Grundhaltung auf Seiten der Unternehmer und Banker dafür Sorge, dass die Investitionsrenditen Zins und Tilgung der Fremdfinanzierung mindestens decken könnten. Mit zunehmendem Optimismus werde eine Deckung der Zinszahlung für ausreichend gehalten (denn man könne ja jederzeit umschulden) und schließlich regiere der Leichtsinn in der Form, dass Zinsen nur noch durch neue Kredite bezahlt werden könnten. *Dieses System bricht zusammen, wenn das Systemvertrauen verloren geht* und die Finanzmärkte plötzlich nicht mehr hinreichend liquide sind.

Diese Krisenerklärung setzt allerdings voraus, dass die staatliche Finanzmarktaufsicht und Wirtschaftspolitik den beschriebenen Entwicklungen zusieht, ohne rechtzeitig einzugreifen. Wenn jedoch *staatliches Handeln krisenverschärfend oder sogar krisenverursachend* war, muss eine inhärente Instabilität von Marktwirtschaften nicht die eigentliche Krisenursache sein. Sie kann vielmehr ganz oder teilweise die Folge von Fehlhandlungen politischer Institutionen sein, worin dann das wahre Problem zu sehen wäre. Eine Reihe von Fakten sprechen mit Blick auf die aktuelle Krise tatsächlich für Staatsversagen: Auf die über viele Jahre zu stark expansive staatliche Geldpolitik in den USA und anderswo, den staatlichen Druck auf die Banken zur Vergabe von Krediten an Subprime-Schuldner, die Rolle der halbstaatlichen Finanzinstitute Fannie Mae und Freddie Mac sowie die durch die staatliche chinesische Wechselkurspolitik wesentlich mitverursachte „global savings glut“ ist zuvor schon hingewiesen worden. Auch die Fehler der staatlichen Banken- und Finanzmarktaufsicht sowie die staatliche Unterstützung der Landesbanken in Deutschland wurde angesprochen.

Eingehende *Untersuchungen vorangegangener Bank- und Finanzkrisen aus den letzten Jahrhunderten* (Kindleberger 2001, Calomiris 2009, Allen/Gale 2008, Laeven/Valencia 2008, Reinhart/Rogoff 2008, 2009a und b) zeigen, dass diese *weder Zufallseignisse noch in kapitalistischen Systemen zwangsläufig auftretende Phänomene* sind. In vielen Fällen laden staatliche Institutionen die Finanzmarktspieler zu Risiken geradezu ein, destabilisieren das Finanzsystem oder bekämpfen aufkommende (realwirtschaftliche) Krisen fehlerhaft und verschärfen sie insofern. Natürlich lassen sich aufgrund sich ändernder historischer Rahmenbedingungen Krisenabläufe nicht 1:1 vergleichen. Doch statt Gemeinsamkeiten, quasi Krisenmuster, zu erkennen, herrscht in der Öffentlichkeit, der Politik und

zum Teil auch der Wissenschaft vielfach die „*Dieses Mal ist es anders*“-*Denkhaltung* vor, die keine Lehren aus der Vergangenheit zieht und damit dazu beiträgt, dass sich Finanzkrisen wiederholen. Die *Analyse zurückliegender Krisen* ist dagegen in dreierlei Hinsicht *wertvoll* (Paul 2009):

- Erstens trägt systematisiertes Erfahrungswissen dazu bei, dass Handelnde auf sie zukommende Entwicklungen *früher erkennen* können.
- Zweitens lassen sich die bei bestimmten Entwicklungen auftretenden in- und externen Handlungs- und Kommunikationsprozesse von Wirtschaftssubjekten *besser verstehen*.
- Drittens bietet die Analyse des Umgangs mit Entwicklungen in der Vergangenheit die Möglichkeit zur Nutzung erfolgreicher und Vermeidung verfehlter Strategien, mithin die Chance, die künftige Entwicklung *erfolgreicher gestalten* zu können.

*Frühzeitigeres Erkennen, z.B. von Krisengefahren*: Im Vorfeld zahlreicher Bankenrisen der Vergangenheit kam es zu *Preisblasen*, die sich in Folge einer zu laxen Notenbankpolitik entwickelten. Dabei zeigten sich immer wieder die Immobilienmärkte als besonders gefährdet für exzessive, also von fundamental gerechtfertigten abweichende Bewertungen.

Besonders deutlich wurde dies zuletzt in den schweren *Bankenkrisen, die die USA bzw. Japan* in den 1980er/1990er Jahren durchliefen (vgl. zu den folgenden Daten Bonn 1998). Speziell in den USA zeigte sich die auch in der aktuellen Krise anzutreffende, gefährliche Mischung aus notenbankseitig heruntergeschleustem Zinsniveau, zusätzlicher exzessiver staatlicher Förderung des Immobilienbesitzes, dadurch ausgelöstem Bau-boom und Preisexplosion auf den Immobilienmärkten sowie nachfolgend

unkritischer Kritikvergabe und Klumpenrisiken auf Seiten der Banken. So verdreifachte sich allein zwischen 1980 und 1992 das Volumen gewerblicher Realkredite der Commercial Banks; ihr Anteil am Gesamtkreditportefeuille verdoppelte sich in diesem Zeitraum von 10 auf 20%. Gleichzeitig stieg jedoch die Rate leerstehender Büroflächen in den amerikanischen Großstädten von 5 auf 20%, und es setzte ein Verfall der Preise für gewerbliche Immobilien ein: zwischen 1985 und 1989 um insgesamt 17%, seit Beginn der 1990er Jahre um jährlich 5 bis 10%. Im Nordosten der USA sanken die Immobilienpreise zwischen 1990 und 1992 kumuliert um 38% (bei einer Leerstandsrate von 22%). Gerade spekulativ orientierte Investoren (ohne eigentliche Nutzungsabsicht) gerieten zunehmend in Schwierigkeiten und konnten ihre Kredite nicht mehr bedienen.

Zum Ende der 1980er Jahre entfielen knapp 50% der Hypothekendarlehen auf gewerbliche Immobilienkredite, die einen Anteil von 81% an allen „Nonperforming Loans“ ausmachten. Davon standen wiederum 72% in den Büchern der 57 größten Commercial Banks.

Niedrige Zinssätze und hohe, nicht potenzialorientierte Wachstumsraten der Geldmenge führten in den 1980er Jahren auch zu chronischer Überliquidität in *Japans* Wirtschaft. Sowohl die Aktien- als auch insbesondere die Immobilienmärkte wirkten dabei als Ventil für aufgestaute Liquidität. Bis einschließlich 1990 erlebte Japan eine Phase ausgeprägter Bodenpreissteigerungen, die in den Büro- und Geschäftsvierteln Tokios ihren Ausgangspunkt hatten und sich von dort aus sukzessive auch in Wohn- und Industriegebiete sowie andere Großstädte fortpflanzten. Allein in den sechs größten japanischen Städten stiegen die Bodenpreise zwischen 1985 und 1989 jahresdurchschnittlich um 21%, in den Büro- und Geschäftsdistrikten vervierfachten sie sich ab 1990 sogar. Obwohl die Bodenfläche Japans nur etwa 0,3% der Erdlandmasse ausmacht und davon

nur ca. 5% bewohnt wird, entsprach der Wert dieser Fläche 1990 etwa 60% des Weltbodenpreises bzw. rund 20% der aggregierten Vermögenswerte weltweit.

In der zweiten Hälfte der 1980er Jahre erhöhten sich die Realkredite der japanischen Banken um 180% (jahresdurchschnittlich 19,2%), während das gesamte Kreditvolumen nur um knapp 90% (9,2%) zunahm. Von 1990 bis 1992 stieg der Anteil der Ausleihungen japanischer Banken im Realkreditbereich (bzw. an Klein- und Mittelbetriebe) am gesamten Kreditvolumen von 11 auf 26% (33 auf 50%), während der Anteil von Krediten an die (Groß-)Industrie von 33 auf 13% abnahm. Die in dieser Zeit ständig steigenden Verkehrswerte der Immobilien und eine zu optimistische Einschätzung der weiteren Preisentwicklung sorgten im Sinne Minskys für ein sorgloses Ansteigen der Beleihungsgrenzen regelmäßig auf deutlich über 100% sowie für eine Vernachlässigung von Kreditwürdigkeits- und Objektanalysen.

Nach dem Beginn der restriktiveren Politik der japanischen Notenbank platzte die Immobilienpreisblase und der Bodenmarkt büßte allein 1991/92 etwa die Hälfte seines Wertes ein; 1996 hatten die Grundstückspreise wieder das Niveau vor Beginn der Spekulationsblase ab 1987 erreicht. Zumal 80% aller in Japan ausgegebenen Kredite immobilienbesichert waren, führte die Talfahrt der Bodenpreise zu einem dramatischen Anstieg der Problemschuldner und -assets sowie einer existenziellen Bedrohung des Bankensystems. In einzelnen Jahren (so z.B. 1993) überstieg das Volumen der Problemkredite der Großbanken (250 Mrd. €) ihre kumulierten Eigenmittel (160 Mrd. €).

Warnende Stimmen (so etwa in den regelmäßigen Berichten der BIZ) dahingehend, dass es im Subprime-Segment zu einer diesen vergangenen Entwicklungen ähnlichen Situation kommen werde, wurden sowohl von

den Kreditinstituten selbst als auch der Politik, Aufsichts- und Kontrollinstitutionen kollektiv ignoriert. Von besonderer Bedeutung ist dabei im Zusammenhang mit den Krisenursachen zum einen die Frage, inwiefern sich Preisblasen gerade von Seiten der Noten- aber auch einer Einzelbank erkennen lassen, um sie rechtzeitig einzugrenzen. Dafür sind makroökonomische Querschnittsanalysen über unterschiedliche Bankkrisen hinweg notwendig, um vor allem mit Blick auf die Aktien- und Immobilienmärkte zentrale Indikatoren und ihre Ausprägungen zu identifizieren, die frühzeitig Unterschiede zwischen Markt- und Fundamentalwerten anzeigen. *Aktuell* werden die trotz verlangsamter Weltkonjunktur rasant ansteigenden Preise für *Rohstoffe* als sich aufbauende Blase gedeutet, zumal viele Investoren, die aus anderen Märkten „geflohen“ sind, hier ihr Kapital angelegt haben dürften (Abbildung 11). Diese Blase wird neben der global ausgeferteten Staatsverschuldung als die derzeit größte Gefahr für das Wieder-aufflammen der Wirtschaftskrise gesehen (Global Economic Forum 2010).

*Besseres Verstehen, z.B. von Krisenverläufen:* Vielfach wird in der aktuellen Krise die IFRS-gemäße Marktwertbilanzierung für eine Abwärts-spirale insofern verantwortlich gemacht, als Abwertungen von Vermögenspositionen das Eigenkapital der Banken verminderten und dadurch gerade den Druck auf Vermögensverkäufe mit der Folge weiterer Vermögensverluste verschärften – und über Kreditrationierungen den ohnehin gegebenen Abwärtstrend einer Volkswirtschaft verstärkten. Andererseits zeigen empirische Erkenntnisse aus vorangegangenen Bankkrisen, dass es allenfalls für Kleinsparer zutreffen mag, dass sie volatile (Quartals-) Ergebnisse einer Bank nicht verkraften und sofort einen Bank Run beginnen. Vielmehr belegt die Subprime-Krise, dass sich die Unsicherheiten der professionellen Kapitalmarktteilnehmer immer dann verschärften, wenn

über die Gewinne oder besser Verluste einer Bank gemutmaßt wurde. *Eine frühzeitige, offene Informationspolitik hat dagegen – auch bei drastischen Abschreibungen – eher stabilisierenden Charakter als Gerüchte und Spekulationen über stille Lasten.* Bank Runs als Herdenphänomene können demnach nur dann verhindert werden, wenn Investoren Bonitätsdifferenzen zwischen den Banken registrieren und sanktionieren können; werden diese eingeebnet, droht viel eher die Gefahr, ein Haus für so gut oder eben schlecht wie das andere zu halten (Headline-Risiko) und damit kollektiv das Vertrauen gegenüber allen Kreditinstituten zu verlieren.

