

Rheinisch-Westfälisches Institut
für Wirtschaftsforschung (Hrsg.)

Die Finanzmarktkrise

Ausgewählte Beiträge

Heft 46



RWI : Materialien

Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung

Vorstand:

Prof. Dr. Christoph M. Schmidt, Ph.D. (Präsident),

Prof. Dr. Thomas K. Bauer

Prof. Dr. Wim Kösters

Verwaltungsrat:

Dr. Eberhard Heinke (Vorsitzender);

Dr. Henning Osthues-Albrecht, Dr. Rolf Pohlig, Reinhold Schulte
(stellv. Vorsitzende);

Prof. Dr.-Ing. Dieter Ameling, Manfred Breuer, Oliver Burkhard, Dr. Hans
Georg Fabritius, Dr. Thomas Köster, Dr. Wilhelm Koll, Prof. Dr. Walter Krämer,
Dr. Thomas A. Lange, Tillmann Neinhaus, Hermann Rappen, Dr.-Ing. Sandra
Scheermesser

Forschungsbeirat:

Prof. Michael C. Burda, Ph.D., Prof. David Card, Ph.D., Prof. Dr. Clemens Fuest,

Prof. Dr. Justus Haucap, Prof. Dr. Walter Krämer, Prof. Dr. Michael Lechner,

Prof. Dr. Till Requate, Prof. Nina Smith, Ph.D.

Ehrenmitglieder des RWI Essen

Heinrich Frommknecht, Prof. Dr. Paul Klemmer †, Dr. Dietmar Kuhnt

RWI : Materialien Heft 46

Herausgeber: Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung,
Hohenzollernstraße 1/3, 45128 Essen, Tel. 0201/81 49-0

Alle Rechte vorbehalten. Essen 2008

Schriftleitung: Prof. Dr. Christoph M. Schmidt, Ph.D.

Redaktionelle Bearbeitung: Nils aus dem Moore und Joachim Schmidt

ISSN 1612-3573

ISBN 978-3-86788-079-4

RWI : Materialien

Heft 46

Rheinisch-Westfälisches Institut
für Wirtschaftsforschung (Hrsg.)

Die Finanzmarktkrise

Ausgewählte Beiträge



Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-3573

ISBN 978-3-86788-079-4

Vorwort

Das RWI Essen sieht seine Rolle als Institut der Leibniz-Gemeinschaft darin, wirtschaftswissenschaftliche Forschung und wirtschaftspolitische Beratung miteinander zu verbinden. Zu dieser Aufgabe gehört es auch, die breite Öffentlichkeit über wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse, die zu erwartenden Ergebnisse wirtschaftspolitischer Weichenstellungen und wirtschaftliche Zusammenhänge allgemein zu informieren bzw. aufzuklären. In der aktuellen Krise der Finanzmärkte ist die Verunsicherung über diese Zusammenhänge besonders groß, was zum Teil bis zu absurden Debatten über die Vorzüge unterschiedlicher Wirtschaftssysteme führt.

Mit seinen Veröffentlichungen in den Medien, seinen RWI : Positionen und der Mitwirkung an der vom Bundesministerium der Wirtschaft und Technologie in Auftrag gegebenen Gemeinschaftsdiagnose hat das Institut nach Kräften dazu beigetragen versucht, auch außerhalb der engen Fachwelt Licht in das komplexe Dickicht der aktuellen wirtschaftlichen Lage zu bringen.

Um diese Beiträge in komprimierter Form zugänglich zu machen, enthält das vorliegende Heft ausgewählte Publikationen, die im Oktober/November 2008 im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise entstanden sind und in unterschiedlichen Medien veröffentlicht wurden.

Getragen werden diese Anstrengungen ebenso vom eigenen Forscherteam wie von dem Privileg, in der Metropolregion Ruhrgebiet mit ihren Universitäten in Bochum, Dortmund und Duisburg-Essen über die enge Anbindung an ein breites Reservoir kompetenter Wirtschaftswissenschaftler zu verfügen, die sich ebenso wie die des RWI Essen für die anwendungsorientierte Forschung begeistern.