Grundsätzlich ist auch die angesprochene *Prozyklik bis zu einem gewissen Grade gewünscht*, denn gerade die angesprochenen Bankkrisen der 1980/90er Jahre in den USA und Japan haben gezeigt, welche volkswirtschaftlichen Schäden über lange Zeiträume hinweg drohen, wenn die (Eigenkapital-) Bremse für das Kreditgeschäft nicht rechtzeitig und fest genug angezogen wird. Materiell vorhandene, bilanziell aber kaschierte Probleme werden aufgestaut, um letztlich weitaus größere Schäden als bei einer frühzeitigen Bekämpfung auszulösen (Sektorkoreneffekt). In den USA ist hier insbesondere die Einführung bankspezifischer „Regulatory Accounting Principles“ (RAP) zu nennen, die 1982 die „Generally Accepted Accounting Principles“ für diese Branche außer Kraft setzten. Danach konnten z.B. Verluste beim Verkauf von Hypothekendarlehen oder Wertpapieren unter Buchwert nicht mehr im Jahr des Verkaufs aufwandswirksam werden, vielmehr ließ sich die Verbuchung des Verlusts um bis zu 10 Jahre hinauszögern und der Betrag bis dahin aktivieren. In Japan erließen die Aufsichtsbehörden bis 1992 eine strikte Informationssperre im Hinblick auf Problemkredite und Schief lagen im Bankensektor und gingen erst danach zu einer schrittweisen Annäherung an das tatsächliche Ausmaß der Krise über. So wurden als „nonperforming“ zunächst nur Forderungen

ausgewiesen, bei denen über sechs Monate hinweg keine Zinszahlungen erfolgt waren; restrukturierte Kredite waren explizit ausgeschlossen – ebenso wie Auslandsforderungen und Kredite von Near Banks. Zudem wurde den Banken im August 1992, d.h. zum Zeitpunkt eines absoluten Nikkei-Tiefstandes, die Aussetzung des sonst obligatorischen Niederwertprinzips bei der Bewertung ihrer Aktienbestände gestattet.

Sowohl die US-amerikanische als auch die japanische Bankhistorie zeigen: Weder ein Beschönigen oder Verschleiern noch ein Zurückhalten von Kriseninformationen im Sinne einer „dosierten Schocktherapie“ kann eine Krise verhindern oder auch nur aufhalten. Will man im Übrigen den prozyklischen Einfluss der Rechnungslegung nicht zu groß werden lassen, könnte man sie *von der regulatorischen Eigenkapitalrechnung der Banken entkoppeln*. Dies leitet jedoch schon über zur Krisenbekämpfung.

*Erfolgreicheres Gestalten, z.B. der Krisenbewältigung:* Als besonders bedeutend wird aus der Vielzahl möglicher Veränderungen der Regulierungsinstrumente nach Krisen – so auch aktuell – die *Erhöhung der Eigenkapitalnormen* angesehen, denn unbestreitbar haben sich etwa die durch eine 2004 für US-Investmentbanken erlassene Ausnahmeregelung ermöglichten Relationen zwischen Risikoaktiva und Eigenkapital von mitunter 40 zu 1 als viel zu hoch erwiesen. Dennoch sind die nun vielfach zu vernehmenden Forderungen, die unter Basel II geforderte Eigenkapitalunterlegung von Risiken flächendeckend für alle Banken zu erhöhen, um damit auch ein Deleveraging zu erzwingen, zu schlicht.

Die Regulierungsgeschichte zeigt nämlich erstens, dass sowohl die Einführung als auch nachfolgende Veränderungen dieser *Eigenkapitalnormen* zwar immer wieder Krisenreflex waren, sie jedoch bis heute *sowohl theoretisch als auch empirisch auf sehr „wackligem“ Fundament* stehen. In Deutschland wurde als Antwort auf die schwere Bankenkrisen 1931 nach



den umfangreichen Vorarbeiten einer Untersuchungskommission im Reichsgesetz über das Kreditwesen 1934 eine Vorschrift zur Eigenkapitalausstattung aufgenommen. Diese war jedoch vor dem Hintergrund der erlebten Liquiditätsengpässe zum einen auf das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital ausgerichtet. Zum anderen wurde gegen die Forderung der Vertreter der Wissenschaft keine feste Quote festgelegt, vielmehr die Bankenaufsicht ermächtigt, den Banken innerhalb eines weiten Rahmens die Unterhaltung von Eigenkapital abzuverlangen (Born 1967).

Erst in dem auf dem Kreditwesengesetz von 1961 fußenden Grundsatz I der Bankenaufsicht wurde 1962 das Kreditvolumen der Banken auf das 18fache ihres haftenden Eigenkapitals begrenzt – ohne zwingende Begründung. Die Bundesbank wies lediglich darauf hin, dass sie die Parameter der Risikoklassen und zugehörigen Bonitätsgewichte aufgrund „umfangreiche(r) bankstatistische(r) Reihenuntersuchungen abgeleitet“ habe, die „sich auf eine große Anzahl von Kreditinstituten aller Bankengruppen erstreckten.“

Selbst wenn sich Anfang der 1960er Jahre Ausfallquoten ergeben haben sollten, die den Eigenkapital-Verbrauchskoeffizienten des Grundsatzes I entsprochen hätten, so ist ihre „Verweildauer“ seither jedoch kaum zu erklären. Im Laufe der Zeit wurden zwar weitere Risikokomplexe an das Eigenkapital angebunden (so nach der Herstatt-Krise 1974 das Währungsrisiko) und die Vorschriften auf die Kreditinstitutsgruppe bezogen (Konsolidierung). Nur einmal (1993) erfolgte indes eine – wiederum nicht durch empirische Studien gerechtfertigte – pauschale Absenkung der Kreditvergabemöglichkeiten auf das 12,5fache des haftenden Eigenkapitals. Diese Eigenkapitalunterlegungspflicht in Höhe von 8% (wenn auch bei deutlich anders zu quantifizierenden Risikoaktiva) hat nach dem Basel II-Akkord unverändert ihre Gültigkeit behalten.

Zweitens ist die Geschichte der Banken Krisen auch eine der *gezielten Umgehungen (regulatory arbitrage)* speziell der Eigenkapitalnormen. Hierzu zählten z.B. die Verlagerungen von Ausfallrisiken aus reguliertem Buchkredit- in das bis zur 4. KWG-Novelle 1993 unregulierte Wertpapiergeschäft hinein. Im Zusammenhang mit der aktuellen Finanzmarktkrise sticht die Auslagerung von Geschäften auf Zweckgesellschaften hervor, die auf der Basis von den Banken aufgekaufter Forderungen zumeist kurzlaufende Wertpapiere (wie Commercial Paper) begaben. Die Kreditinstitute gaben für die Effekten Liquiditätszusagen, für die, da überwiegend mit einer Laufzeit unter einem Jahr ausgestattet, keine Eigenkapitalunterlegung vorgeschrieben war – was sich erst mit der Einführung von Basel II und dem Ende entsprechender Übergangsvorschriften mit Beginn des Jahres 2008 änderte. Sowohl das Volumen dieser Zusagen als auch deren mögliche Konzentration auf nur eine Adresse (das Verbriefungsvehikel) waren aber unreguliert, was von zahlreichen Banken weidlich ausgenutzt wurde und bei Austrocknen sowohl des CP- als auch des Interbankenmarktes zu dramatischen Konsequenzen führte: Die Liquiditätlinien wurden gezogen, den Zusagen hieraus konnte von Seiten der Banken jedoch nicht nachgekommen werden.

### Regulierung über alles? (Irr-)Wege der Krisenprävention

Über die akuten staatlichen Rettungsmaßnahmen hinaus wird derzeit eine Ausweitung der Regulierung zur Verhinderung neuer Krisen gefordert; mehrere Konferenzen der Staats- und Regierungschefs – zuletzt im September 2009 – haben sich diesem Thema gewidmet (Paul 2007 und 2008a, Rudolph 2008 und 2010a). Um die diskutierten Vorschläge würdigen zu können, ist indes eine Rückbesinnung auf die Kernziele der Ban-

kenaufsicht erforderlich. Zentrales Argument für den Staatseingriff ist die zuvor in Lehrbüchern als eher theoretisch eingestufte Möglichkeit, in der derzeitigen Finanzkrise aber sehr reale Tatsache, dass sich *Systemgefahren* für die Finanzindustrie nicht mit letzter Sicherheit ausschließen lassen. Run- und nachfolgende Dominoeffekte können aufgrund der besonderen Bedeutung der Kredit- für die Volkswirtschaft zu albatrahaften Störungen des Wirtschaftskreislaufs führen. Der Staat muss deshalb Rahmenbedingungen setzen, die das reibungslose Funktionieren des Marktgeschehens auch in Krisenzeiten gewährleisten. Von Hayek vergleicht diese Aufgabe „mit der des Wartungspersonals einer Fabrik, da ihr (der Regierung) Zweck nicht ist, bestimmte Leistungen oder Produkte hervorzubringen, die von den Bürgern konsumiert werden sollen, sondern eher, dafür zu sorgen, dass der Mechanismus, der die Produktion dieser Güter und Dienstleistungen regelt, in arbeitsfähigem Zustand erhalten bleibt.“

Vor diesem Hintergrund müssen zwei Prüfstufen durchlaufen werden. Zunächst ist nachzuweisen, dass ein *Marktversagen* vorliegt oder droht, das erst den konkreten Regulierungsbedarf auslöst. Danach sind verschiedene Regulierungsalternativen anhand der beiden Kriterien *Effektivität* und *Effizienz* gegeneinander abzuwägen. Ersteres bezeichnet die Eignung der geplanten Regulierung zur Erreichung des Oberziels, Systemkrisen zu verhindern; letzteres die Auswahl derjenigen Alternative, bei der die Ausübung von Unternehmerfunktionen und damit der Prozess der Verwertung von Wissen über Märkte am geringsten beeinträchtigt wird. Damit sind stets (vermeintliche) *Nutzen* mit (in der Regel besser bestimmbar) *Kostenaspekten* abzugleichen. Jeder Staatseingriff hat seinen Preis, im ungünstigsten Fall kann Staatsversagen erst Systemgefahren auslösen oder verstärken, so auch – wie zuvor skizziert – in dieser Krise.

Mit Blick auf die *Säule 1* der Basler Normen wurden in einer ersten

Phase einige technische Veränderungen vorgenommen, die sinnvoll auf in der Krise identifizierte Schwachstellen bezogen waren. Dazu zählen:

- > *Handelsgeschäfte* und (*Wieder-*) *Verbriefungen* sind künftig mit höheren Eigenkapitalsätzen zu unterlegen, bei letzteren ist für den Originator aus Anreizgründen ein Selbstbehalt von immerhin 5% vorgeschrieben.
- > In die *Großkreditvorschriften* wurden Zweckgesellschaften einbezogen.
- > Das aufsichtsrechtliche *Kernkapital* muss „zum überwiegenden Teil“ nicht aus hybridem Kapital bestehen, wobei vom *Hybridkapital* nur noch diejenigen Formen anerkannt werden, die nachrangig sind, am laufenden Verlust teilnehmen und der Bank dauerhaft zur Verfügung stehen. Dadurch geraten (je nach Ausgestaltung) allerdings bestimmte Konstruktionen der gerade von deutschen Banken relativ stark genutzten stillen Einlagen in Gefahr, ihre Kernkapitalzuordnung zu verlieren.

Grundlegendere Änderungen des Basler Akkords („*Basel III*“, Inkrafttreten geplant nach 2012), für die der Ausschuss Ende 2009 ein erstes Konsultationspapier vorgelegt hat (Basel Committee 2009), stellen sich jedoch schnell als ökonomisch fragwürdig heraus:

- > Die schlichte *Vorgabe höherer Eigen- insbes. Kernkapitalquoten* lässt sich (siehe oben) theoretisch nicht fundieren. Auch der Vorschlag, die Eigenkapitalanforderungen sollten mit der Größe der Bank ansteigen, ist abzulehnen, da große Banken nicht per se höhere Risiken eingehen als kleinere Häuser, die sich ebenfalls als systemrelevant erweisen können. Ähnliche Quantifizierungsprobleme stellen sich bei „regulativem Hybridkapital“, also Fremdkapital, das sich im Krisenfall automatisch

in Eigenkapital umwandelt (Rudolph 2010b).

- Die *Begrenzung zu stark prozyklischer Wirkungen* der Eigenkapitalvorschriften ist zunächst ein sinnvolles Ziel. Die nun auch unter IFRS zulässige Bildung an den expected losses orientierter und sich im regulatorischen Eigenkapital niederschlagender Pauschalwertberichtigungen dient der Abdämpfung einer Geschäftsausweitung in „guten“ Zeiten. Doch wenn man wünscht, dass in solchen „guten“ Zeiten mehr Eigenkapital gebildet wird, das dann in „schlechten“ Zeiten als Verlustausgleichspuffer dienen kann, dann muss man zu einem Kriterien finden, diese Phasen zu bestimmen und zweitens ein Maß für die vom Durchschnitt abweichenden Beträge definieren. Damit gelangt man jedoch erneut zum eben genannten Problem.
- Eine gerade in den USA geforderte *Leverage-Ratio*, also eine Begrenzung des Verhältnisses von Eigen- zu Fremdkapital wäre eine sehr holzschnittartige Kennziffer, die ins regulatorische „Mittelalter“ zurückführen würde. Unabhängig davon, dass es kaum möglich erscheint, eine einheitliche Begrenzung für HGB und IFRS-Bilanzierer zu finden (z.B. weil sich die Bilanzsummen durch die unterschiedliche Art der Einbeziehung des Derivate-Geschäfts grundlegend unterscheiden), wird die in Basel II in fundierterer Form als zuvor verankerte Abhängigkeit der Eigenkapitalunterlegung von den individuellen Risiken der Banken wieder aufgelöst.

Deutlich erhöhten Eigenkapitalanforderungen (Abbildung 12) könnten die Banken nur dadurch entsprechen, dass sie entweder durch thesaurierte Gewinne oder Kapitalerhöhungen mehr Eigenkapital aufbauen. Beide Wege müssen für die nahe Zukunft als (zu) wenig ergiebig betrachtet

werden. Gerade die deutsche Kreditwirtschaft leidet seit über zehn Jahren an einem krisenunabhängigen Ergebnisproblem durch strukturell rückläufige Erträge, und der Eigenkapitalmarkt ist z.B. öffentlich-rechtlichen Instituten praktisch verschlossen. Bleibt der Abbau von Risikoaktiva, was aber Probleme bei der Kreditversorgung in einer wieder anziehenden Konjunktur aufwerfen könnte.

Generell gewinnt man den Eindruck, dass sich die Politik auf vergleichsweise leicht nachvollziehbare und damit populäre Veränderungen konzentriert. Deutlich zu wenig Gewicht wird auf eine Verbesserung der *Risikomessung* in den Kreditinstituten gelegt, deren Schwächen eine der Hauptursachen der Krisenausweitung waren. In diesem Zusammenhang ist es völlig unverständlich, dass noch immer mit dem *Zinsänderungsrisiko* des Anlagebuches eines der wichtigsten bankbetrieblichen Risiken nicht in die Säule 1 integriert ist. Die Lobbyarbeit der Kreditwirtschaft hat dies mit dem Hinweis darauf erfolgreich verhindert, dass gerade kleineren Instituten ein entsprechender Ermittlungsaufwand der Risiken aus der Fristentransformation nicht zumutbar sei. Daher blieb es bei der Berechnung eines „standardisierten Zinsschocks“ und qualitativen Kontrollen in der zweiten Säule. Angesichts der mittlerweile zu geringen Preisen verfügbaren Standardprogramme zur Ermittlung von Durationen und Barwerten wäre es inkonsequent und gefährlich, dieses Risiko weiterhin außerhalb der Eigenkapitalnormen zu belassen.

In der *Säule 2* (und der deutschen Umsetzung in Form der Mindestanforderungen an das Risikomanagement der Banken) wurden unterschiedliche Risikokomplexe stärker fokussiert, die künftig im Rahmen der qualitativen Aufsicht eine gewichtigere Rolle spielen sollen:

- Mit Blick auf das *Liquiditätsrisiko* finden sich eine Vielzahl sinnvoller Regelungen, die z.B. die Ausweitung von Stresstest oder die Ausarbeitung von Liquiditätsnotfallplänen sowie eine stärkere Berücksichtigung dieses Risikos im Controlling und Reporting der Institute vorschreiben.
- Die Regelungen zur *Vergütung des Managements* müssen künftig stärker auf Langfristigkeit bzw. „Nachhaltigkeit“ ausgelegt sein. Erste Umsetzungen in den Banken stärken Fest- zu Lasten von variablen Vergütungen und verlängern den Zeitraum zwischen Entstehung und Auszahlung eines Vergütungsanspruchs. Fraglich ist, ob damit bereits wirksam das Eingehen exzessiver Risiken begrenzt werden kann. Dafür müsste es eher gelingen, eine (nicht versicherbare) Haftung der Entscheidungsträger bei strategischen Fehlentscheidungen zu verankern.
- Künftig soll *mehr Sachkunde von den Aufsichts- und Verwaltungsräten* der Kreditinstitute eingefordert werden. Dies ist dringend notwendig, da mit Blick auf die Professionalität der internen Governance, also dem Zusammenspiel von Vorständen und Kontrollorganen in vielen Häusern ein deutlicher Nachholbedarf besteht. Angesichts der (auch nicht mehr weichenden) Komplexität vieler Finanzgeschäfte müssen die Kontrollorgane über ausreichendes Know-how verfügen, um den Vorstand angemessen überwachen zu können. Hier darf es aber nicht bei Appellen oder Leerformeln bleiben, sondern es müssen konkrete Kompetenzanforderungen formuliert werden, die nur durch Schulungs- und Zertifizierungsmaßnahmen erfüllt werden können. Ein Anreiz hierzu könnte dadurch gegeben werden, dass die Prüfintervalle der Aufsicht bei nachgewiesener Qualität der internen Governance verringert werden.

Noch sehr viel gravierendere Staatseingriffe sind zum Beginn des Jahres 2010 vom US-amerikanischen Präsidenten Obama vorgeschlagen worden:

- Um die Erpressbarkeit des Staates bei künftigen „Too-big-to-fail“-Fällen einzudämmen, soll die *Größe* von Banken *begrenzt* werden (z.B. anhand ihrer Bilanzsumme oder Marktanteile). In der Finanzkrise hat sich indes gezeigt, dass es gerade kleinere Häuser waren, die Systemgefahren ausgelöst haben, eben weil sie z.B. besonders stark vernetzt oder komplex waren. Eine Beschneidung der Größe ist daher der falsche Weg – unabhängig von der unlösbaren Aufgabe, die „richtige“ Trennlinie zwischen „zu großen“ und anderen Banken zu ziehen.
- Gut zehn Jahre nach der Abschaffung des 1933 als Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise erlassenen Glass-Steagall-Act wird wieder die *Separation von Geschäftssegmenten* gefordert. Ökonomisch wenig sachgerecht wäre aber erstens eine Renaissance des alten Trennbankensystems mit der Aufspaltung in *Investment und Commercial Banks*. Nicht nur bestehen zwischen diesen beiden Geschäftsarten – das zeigen die deutschen Universalbanken – erhebliche Synergieeffekte und Diversifikationspotenziale. Auch lassen sich diese beiden Geschäftsfelder heute kaum mehr unabhängig voneinander betreiben, denn auch kleine, regional tätige Banken setzen z.B. in ihrem Risikomanagement Derivate (also Produkte aus dem Investment Banking) ein, die sie mitunter auch Kunden zur Absicherung verkaufen. Zweitens kann auch der *Eigenhandel* nur schwer vom klassischen Kundengeschäft getrennt werden, zumal etwa bestimmte Positionen vor dem Weiterverkauf an den Kunden auf die eigenen Bücher genommen werden, um Preisopportunitäten zu nutzen.
- Als gänzlich populistisch und verfehlt sind die Forderungen nach *Sonderabgaben oder -steuern* einzustufen, mit denen Banken die staatlichen Lasten der Finanzkrise ausgleichen sollen, denn diese würden – bei entsprechenden Preisspielräumen – auf die Kunden überwälzt.

Wäre dies nicht möglich, würden sie für Teile der Finanzindustrie Ergebnisbelastungen bedeuten, die doch gerade vermieden werden sollten.

Zumal die Kreditwirtschaft derzeit schon eine der am stärksten regulierten Branchen ist, erfordert die Finanzmarktkrise somit weder eine vollständige „Entsorgung“ bewährter ordnungspolitischer Grundsätze noch einen kompletten Umbruch in der Bankenaufsicht. Eine *graduelle Anpassung* im Sinne eines „Redesigns“ ist jedoch erforderlich in Bezug auf die bankaufsichtlichen *Regeln*. Diese müssten stärker prinzipienorientiert ausgestaltet und auf ihren materiellen Kern konzentriert werden („Was ist wirklich wichtig und muss staatlich geregelt werden?“). Die Bankenkrise – so wurde ausgeführt – kann nicht monokausal erklärt werden, sie ist durch eine Vielzahl miteinander verflochtener Ursachenfaktoren „die erste *Komplexitätskrise* der postindustriellen Gesellschaft“ (Ziesemer 2009). Da noch komplexere Regeln nur weitere Ausweichhandlungen der Banken fördern würden, sollte anstelle neuer „bürokratischer Monster“ (Jochen Sanio, BaFin-Präsident) im Stile des ja erst seit 2007 geltenden Aufsichtsstandards Basel II besser auf Selbstregulierungen in Form von Verhaltenskodizes gesetzt werden. Der Staat sollte nicht mehr, sondern weniger Sachverhalte, diese aber grundsätzlicher regeln und die Einhaltung dieser Regeln streng kontrollieren. Diskretionäre Staatseingriffe erhöhen die Systemrisiken, statt sie zu verringern. Wenn die Politik nicht auf das Wecken von Kontrollillusion verzichtet und Märkte nicht zur Disziplinierung ihrer Akteure gezwungen werden, dann gibt es keine Begrenzung der potenziellen Haftung des Staates mehr.

Wie kann ein *Rückzug aus der impliziten Absicherung privater Risiken durch die Allgemeinheit* gestaltet werden? Soll ein „Super-GAU“ (Systemzusammenbruch) verhindert werden, müssen einzelne „Brennstäbe“

(Krisenbanken) rechtzeitig aus der „Brennkammer“ (Markt) gezogen werden. Diskutiert werden dazu vor allem drei Wege (Sachverständigenrat 2009, Kapitel 4, Issing/Krahen 2010):

- Ähnlich einem Testament soll jede Bank zu „Lebzeiten“ eine Art *Selbstabwicklungsverfügung* verfassen, um im Notfall systemisch relevante Teil vom Rest eines Instituts abtrennen zu können. Es ist jedoch nicht nur fraglich, ob Kreditinstitute solche Sollbruchstellen im Vorhinein definieren können, auch ist zu bezweifeln, ob die möglichen Erwerber von Assets der Krisenbank in zugespitzten Krisensituationen unter Zeitdruck noch zur Übernahme in der Lage sind und die Bankenaufsicht als „Testamentsvollstrecker“ die in Normalzeiten überlegten Lösungen realisieren könnte.
- Nach britischem Vorbild wird ein *bankspezifisches Restrukturierungsregime* angestrebt, das eine „geordnete“ Insolvenz ermöglicht. Im Gegensatz zum Fall Lehman sollen Abzüge von Eigen- und Fremdkapitalgebern verhindert und alle Verträge systemischer Relevanz fortgeführt werden. Dafür könnten einer staatlichen Institution (in Deutschland z.B. dem SoFFin) unterschiedliche frühzeitige Eingriffsmöglichkeiten (von der Stabilisierung über die Sanierung bis hin zur Enteignung als ultima ratio) eingeräumt werden. In Form eines „*Bankenhospitals*“ würde der Staat kurzfristig für die systemrelevanten Verpflichtungen eine Haftung übernehmen, so dass es für die zugehörigen Gegenparteien keine Veranlassung gäbe, ihre Forderungen fällig zu stellen. Die größte Herausforderung bei der Realisierung dieser Lösung wird es sein, den Kreis derjenigen Institute und Verpflichtungen abzustecken, die Systemrelevanz besitzen. Gelingt hier keine scharfe Abgrenzung, ist gegenüber dem Status quo nichts gewonnen, wird der Staat (wenn auch in Form eines stärker vorstrukturierten Verfahrens) doch wieder

flächendeckend zur Rettung herangezogen. Andererseits: Kann eine Institution wie der SoFFin bei einer sich zuspitzenden Krise dem öffentlichen Druck Stand halten und die „Einweisung in das Hospital“ mit dem Argument verhindern, ein Institut sei nicht systemrelevant?

- Schließlich wird die Einrichtung eines „*Stabilisierungsfonds*“ erwogen, in den die Kreditinstitute in „guten“ Zeiten einzahlen und aus dem dann in Notfällen Banksanierungshilfen bestritten werden können. Ähnlich dem Kauf von „Verschmutzungsrechten“ müssten sich die Prämien des Fonds nach dem Grad der durch das Institut hervorgerufenen potenziellen Systemgefahr richten. Da diese aber im Vorhinein kaum abzuschätzen ist, lässt sich auch eine sachgerechte Prämienbasis (noch) nicht festlegen. Erste Vorschläge, die Prämien an der Bilanzsumme oder den Verbindlichkeiten eines Kreditinstituts zu orientieren, blenden das bankspezifische Risiko völlig aus und sind daher unbrauchbar.

Was im Übrigen die *Institutionen* der Bankenaufsicht anbelangt, duldet die stärkere internationale Harmonisierung der Aufsicht keinen Aufschub. Es ist unverständlich, dass es der internationalen Staatengemeinschaft noch immer nicht gelungen ist, den ursprünglichen Initiator des Basel-II-Pakets – die USA – dazu zu bewegen, den Standard zumindest für seine global tätigen Banken einzuführen und sich darüber hinaus dem Financial Sector Assessment Program des Internationalen Währungsfonds zu stellen. Unverändert findet man auf dessen Homepage unter „U“ nur Uganda, Ukraine, United Arab Emirates, United Kingdom und Uruguay! In diesem Zusammenhang muss auch die Rolle der Notenbanken in der Aufsicht gestärkt werden, denn Einzelinstituts- und Systemstabilität sind eng miteinander verbunden, ebenso wie System- und Geldwertstabilität. Und letztlich sind es – wie jetzt in der Krise gesehen – allein die Notenbanken,

die als letzte Instanz (lender of last resort) eine Systemkrise verhindern können. Es spricht daher in Bezug auf Deutschland viel für eine Vereinigung von mikro- und makroprudentieller Aufsicht unter dem Dach nicht der BaFin, sondern der Bundesbank.