Essen, im November 2008

Christoph M. Schmidt
Präsident des RWI Essen

Inhalt

1.	WAZ-Serie „Finanzkrise“: Exklusiv: Die „Projektgruppe Finanzmarkt- marktkrise“ aus Ruhrgebiets-Wissenschaftlern erklärt die prekäre Lage	5
1.1	Banken dürfen nicht kippen	5
1.2	Die Banken und das Risiko	8
1.3	Die Instrumente der Banken	11
1.4	Der Wert des Geldes	14
1.5	Die staatlich verordnete Medizin	17
2.	Ursachen der Finanzmarktkrise: Wer hat versagt?	20
3.	Mehr Markt oder mehr Staat?	24
4.	Bilanz gerettet, Image ruiniert	26
5.	Lotsen im Trümmerfeld.	29
6.	Zur Krise im internatioanlen Finanzsystem	32

WAZ-Serie „Finanzkrise“, Teil 1: Wie Geldinstitute funktionieren¹

Banken dürfen nicht kippen

Exklusiv: Die „Projektgruppe Finanzmarktkrise“ aus Ruhrgebiets-Wissenschaftlern erklärt die prekäre Lage

Wie auch immer die Krise des Finanzmarkts ausgehen wird: die jetzt angestrebte staatliche Rettung kann für den Steuerzahler teuer werden. Wie, so kann man sich daher fragen, ist es zu rechtfertigen, den Banken so rasch und mit solchen Summen zur Seite zu springen, wo doch sonst (hoffentlich) um jede einzelne Milliarde des öffentlichen Haushalts lange gerungen wird? Was macht sie eigentlich so wichtig?

Die Bank als Vermittler

Der Schlüssel zur Beantwortung dieser Frage liegt in der Vermittlerfunktion, die die Banken in unserer Volkswirtschaft zwischen denen, die sparen, und denen, die investieren, ausüben. Sie sind Zwischenhändler für Geld. Ohne die Sicherung eines reibungslosen Geld- und Kapitalverkehrs können keine Löhne ausbezahlt werden, ohne die Vergabe von Krediten können Unternehmen keine Investitionen und Haushalte keine größeren Anschaffungen tätigen, und ohne Anlagemöglichkeiten kann es Sparern nicht gelingen, Werte für die Zukunft aufzubauen und zu bewahren.

Existenz aller betroffen

Diese Dienstleistungen braucht eine Volkswirtschaft nicht nur über längere Zeiträume, sondern dringend zu jedem Zeitpunkt, wenn unser Wohlstandsniveau erhalten bleiben soll. Es geht bei der staatlichen Rettung also nicht so sehr um die Arbeitsplätze im Finanzsektor oder gar um den Erhalt der Ein-

¹ Erschienen in der WAZ-Ausgabe vom 22. Oktober 2008 und unter <http://www.derwesten.de>.

Projektgruppe Finanzmarktkrise

Prof. Dr. *Christoph M. Schmidt*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen
 Prof. Dr. *Wim Kösters*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen
 Prof. Dr. *Stephan Paul*, ikf institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum
 Dr. *Daniel Kaltofen*, ikf institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum
Tobias Küllinski, RWI Essen
 Dr. *Torsten Schmidt*, RWI Essen
Simeon Vosen, RWI Essen
 Dr. Tobias Zimmermann, RWI Essen

kommen der Finanzmanager, sondern um die wirtschaftliche Existenz aller der Unternehmen, ihrer Mitarbeiter und letztlich der Gesamtheit der Bürger.

So sehr vom Funktionieren eines einzelnen Wirtschaftsbereichs abzuhängen, klingt natürlich beängstigend. Aber eine andere als diese so genannte arbeitsteilige Organisation unseres Wirtschaftslebens wäre noch schlechter. Das reibungslose Wirtschaften hängt damit allerdings auch stärker davon ab, dass die einzelnen Teile wie Zahnräder an den richtigen Stellen ineinander greifen. Zu diesem Zweck braucht es Koordinationsregeln. Der Markt hat sich dabei trotz aller Fehler als effizientester Mechanismus erwiesen und ist der zentralen Planung weit überlegen, wie der Zusammenbruch der Planwirtschaften beweist.