Die aktuelle und die vergangenen Banken Krisen machen deutlich, dass die staatliche Regulierung mit den Entwicklungen und Innovationen im Finanzwesen oft nicht Schritt hält. Es ist daher – trotz aller politischen Versprechen und Bemühungen – auch für die Zukunft nicht auszuschließen, dass neue Krisen – hoffentlich nicht im Ausmaß der gegenwärtigen – entstehen werden. Die „totale Regulierung“ kann jedoch nicht die Alternative sein, da sie eine wohlfahrtssteigernde Entwicklung der Wirtschaft verhindern würde, wie Erfahrungen mit bürokratischen Systemen zeigen. Die Menschen haben sich – wenn sie konnten – gegen übermäßig kontrollierte und für freiheitliche Systeme entschieden. Sie zogen offenbar eine trotz Krisen wachsende Wirtschaft einem ökonomisch sicheren, aber wohlstandsmäßig eher stagnierenden System vor.

## Das Ende des Kapitalismus? Von der systemischen Krise zur Krise des Systems

Die Vehemenz, mit der in weiten Teilen der Öffentlichkeit wieder nach einem „starken Staat“ gerufen wird, zeigt, wie einschneidend die Finanzkrise das Vertrauen nicht nur in das Banken-, sondern das Wirtschaftssystem insgesamt beschädigt hat. Die Marktwirtschaften westlicher Prägung stehen nicht nur wegen ihrer Instabilitäten und damit verbundenen Vermögensverlusten vieler Privater am Pranger. Gerade das Verhalten einiger weniger Banken, die z.B. trotz der in erster Linie durch die Hilfszahlungen der Staaten – also öffentliche Gelder – reanimierten Wirtschaftslage ihre Politik der Bonus-Zahlungen in Milliardenhöhe (Goldman

Sachs), mitunter sogar in Verlustjahren (UBS), fortsetzen, findet in der Bevölkerung kein Verständnis.

In diesen Zusammenhang passt auch die vom Bundespräsidenten geäußerte Kritik, der vom „Monsterkapitalismus“ spricht. Doch gerade hierin zeigt sich das Problem vieler Krisenanalysen. Abstrakte Systemkritik oder das Beklagen von quasi schicksalshaften Marktschwankungen verdeckt, dass es stets (Re-)Aktionen Einzelner sind, die eine Krise hervorgerufen, verschärfen, verschleiern usw. – sei es in Banken, Rating-Agenturen, der Bankenaufsicht, den Wirtschaftsprüfern, der Politik usw. Konkrete Krisenprävention muss hier ansetzen und fragen, wie die aufgetretenen Fehlhandlungen künftig verhindert werden können. Den Menschen also wieder in den Mittelpunkt der Betrachtung zu stellen, der in einem freiheitlich angelegten Wirtschaftssystem Verantwortung für sich, den anderen und die Gesellschaft trägt: In einem solchen Innehalten liegt die produktive Chance der Krise (Marx 2009). Es bedarf dafür einer breiten Debatte über Werte und Tugenden, die dem gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Leben Orientierung geben können. Das Finden und Verankern solcher „Korsettstangen“ in den Handlungsweisen aller (Finanz-)Marktakteure, für das es kein schnell wirkendes Patentrezept gibt, ist Voraussetzung zum Aufbau des wichtigsten immateriellen Kapitals von Banken und Bankensystemen: dem Vertrauen. Dieses ist durch die Krise schwer gestört und muss dringend wiederhergestellt werden, damit die Heilung nachhaltig gelingen kann!

## Verwendete und weiterführende Literatur

- ABELSHAUSER, W. (2009): Aus Wirtschaftskrisen lernen – aber wie?, in: Vierteljahreshefte für Zeitgeschichte, Nr. 4, S. 467–481.
- AKERLOF, G. A. (2009): Animal Spirits: Wie Wirtschaft wirklich funktioniert, Frankfurt/M, Campus.
- ALLEN, F./GALE, D. (2008): Financial Crises, Cheltenham, Aldershot.
- ALMUNIA, M./BÉNÉTRIX, A.S./EICHENGREEN, B./O’ROURKE, K./RUA, G. (2009): From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons, Working Paper.
- BALZLI, B. ET AL. (2008): Der Bankraub, in: Spiegel, 47/2008, S. 44–80.
- BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH (2008 und 2009): 78. und 79. Jahresbericht, Basel, Juni 2008 bzw. 2009.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2009): Strengthening the resilience of the banking sector, Basel.
- BERNANKE, B. (2010): Monetary Policy and the Housing Bubble, Working Paper, Januar.
- BONN, J.K. (1998): Banken Krisen und Bankenregulierung, Wiesbaden.
- BORIO, C. (2008): The financial turmoil of 2007: a preliminary assessment and some policy considerations, BIS Working Paper No. 251, Basel, März 2008.
- BORIO, C. (2009): Ten propositions about liquidity crises, BIS Working Paper No. 293, Basel, November.
- BORN, K.E. (1967): Die deutsche Bankenkrise 1931, München.
- BRUNNERMEIER, M. K. (2009): Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, in: Journal of Economic Perspectives, vol. 23, no.1, S. 77–100.
- CABALLERO, R. J./KURLAT, P. (2009): The “Surprising” Origin and Nature of Financial Crises: A Macroeconomic Policy Proposal, Working Paper.
- CALOMIRIS, C.W. (2008): The Subprime Turmoil: What’s Old, What’s New, and What’s next, Working Paper, August 2008.
- CALOMIRIS, C.W. (2009): Banking Crises Yesterday and Today, Working Paper.
- CIHAK, M./MAECHLER, A./SCHAECK, K./STOLZ, S. (2009): Who Disciplines Bank Managers?, IMF Working Paper, No. 272.
- DEUTSCHE BANK RESEARCH (2009): Globale Banktrends nach der Krise, Frankfurt/M.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2008): Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung auf internationaler Ebene, in: Monatsbericht, 60. Jg., November, S. 32–48.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2009a): Finanzmarktstabilitätsbericht 2009, Frankfurt/M.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2009b): Änderung der neu gefassten EU-Bankenrichtlinie und der EU-Kapitaladäquanzrichtlinie sowie Anpassungen an das Risikomanagement der Banken, in: Monatsbericht, 61. Jg., September, S. 67–83.

ELLIS, L. (2008): The housing meltdown: Why did it happen in the United States?, BIS Working Paper No. 259, Basel, September 2008.

FRANCKE, H.-H. (2008): Die Immobilienkrise in den USA – Ursachen und Konsequenzen für das globale Finanzsystem, in: Kredit und Kapital, 41. Jg., S. 1–8.

GLOBAL ECONOMIC FORUM (2010): Global Risks 2010, Januar, Davos.

GORTON, G. (2008): The Panic of 2007, Working Paper, Yale School of Management and NBER.

IGAN, D./MISHRA, P./TRESSEL, T. (2009): A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis, Working Paper, November.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2008a): Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, Washington, April 2008.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2008b): Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging, Washington, Oktober 2008.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009a): Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk, Washington, April 2009.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009b): World Economic Outlook: Crisis and Recovery, Washington, April 2009.

ISSING, O. (2010): Die Europäische Währungsunion am Scheideweg, in: FAZ v. 29.1.2010, S. 12.

ISSING, O./KRAHNEN, J.P. (2010): Too big to fail?, in: ZfGK, 63. Jg., S. 14f. (dort auch weitere Beiträge zu neuen Eigenkapitalanforderungen).

KINDLEBERGER, C.P. (2001): Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt, Kulmbach, Börsenmedien.

KOSLOWSKI, P. (2009): Ethik der Banken. Folgerungen aus der Finanzkrise, München, Fink.

LAEVEN, L./VALENCIA, F. (2008): Systemic Banking Crises, IMF Working Paper No. 224, Washington.

MARX, R. (2009): Das Kapital. Plädoyer für den Menschen, München, Pattloch.

MINSKY, H.P. (1994): Business Cycles in Capitalist Economies, in: Milken Institute for Job & Capital Formation: Job & Capital, vol. 3, Summer.

PAUL, S. (1994): Bankenintermediation und Verbriefung – Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?, Wiesbaden.

PAUL, S. (2007): Keine Rolle rückwärts in der Bankenregulierung, in: Wirtschaftsdienst, 87. Jg., S. 644–647.

PAUL, S. (2008A): Sturm – Finanzmarktkrise und Konsequenzen für die Bankenaufsicht, in: institut für kredit- und finanzwirtschaft: wissen & handeln 08, Bochum, [http://www.ruhr-uni-bochum.de/fin-kred/dl/wissen\\_und\\_handeln\\_08.pdf](http://www.ruhr-uni-bochum.de/fin-kred/dl/wissen_und_handeln_08.pdf)

PAUL, S. (2008B): Stabilitätsgefahren durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz?, in: Wirtschaftsdienst, 88. Jg., S. 711–716 (vgl. dort auch die weiteren wissenschaftlichen Beiträge ab S. 703 und ähnlich die Beiträge in ifo Schnelldienst, 61. Jg. (2008), S. 3ff.).

PAUL, S. (2009): Vom „Mehrwert“ bankhistorischer Forschung, in: Schäfer, K./Burghof, H.-P./Johanning, L./Wagner, H.F./Rodt, S. (Hrsg.): Risikomanagement und kapitalmarktorientierte Finanzierung, Festschrift f. B. Rudolph, Frankfurt/M. S. 33–42.

PAUL, S./KÖSTERS, W. (2009): Die Bankenkrise als Kern der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise, in: politische bildung, 42. Jg., Nr.3, S. 41–62.

PAUL, S./STEIN, S. (2008): FinanzKommunikation jetzt krisenfest machen, in: EulerHermes (Hrsg.): Wirtschaft Konkret, Nr. 421, Hamburg.

PAUL, S./STEIN, S. (2010): Schwungrad Finanzkommunikation, in: EulerHermes (Hrsg.): Wirtschaft Konkret, Nr. 425, Hamburg.

POSNER, R. (2009): A failure of Capitalism, Harvard University Press.

REINHART, C. M./ROGOFF, K.S. (2008): Is the 2007 US Subprime Crisis so Different? An International Historical Comparison, in: American Economic Review, vol. 98, S. 339–344.

REINHART, C./ROGOFF, K.S. (2009a): This time is different, Princeton University Press.

REINHART, C. M./ROGOFF, K.S. (2009b): The Aftermath of Financial Crises, in: American Economic Review, vol. 99, S. 466–472.

RUDOLPH, B. (2008): Lehren aus den Ursachen und dem Verlauf der internationalen Finanzkrise, in: zfbf, 60. Jg., S. 713–741.

RUDOLPH, B. (2010a): Die neuen Regulierungen für die Bank- und Finanzmärkte: Sachgerecht oder kontraproduktiv für das Stabilitätsziel?, in: ifo Schnelldienst, 63. Jg., Nr. 3, S. 7–10 (dort auch weitere Beiträge zu diesem Thema).

RUDOLPH, B. (2010b): Mehr Aufmerksamkeit für das regulative Hybridkapital, in: FAZ v. 4.3.2010, S. 24.

RUDOLPH, B. ET AL. (2007): Kreditrisikotransfer, Berlin u.a., Springer

SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2008a): Das deutsche Finanzsystem: Effizienz steigern – Stabilität erhöhen, Wiesbaden, Juni.

SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2008b): Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09, Wiesbaden, November.

SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2009): Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen, Jahresgutachten 2009/10, Wiesbaden, November.

SCHIRM, S. (2009): Koordinierte Weltwirtschaft, in: Zeitschrift für internationale Beziehungen, 16. Jg., S. 307–320.

SINN, H.-W. (2009): Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist, Berlin, Econ.

VAN SUNTUM, U./ILGMANN, C. (2009): Wie sollten die angeschlagenen Banken rekapitalisiert werden?, in: ifo Schnelldienst, 62. Jg., N. 24, S. 3–6 (dort auch weitere Beiträge zu diesem Thema).

ZIESEMER, B. (2009): Komplexitätskrise und neuer Etatismus, in: Handelsblatt v. 23.12.2009, S. 6f.



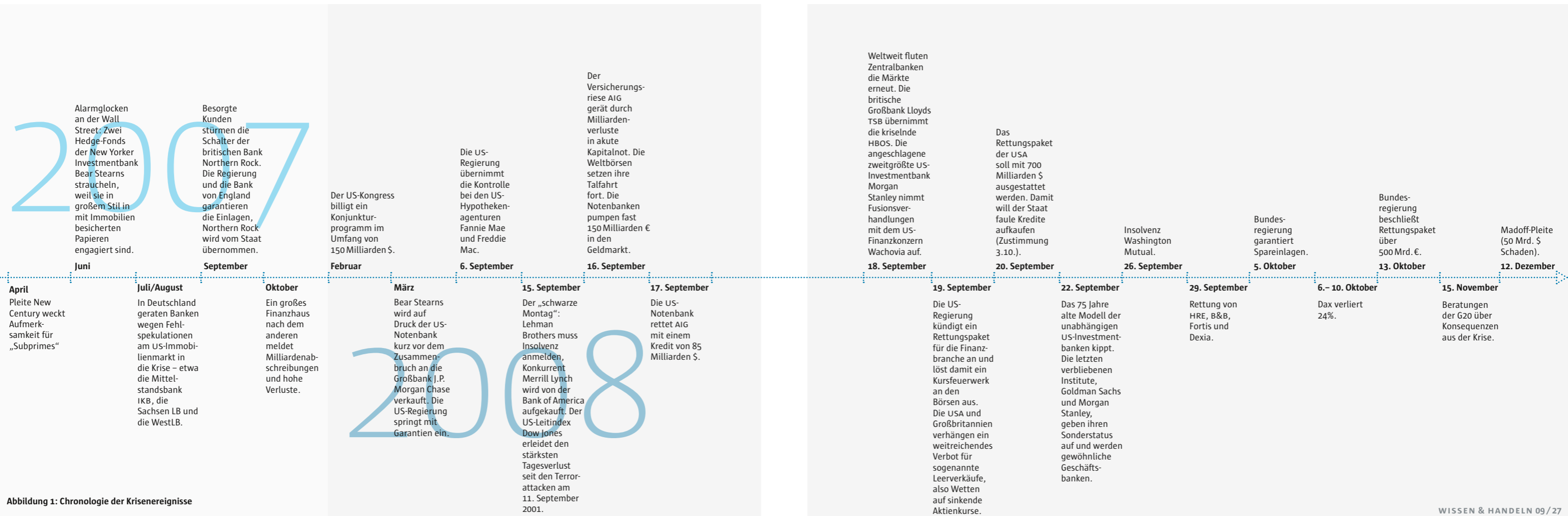
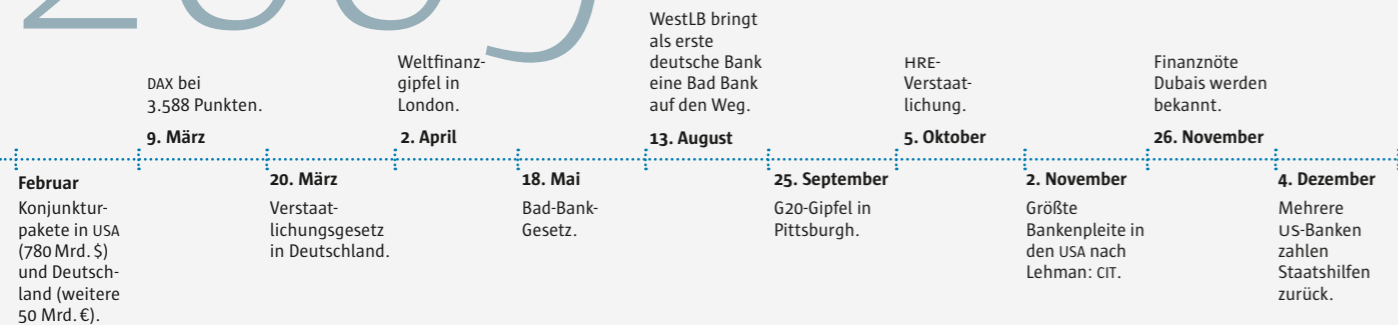


Abbildung 1: Chronologie der Krisenereignisse

# 2009



Asset Protection Agency in Großbritannien beginnt Arbeit. Dramatische Bonitäts-herabstufung Griechenlands.

**8. Dezember**  
**14. Dezember**  
Verstaatlichung der HypoGroup Alpe Adria und Probleme der BayernLB.

Basler Ausschuss beschließt Veränderungen in der Regulierung

**18. Dezember**  
**28. Dezember**  
DAX bei 6.011 Punkten.

DAX unter 5.500 Punkten

**Februar**  
**Februar**  
Sorgen um Griechenlands Finanznöte setzen den Euro unter Druck

Wiederauf-flammen der Diskussion um die Kreditklemme

# 2010

Abbildung 1: Chronologie der Krisenereignisse

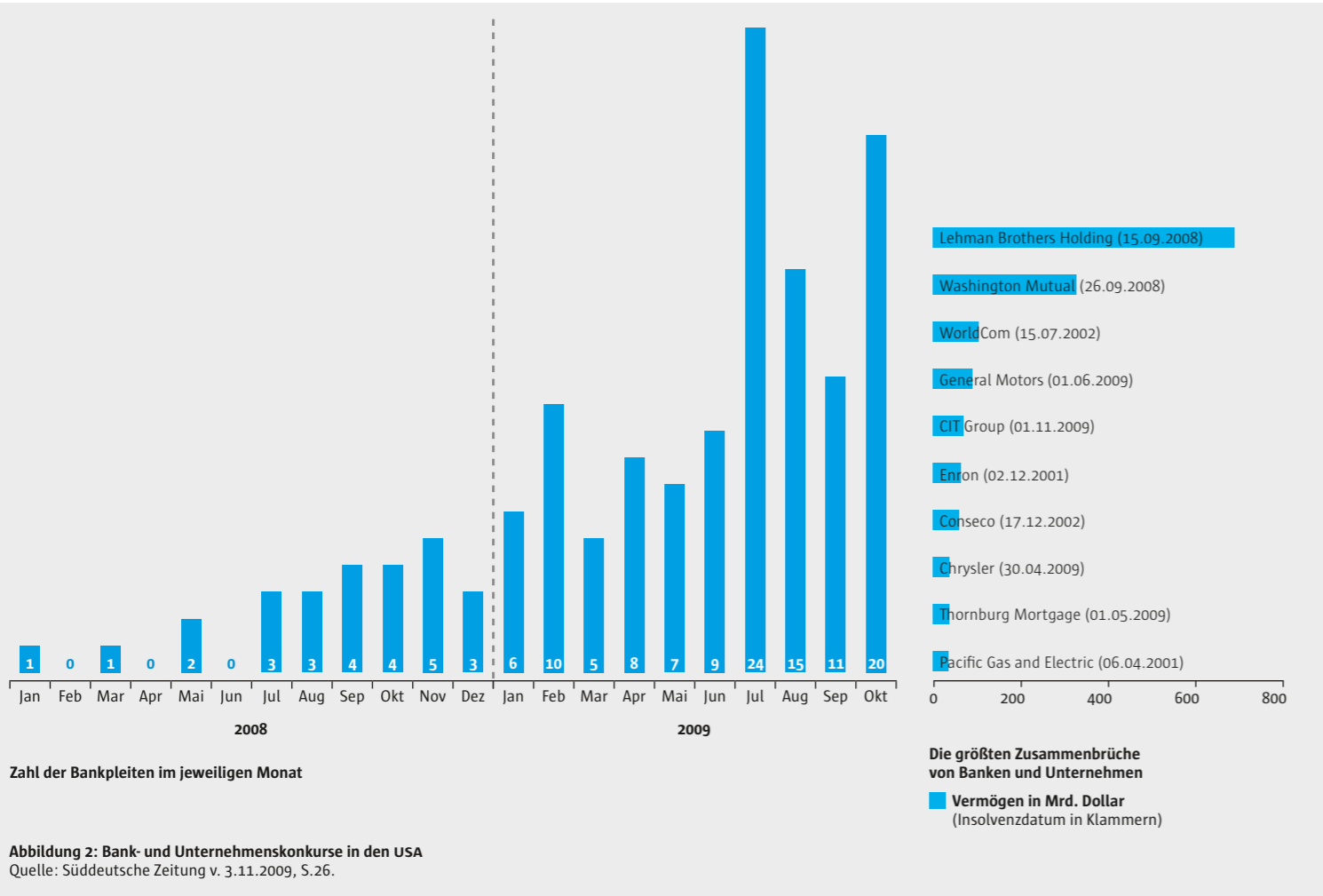


Abbildung 2: Bank- und Unternehmenskonkurse in den USA  
Quelle: Süddeutsche Zeitung v. 3.11.2009, S.26.

	Vereinigte Staaten	Euro-Raum	Vereinigtes Königreich <sup>1</sup>	Andere europäische Länder <sup>2</sup>	Asiatische Banken <sup>3</sup>	Insgesamt
<b>Geschätzte Abschreibungen, insgesamt<sup>4</sup></b>	1025	814	604	201	166	<b>2810</b>
<b>Kapitalpositionen vom 2. Quartal 2007 bis Ende 2. Quartal 2009</b>						
Gemeldete Abschreibungen	610	350	260	80	–	<b>1300</b>
Kapitalerhöhungen	500	220	160	50	–	<b>930</b>
<b>Nachrichtlich: Erwartete Abschreibungen und Gewinne vom 3. Quartal 2009 bis Ende 4. Quartal 2010</b>						
Erwartete Abschreibungen	420	470	140	120	–	<b>1150</b>
Erwartete Nettobilanzgewinne	310	360	110	60	–	<b>840</b>

1 > Unterstellt sind die bis Mitte September 2009 implementierten Vermögenssicherungsprogramme.  
2 > Dänemark, Island, Norwegen, Schweden und Schweiz.  
3 > Australien, Hongkong, Japan, Neuseeland und Singapur.  
4 > Die geschätzten insgesamten Abschreibungen unterscheiden sich von der Summe der gemeldeten und erwarteten Abschreibungen aufgrund von Rundungsfehlern und unterschiedlichen Annahmen bezüglich der Stützungsmaßnahmen. Zu den Einzelheiten siehe IWF (2009b).

**Abbildung 3: Abschreibungen der Banken weltweit (Mrd. US-Dollar, 2. Quartal 2007 bis 4. Quartal 2010)**  
Quelle: Jahresgutachten 2009/10 des Sachverständigenrates.



**Bruttoinlandsprodukt**  
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

**Verbraucherpreise**  
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



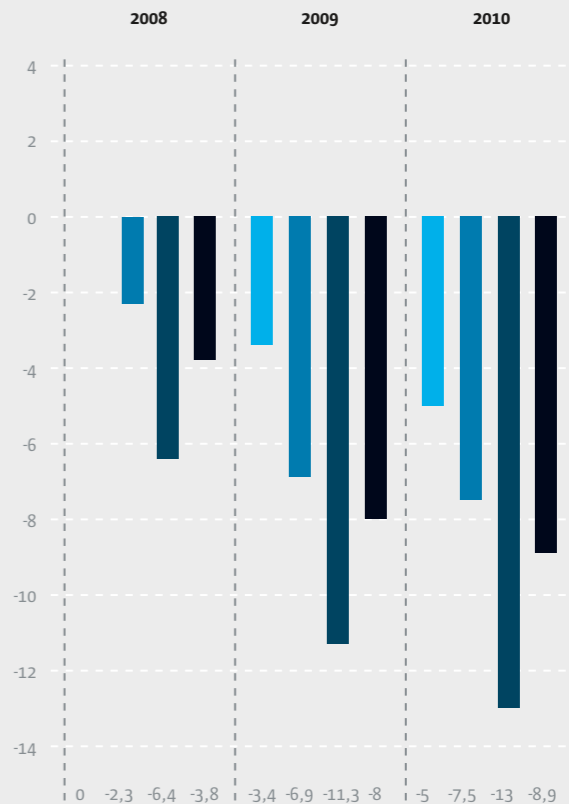
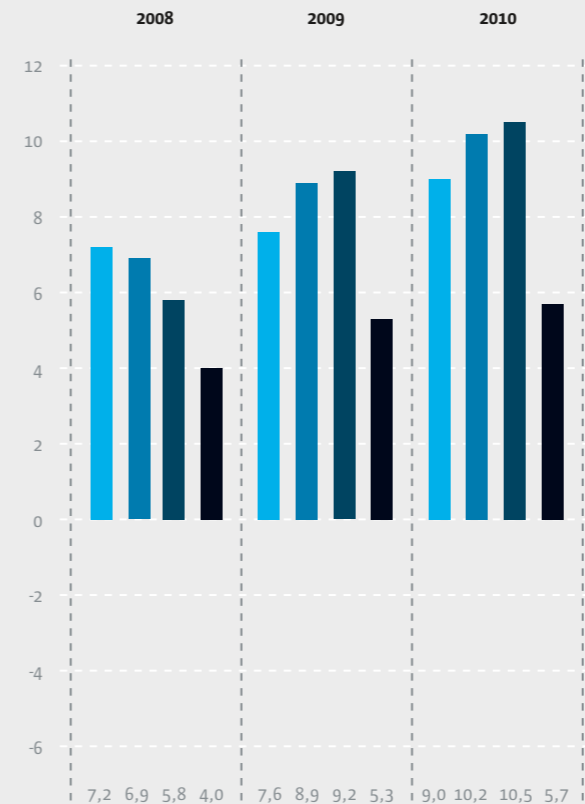
■ Deutschland ■ EU 27 ■ USA ■ Japan

**Abbildung 4: Durchschlag der Finanzkrise auf die Realwirtschaft**

Quelle 4a-4c: Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute, Herbst 2009./Quelle 4d: Monatsbericht BMF 2/2010.