Was Banken leisten

Die Banken spielen dabei eine zentrale Rolle: Sie vergeben Kredite für investive Vorhaben an Unternehmen, ermöglichen aber gleichzeitig den Anlegern, ihre Ersparnisse anzulegen. Indem Banken einzelne kleinere Anlagen bündeln, können sie große Kredite vergeben. Ebenso ist es ihnen dadurch möglich, den Kreditkunden das Geld mittel- oder langfristig zur Verfügung zu stellen, obwohl gleichzeitig jeder einzelne Sparer sein Geld auch kurzfristig wieder abheben kann. Müssten die Marktteilnehmer immer direkt miteinander verhandeln, so wäre dies mit enormem Aufwand verbunden, und viele sinnvolle Aktivitäten könnten nicht zustande kommen.

Lohn und Risiko der Bank

Nun muss sich das Ganze aber auch für die Bank selbst rechnen, sonst könnte sie nicht überleben. Um Ausfallrisiken und Kosten zu decken und einen gewissen Ertrag zu erzielen, sind die Zinsen für das Verleihen höher als die für die Einlagen. Dabei können alle Banken zusammen ein Vielfaches ihres eigenen Kapitals an Krediten vergeben. Das Eigenkapital der Banken (also Vermögen abzüglich Schulden) dient der Haftung für den Fall, dass



Prof. Dr. Christoph M. Schmidt ist Präsident des RWI Essen und Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftspolitik und angewandte Ökonometrie an der Ruhr-Universität Bochum

sie ausgeliehenes Geld nicht zurückerhalten. Die Bankaufsicht muss deshalb dafür sorgen, dass sie nicht zu viel an Krediten vergeben, weil sie dann in Schwierigkeiten kommen könnten. Daher gibt es Regeln, die die Kreditvergabe in Abhängigkeit vom Eigenkapital einer Bank begrenzen. So halten Banken auch Aktien anderer Unternehmen. Wenn deren Kurse nun sinken, müssen die Banken dies durch Wertkorrekturen (Abschreibungen) berücksichtigen. Dies verringert ihr Eigenkapital und damit ihre Möglichkeit, Kredite zu vergeben.

Wenn Vertrauen schwindet

Durch neue Kredite fließt Liquidität von der Bank in Richtung Kreditkunde ab. Um wieder an neue Liquidität zu kommen, kann sich die Bank bei Sparern, von der Notenbank oder in normalen Zeiten von anderen Banken, also am Geldmarkt, Geld leihen. Letzteres setzt aber voraus, dass sich die Banken untereinander vertrauen. Die Finanzmarktkrise hat aber nun unter anderem durch das Fehlverhalten einzelner Banken dazu geführt, dass dieses Vertrauen verloren gegangen ist. Da sich die Banken am Geldmarkt damit so gut wie kein Geld mehr leihen, müssen die Notenbanken ihnen entsprechend mehr zur Verfügung stellen. Genau das ist in den vergangenen Wochen auch geschehen.

Das Rettungspaket

Die großen Summen, die der Staat nun in seinem Rettungspaket bereit stellt, dienen insbesondere dem Zweck, für die Ausleihungen der Banken untereinander Bürgschaften, also Absicherungen, zu übernehmen und durch Beteiligungen an einzelnen Banken deren Eigenkapital wieder zu erhöhen. Zudem bürgt der Staat für Spareinlagen. Das alles soll für eine Rückkehr des Vertrauens der Banken untereinander sorgen und einem Vertrauensverlust der Bürger in das Bankensystem vorbeugen. Das ist dringend notwendig: Ohne Vertrauen funktioniert das Bankwesen nicht, und ohne funktionierendes Bankwesen droht der Gesamtwirtschaft der Kollaps.



Prof. Dr. Wim Kösters ist Inhaber des Lehrstuhls für Theoretische Volkswirtschaftslehre I an der Ruhr-Universität Bochum und Mitglied des Vorstands des RWI Essen

WAZ-Serie „Finanzkrise“, Teil 2: Sind Staatsbanken besser?²

Die Banken und das Risiko

Exklusiv: Die „Projektgruppe Finanzmarktkrise“ aus Ruhrgebiets-Wissenschaftlern erklärt die prekäre Lage

Die aktuelle Krise der Finanzmärkte ist vor allem eine Vertrauenskrise, die zu mangelnder Liquidität der Banken geführt hat. Ist diese eingeschränkt, dann werden insgesamt weniger Kredite vergeben, die Unternehmen können weniger investieren, und das Wirtschaftswachstum geht zurück. Daher hat mittlerweile auch der deutsche Staat zu Recht stützend eingegriffen und will sogar direkten Einfluss auf die geretteten privaten Banken ausüben. Sollte er diese starke Rolle dauerhaft spielen oder sich wieder zurückziehen, sobald die Krise überwunden ist?