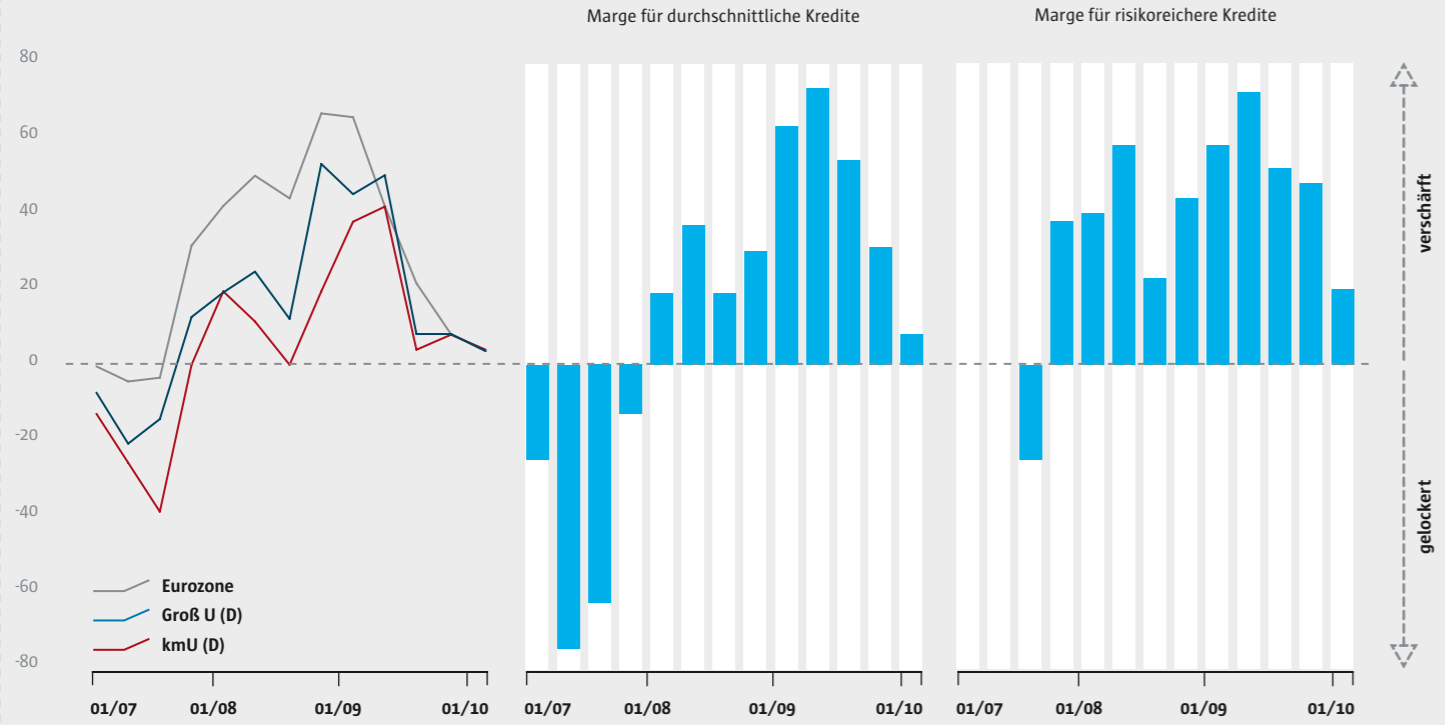
**Arbeitslosigkeit**  
Quote in %

**Haushaltssaldo**  
in % des BIP



■ Deutschland ■ EU 27 ■ USA ■ Japan

### Veränderungen bei den Kreditstandards



Saldi der Angaben „verschärft“ und „gelockert“ in Prozent innerhalb der letzten drei Monate

### Kredithöhe/-linie, Sicherheitenanforderung, Covenants

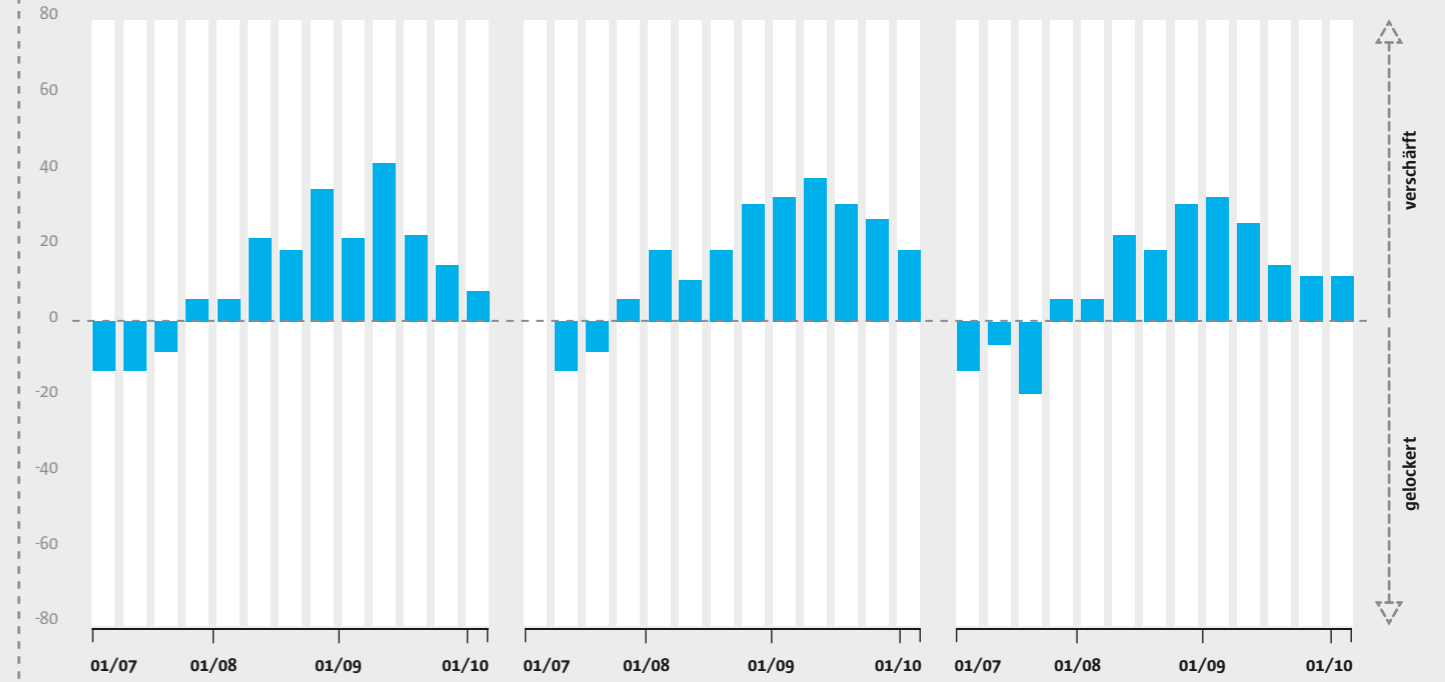
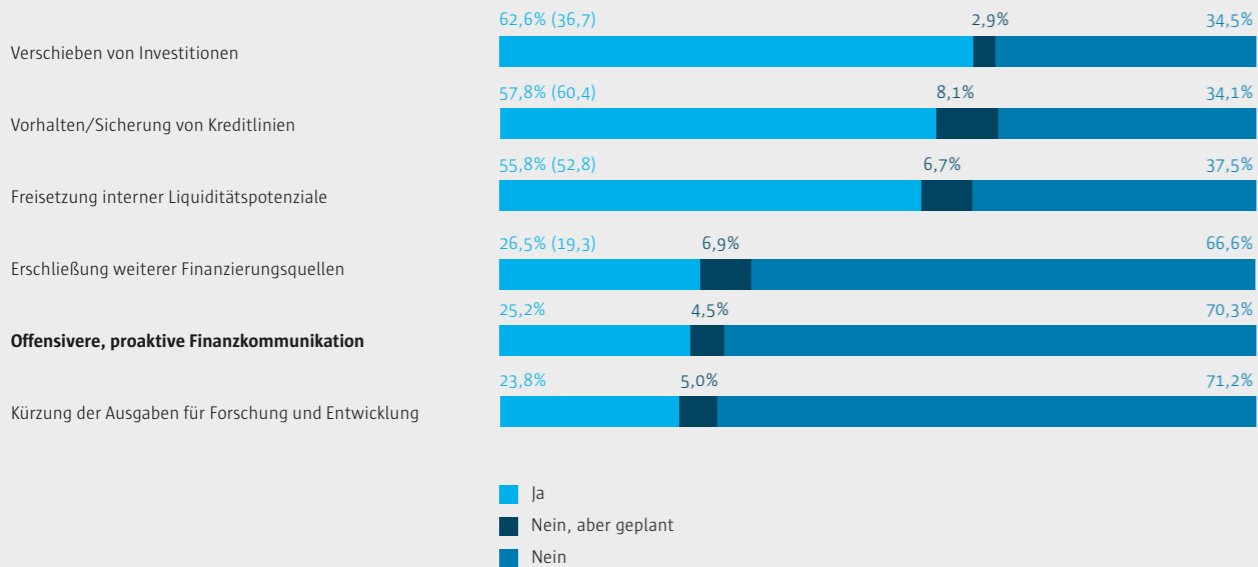


Abbildung 5: Leicht verschärfte Angebotsbedingungen bei Unternehmenskrediten Quelle: Deutsche Bundesbank, ECB Bank Lending Survey, Januar 2010.

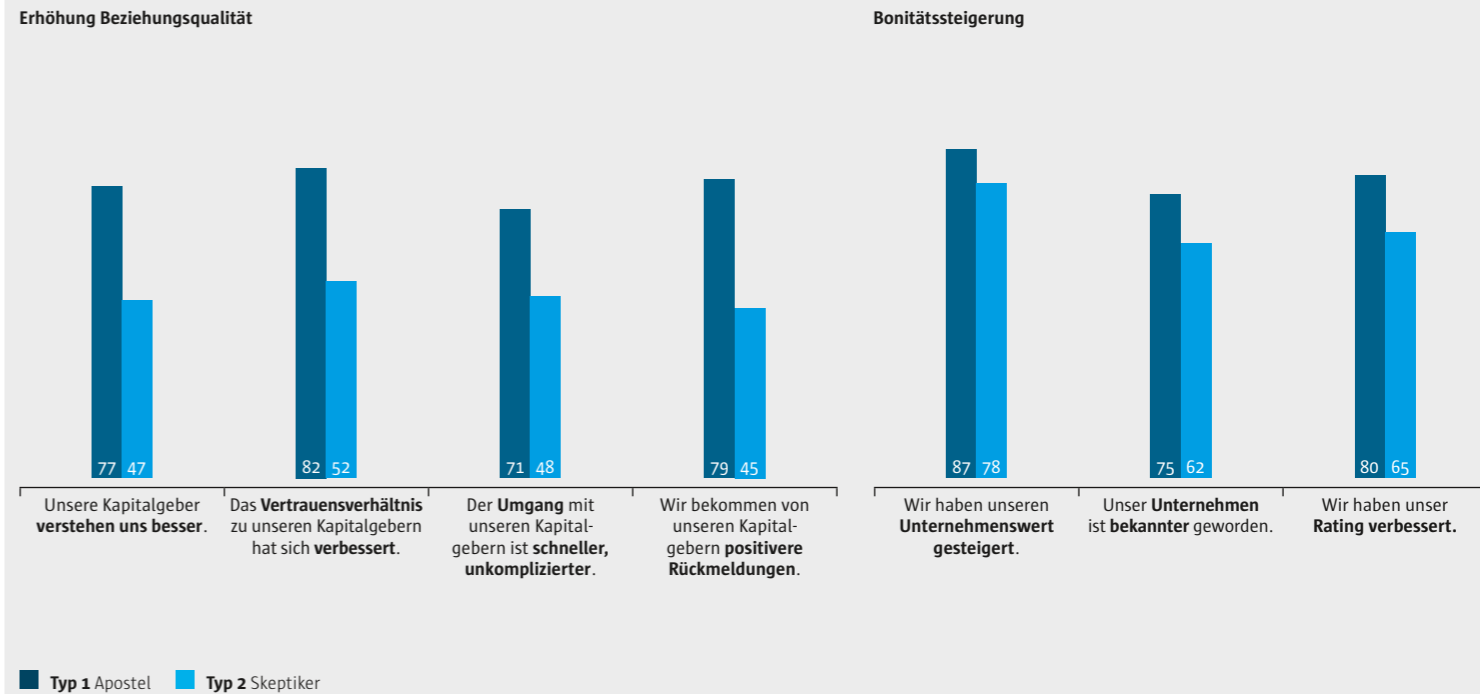
### Betriebswirtschaftliche Maßnahmen zu Investition und Finanzierung



Angaben in Prozent, Werte hochgerechnet, Basis: n = 1.527.  
 Angaben in Klammern stammen aus der Herbstbefragung 2008.

**Abbildung 6: Finanzkommunikation hat noch nicht ausreichende Bedeutung im Mittelstand**  
 Quelle: BDI Mittelstandspanel, Frühjahr 2009.

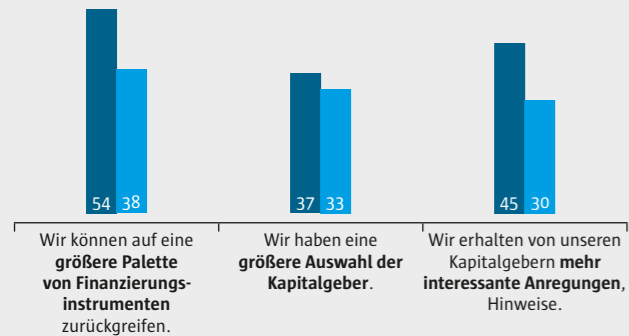
### Erhöhung Beziehungsqualität



Alle Angaben in % des jeweiligen Fikomm-Typs.

**Abbildung 7: Finanzkommunikation in Krisenzeiten überlebenswichtig** Quelle: Paul/Stein 2008.

### Verbreiterung Finanzierungsalternativen

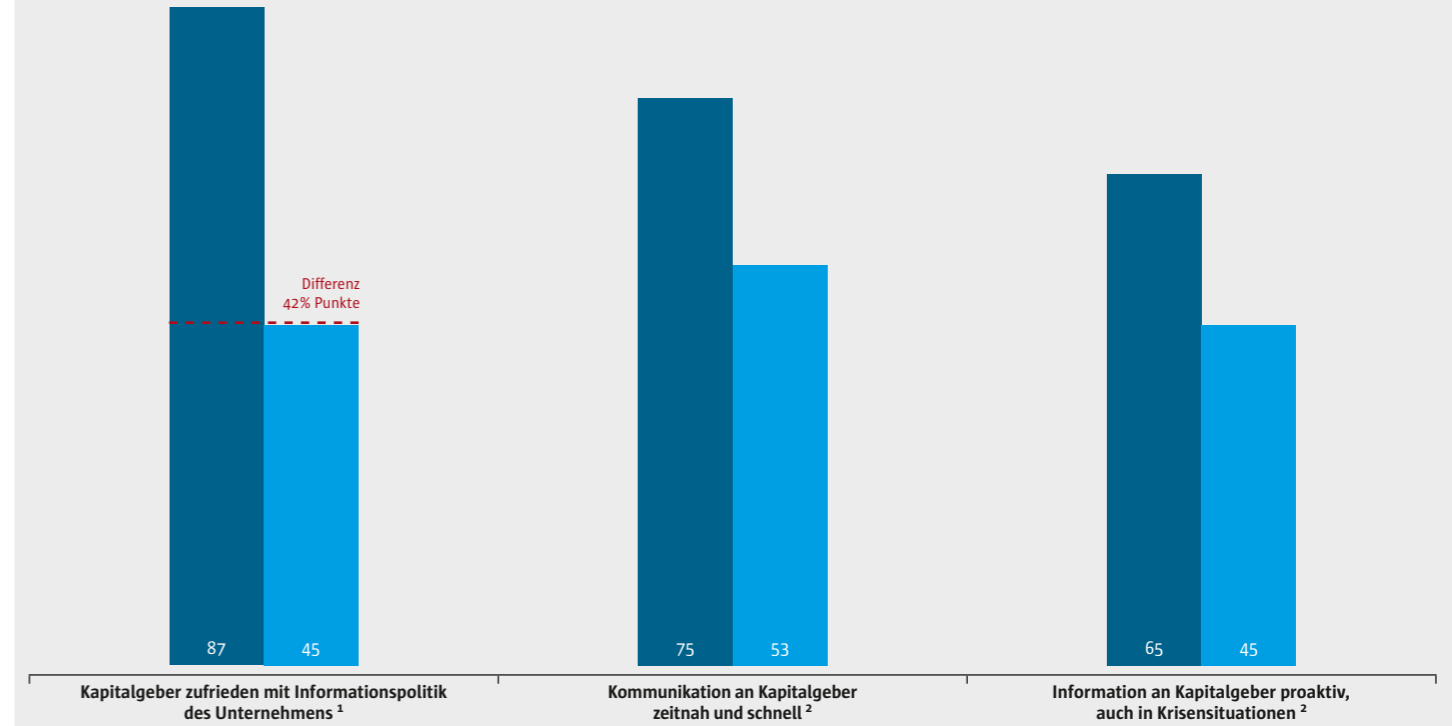
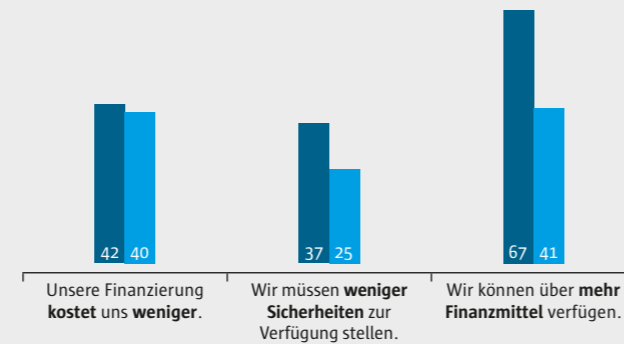


■ Typ 1 Apostel ■ Typ 2 Skeptiker

Alle Angaben in % des jeweiligen Fikomm-Typs.

Abbildung 7: Finanzkommunikation in Krisenzeiten überlebenswichtig Quelle: Paul/Stein 2008.

### Verbesserung Kreditbedingungen



■ Kapitalnehmer ■ Kapitalgeber

<sup>1</sup> Alle: Häufigkeit der Antworten „stimme voll und ganz zu“ und „stimme eher zu“ in Prozent.

<sup>2</sup> Kapitalnehmer: Häufigkeit der Antworten „stimme voll und ganz zu“ und „stimme eher zu“ in Prozent.

Kapitalgeber: Wie viel Prozent Ihrer Kunden stimmen der folgenden Aussage „voll und ganz“ bzw. „eher“ zu?

Abbildung 8: Gefährliche Kommunikationsklemme im mittelständischen Finanzierungsgeschäft Quelle: Paul/Stein 2008.

Länder und Ländergruppen	Rekapitalisierungsmaßnahmen		Garantien				Vermögenssicherung/ Risiküübernahme		Vorgesehene Mittel in Relation zum Bruttoinlands- produkt des Jahres 2008		
	strukturierte Programme	Ad-hoc- Maßnahmen	garantierte Bondemissionen	andere Garan- tien, Darlehen	strukturierte Programme	Ad-hoc- Maßnahmen					
	Mrd Euro								vH		
<b>EU (27)</b>	116,8	(245)	59,6	574,8	(2095)	233,1	(x)	544,2	(836)	1,6	29,0
<i>darunter:</i>											
<b>Euro-Raum (16)</b>	78,9	(171)	57,1	409,5	(1677)	229,0	(x)	23,7	(198)	64,8	26,0
<i>davon:</i>											
<b>Belgien</b>	x	(x)	18,4	4,0	(x)	90,8	(x)	x	(x)	16,8	38,0
<b>Deutschland<sup>2</sup></b>	21,9	(40)	18,0	127,7	(400)	75,0	(x)	5,9	(40)	26,6	24,0
<b>Finnland</b>	x	(4)	x	x	(50)	0,0	(x)	x	(x)	x	29,0
<b>Frankreich</b>	20,0	(21)	1,0	123,8	(320)	0,0	(x)	x	(x)	x	18,0
<b>Griechenland</b>	3,8	(5)	x	2,5	(15)	0,0	(x)	4,4	(8)	x	12,0
<b>Irland</b>	12,5	(10)	x	25,4	(485)	0,0	(x)	x	(90)	x	315,0
<b>Italien</b>	x	(12)	x	x	(x)	0,0	(x)	x	(50)	x	4,0
<b>Luxemburg</b>	x	(x)	2,9	1,0	(x)	4,5	(x)	x	(x)	x	23,0
<b>Malta</b>	x	(x)	x	x	(x)	0,0	(x)	x	(x)	x	x
<b>Niederlande</b>	13,8	(20)	16,8	44,7	(200)	50,0	(x)	x	(x)	21,4	52,0
<b>Österreich</b>	7,0	(15)	x	23,2	(75)	0,0	(x)	x	(x)	x	32,0
<b>Portugal</b>	x	(4)	x	4,9	(20)	0,0	(x)	x	(x)	x	14,0
<b>Slowakei</b>	x	(x)	x	1,5	(x)	0,0	(x)	x	(x)	x	x
<b>Slowenien</b>	x	(x)	x	x	(12)	0,0	(x)	x	(x)	x	32,0
<b>Spanien</b>	x	(x)	x	35,1	(100)	9,0	(x)	19,3	(50)	x	15,0
<b>Zypern</b>	x	(x)	x	x	(x)	0,0	(x)	x	(x)	x	x
<b>Vereinigtes Königreich</b>	37,8	(55)	1,7	121,8	(273)	1,1	(x)	520,5	(638)	x	682
<b>Vereinigte Staaten</b>	257,2	(580)	19,1	219,8	(1068)	26,7	(676)	219,5	(1148)	74,9	817

1 In Klammern maximal vorgesehene Mittel. – Lesehilfe: In Deutschland wurden 400 Mrd. € für Garantien vorgesehen, wovon von Banken 127,7 Mrd. € eingelöst wurden.

2 Okt. 08–09, Die Mittel in Höhe von 80 Mrd. €, die für Rekapitalisierung und Risiküübernahme zur Verfügung stehen, wurden zu gleichen Teilen auf diese beiden Positionen umgelegt.

Abbildung 9: Staatliche Rettungsmaßnahmen für Banken Quelle: Jahresgutachten 2009/10 des Sachverständigenrates.

### Schuldenrate

(Schulden/Bruttoinlandsprodukt) wichtiger Staaten heute und in vier Jahren in Prozent

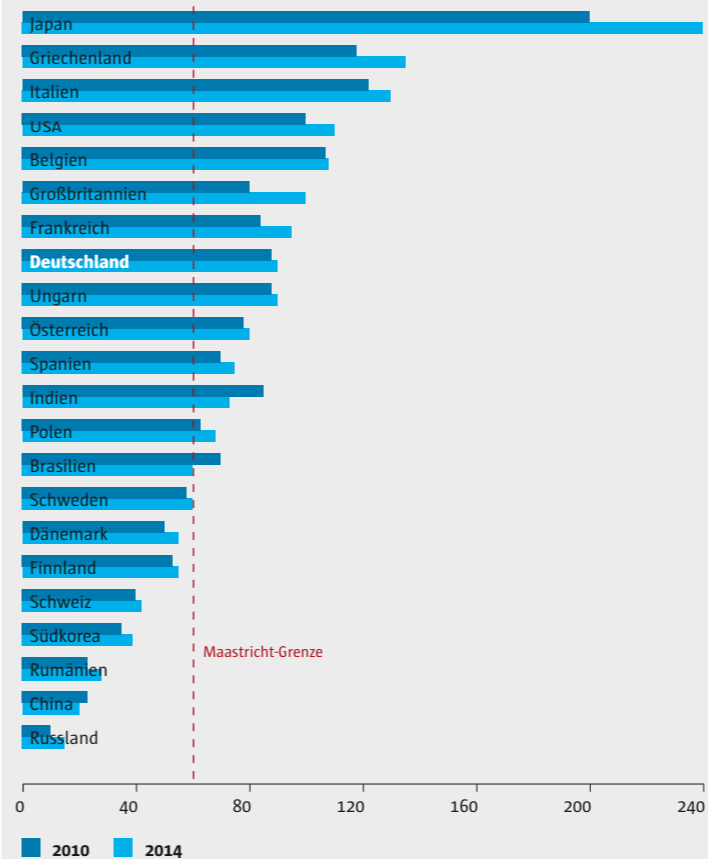
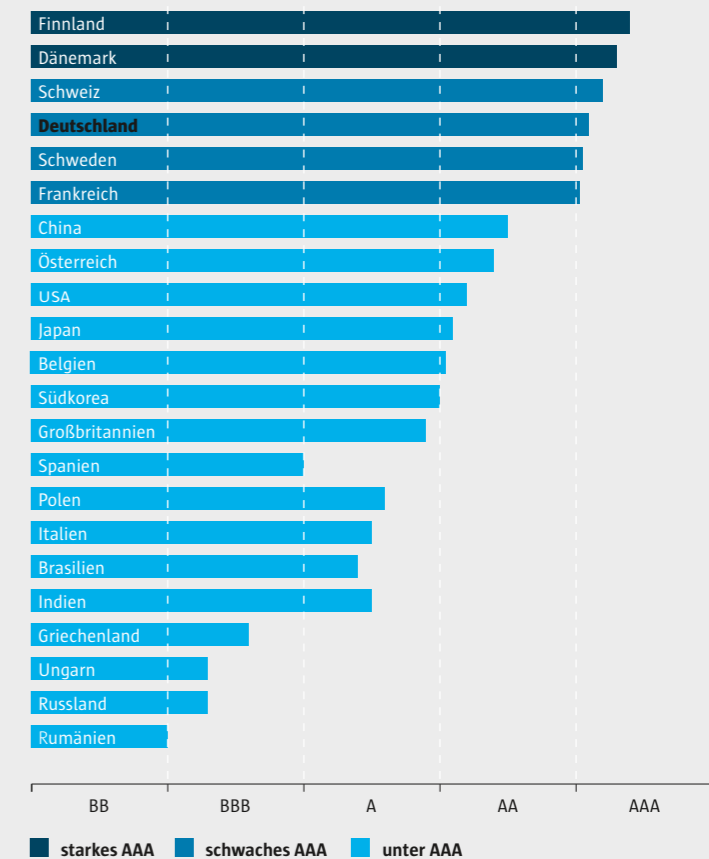


Abbildung 10: Staatsverschuldung im internationalen Vergleich Quelle: Wirtschaftswoche, 11.01.2010.