Was ist am deutschen Bankensystem anders?

Im Unterschied zu den anderen großen Volkswirtschaften hat das Bankensystem hierzulande eine besondere Struktur. Die meisten deutschen Kreditinstitute sind Universalbanken, die die gesamte Palette der Bankprodukte anbieten und sich nicht wie in den angelsächsischen Ländern auf einzelne Bereiche (z.B. Investmentbanking mit Wertpapieren) spezialisiert haben. Dabei ist das deutsche Bankensystem in drei Säulen organisiert: private Geschäftsbanken (z.B. die Deutsche Bank), öffentlich-rechtliche Ban-



Dr. Daniel Kaltofen ist Geschäftsführer des ikf institut für kredit- und finanzwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum

² Erschienen in der WAZ-Ausgabe vom 24. Oktober 2008 und unter <http://www.derwesten.de>.

Projektgruppe Finanzmarktkrise

Prof. Dr. *Christoph M. Schmidt*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen

Prof. Dr. *Wim Kösters*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen

Prof. Dr. *Stephan Paul*, ikf institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum

Dr. *Daniel Kaltofen*, ikf institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum

Tobias Küllinski, RWI Essen

Dr. *Torsten Schmidt*, RWI Essen

Simeon Vosen, RWI Essen

Dr. *Tobias Zimmermann*, RWI Essen

ken (Sparkassen) und Genossenschafts-/Volksbanken. In jeder dieser Säulen werden in der täglichen Arbeit unterschiedliche Schwerpunkte gesetzt, die historisch sehr ausgeprägt waren. Trotz der mittlerweile feststellbaren Annäherung sind die privaten Geschäftsbanken bei der Finanzierung großer Wirtschaftsunternehmen besonders profiliert, während sich Mittelständler, Kleingewerbetreibende und Privatkunden in starkem Maße an die Sparkassen und Genossenschaftsbanken wenden.

Welche Banken stehen auf den sichersten Beinen?

Die in kommunalem Besitz befindlichen Sparkassen (aber auch die Genossenschaftsbanken) können beim Mittelzufluss sehr stark auf die Einlagen privater Anleger zurückgreifen. Diese wenden sich in der aktuellen Situation sogar verstärkt an diese Banken, weil diese Institute ihre geschäftlichen Aktivitäten weitgehend auf das Gebiet ihrer Stadt oder ihres Landkreises beschränken. Durch die lokale Marktkennntnis und aufgrund der besonderen Kunden- nahe weisen sie derzeit vergleichsweise geringere Risiken in ihren Büchern aus und gelten somit insgesamt als „Anker der Stabilität“ des deutschen Bankensystems.



Prof. Dr. Stefan Paul ist Präsident des ikf und Inhaber des Lehrstuhls für Finanzierung und Kreditwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum

Welche deutschen Banken trifft die Krise als erste?

Andererseits sind es in Deutschland gerade staatlich beeinflusste Banken wie die WestLB oder die IKB, die die Krise besonders hart getroffen hat. Die BayernLB ist sogar die erste Bank, die auf das Rettungspaket der Bundesregierung zurückgreifen möchte. Speziell die Landesbanken standen aber schon lange vor Ausbruch der Krise im Mittelpunkt der Kritik. War es ursprünglich ihre Hauptaufgabe, die Sparkassen als „Girozentrale“ mit Finanzmitteln zu versorgen, haben sie ihre Aktivitäten im Laufe der Zeit immer mehr auf Geschäftsfelder ausgeweitet, die für Großbanken typisch sind. Viele agierten mit hohem Risiko am internationalen Finanzmarkt und verspe-

kulierten sich dabei zum Teil deutlich. Bereits bevor die Bundesregierung ihr Rettungspaket schnürte, konnten einige Landesbanken nur durch hohe Bürgschaften der öffentlichen Hand gerettet werden.

Wer haftet für die Verluste der Landesbanken?

Dies geschah, weil die Bundesländer und Sparkassen-Verbände als Träger der Landesbanken für deren Verluste haften müssen. Nach Ansicht zahlreicher Ökonomen und auch des von der Bundesregierung beauftragten Sachverständigenrates offenbart sich hier die vielleicht größte Schwäche einer staatlichen Einflussnahme im Finanzmarkt: die oftmals mangelnde fachliche Kompetenz in den nach politischem Proporz besetzten Aufsichtsgremien.