### Wie unabhängige Ratinganalysten die Bonität wichtiger Staaten einschätzen



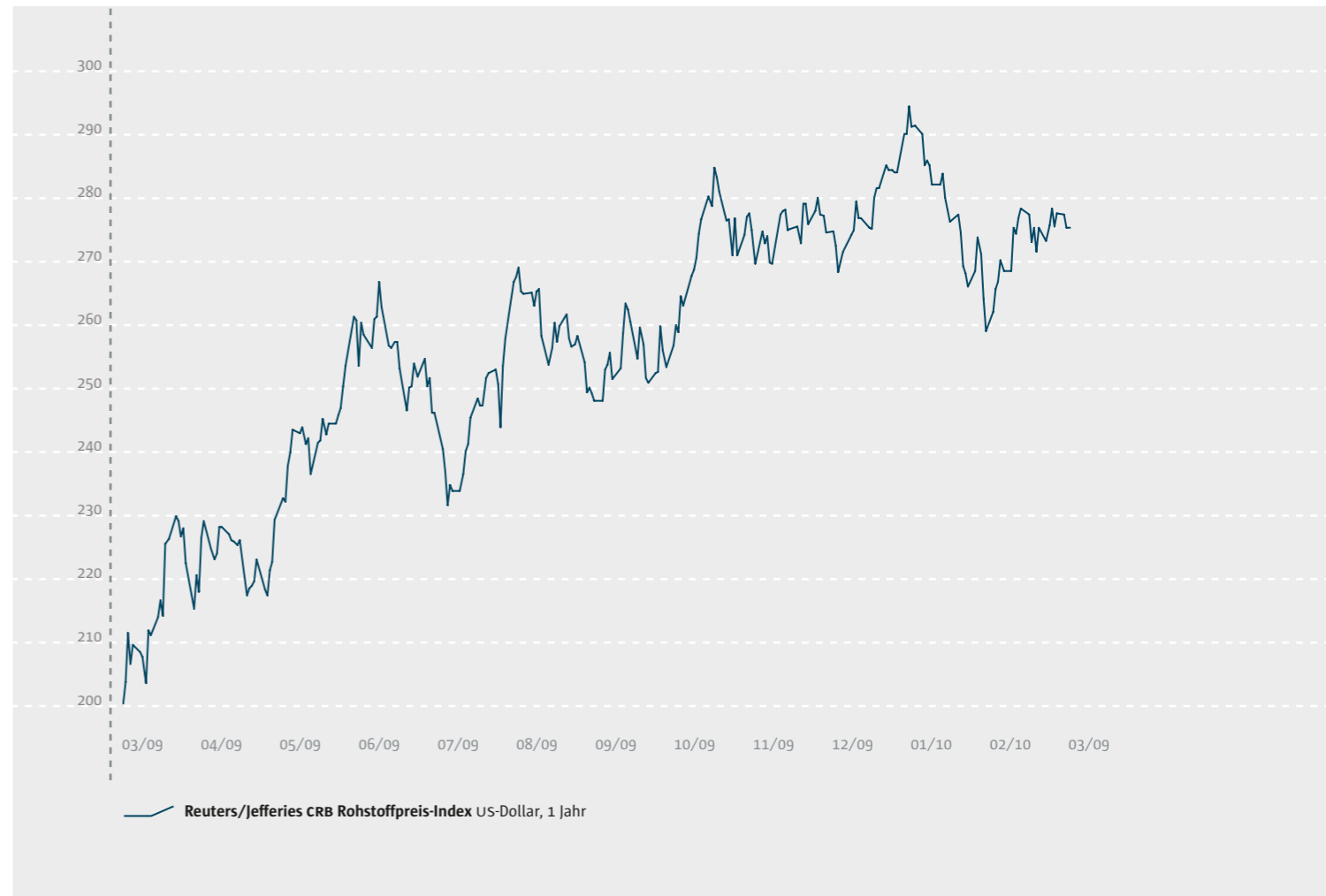
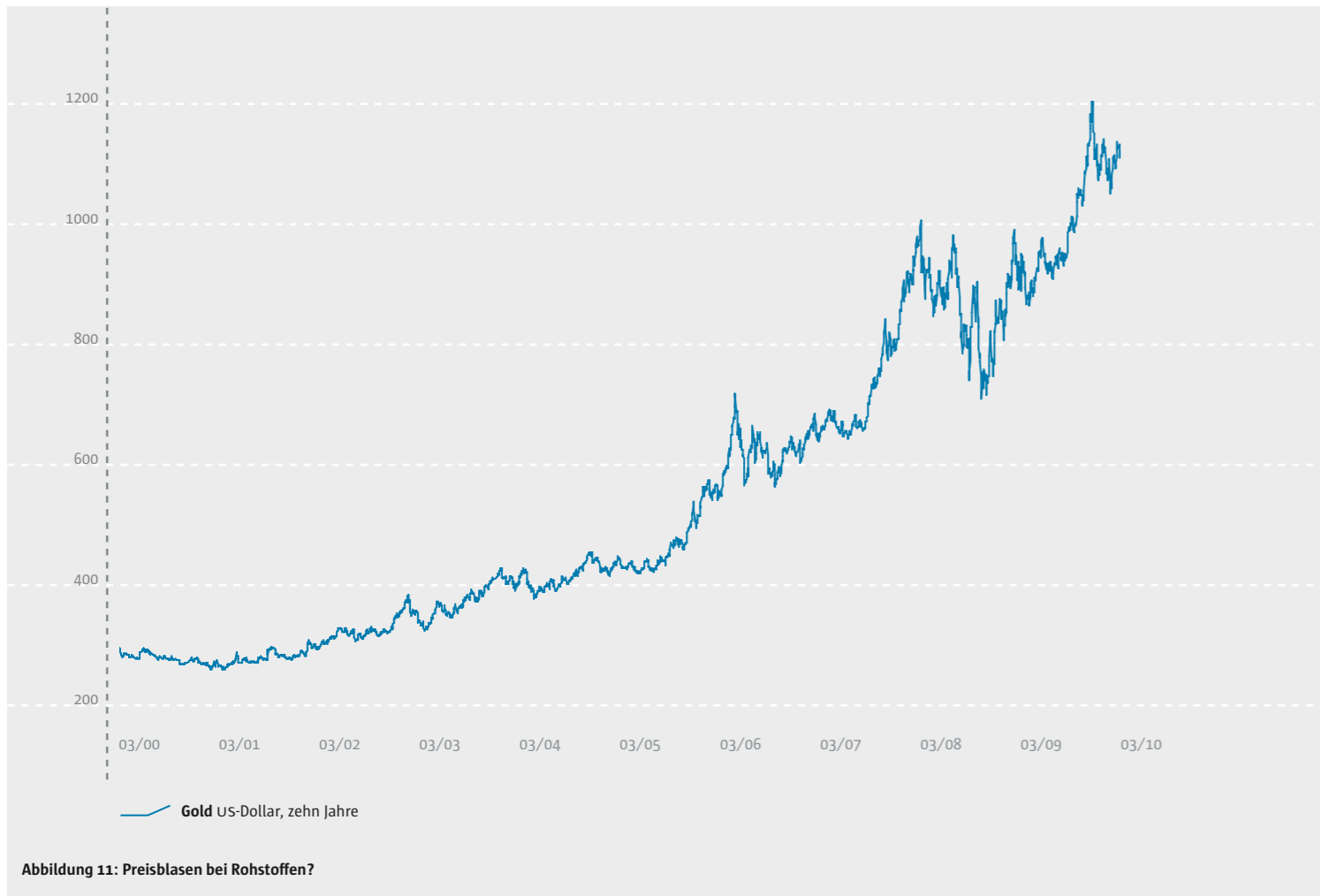


Abbildung 11: Preisblasen bei Rohstoffen?

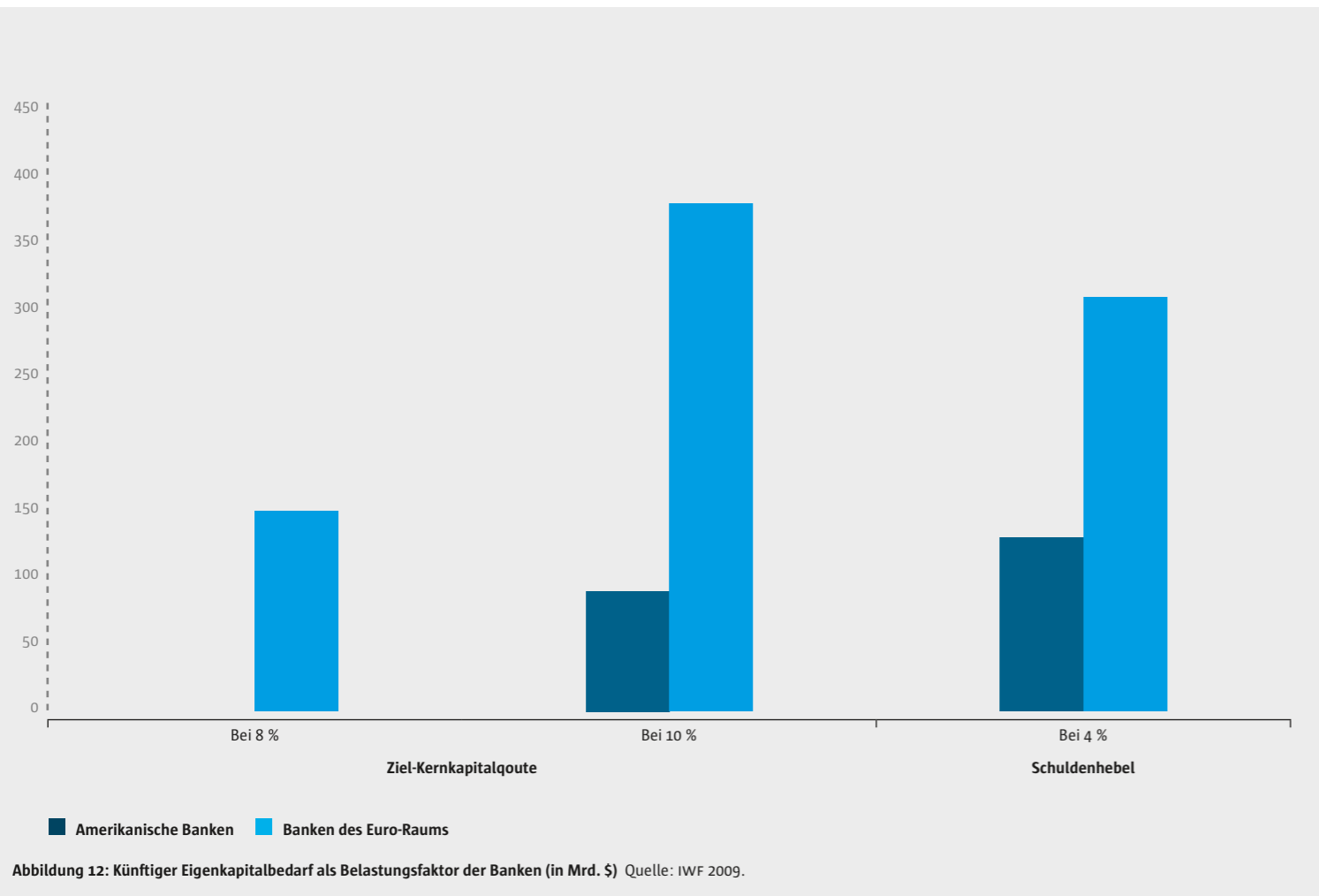


Abbildung 12: Künftiger Eigenkapitalbedarf als Belastungsfaktor der Banken (in Mrd. \$) Quelle: IWF 2009.







## heilung

### **DAS WELTFINANZSYSTEM IM UMBRUCH**

Die Unsicherheit über ein Wiederaufflammen der Krise ist groß. Wie nachhaltig ist die Erholung von Finanz- und Realwirtschaft? Handeln die Staaten bei Krisenbekämpfung und -prophylaxe richtig?