Ist der Staat der bessere Banker?

Vor diesem Hintergrund muss man festhalten: Staatliche Bürgschaften und Beteiligungen an Banken, ja sogar Verstaatlichungen von Banken in Schieflagen können in einer tiefgehenden Krise unabwendbare Maßnahmen sein. Aber der bessere Banker ist der Staat noch lange nicht! Deshalb ist auch fraglich, wie er die Geschäftspolitik der Banken beeinflussen will, die Hilfe von ihm in Anspruch genommen haben. Managergehälter zu begrenzen ist leicht, die richtigen Kunden auszuwählen und die zu ihnen passenden Produkte zu entwickeln, viel schwerer. Der Staatseinfluss muss deshalb zeitlich eng begrenzt werden. Denn es gibt zahlreiche Beispiele dafür, dass staatlich beherrschte Banken nicht besser, sondern eher schlechter wirtschaften als private. Nach Rückkehr des Vertrauens und Ende der Finanzmarktkrise sollte baldigst eine Reprivatisierung erfolgen.

Sind Staatsbanken sicherer als Privatbanken?

Und im Übrigen ist auch der Staat keine „sichere Bank“. Wie die Beispiele Islands und Argentiniens zeigen, ist auch in hochentwickelten Ländern ein Staatsbankrott nicht gänzlich auszuschließen.

WAZ-Serie „Finanzkrise“, Teil 3: Fluch oder Segen?³

Die Instrumente der Banken

Exklusiv: Die „Projektgruppe Finanzmarktkrise“ aus Ruhrgebiets-Wissenschaftlern erklärt die prekäre Lage

In der Diskussion über die Ursachen der aktuellen Krise der Finanzmärkte stößt man unweigerlich auf so genannte strukturierte Finanzinstrumente. Sie hätten, so urteilen viele Beobachter, im Verbund mit zu großen rechtlichen Spielräumen ermöglicht, dass verantwortungslose Akteure zu hohe Risiken eingingen. Da sie damit das Finanzsystem insgesamt an den Rand des Zusammenbruchs gebracht hätten, müsse man derartige Instrumente gänzlich verbieten. Andere Stimmen wiederum fordern lediglich eine strengere staatliche Kontrolle. Wer hat Recht?

Bank verlagert Sicherheiten für lange Kredite

Basis strukturierter Instrumente sind zunächst alltägliche Bankgeschäfte: Um beispielsweise ein Haus zu erwerben, benötigt dessen Käufer meist eine erhebliche Menge an Kredit – er müsste sich diese Mittel leihen und sie über einen langen Zeitraum gestreckt zurück zahlen, einschließlich angemessener Zinsen. Damit sich eine Bank dafür gewinnen lässt, Geld so lange vorzustrecken, verlangt sie eine Sicherheit, auf die sie dann zurückgreifen kann, wenn der Kreditnehmer seine Schulden nicht begleicht. Im Fall des Immobilienerwerbs bietet es sich an, Grundstück und Gebäude selbst als Sicherheit einzusetzen; es handelt sich dann um einen Hypothekarkredit.

In einem Markt für Immobilien, in dem die Preise vergleichsweise stabil sind oder sogar steigen, ist der Gläubiger somit vor hohen Verlusten geschützt. Er

³ Erschienen in der WAZ-Ausgabe vom 27. Oktober 2008 und unter <http://www.derwesten.de>.

Projektgruppe Finanzmarktkrise

Prof. Dr. *Christoph M. Schmidt*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen
 Prof. Dr. *Wim Kösters*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen
 Prof. Dr. *Stephan Paul*, ikf institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum
 Dr. *Daniel Kaltofen*, ikf institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum
Tobias Küllinski, RWI Essen
 Dr. *Torsten Schmidt*, RWI Essen
Simeon Vosen, RWI Essen
 Dr. Tobias Zimmermann, RWI Essen

kann im Fall der Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers jederzeit das Haus verkaufen und ohne Verlust bleiben.

Steigende Preise täuschen wachsende Werte vor

Die US-Finanzmarktkrise wurde nun zum einen dadurch ausgelöst, dass sich eine Immobilienpreis-Blase entwickelt hatte. Immer weiter steigende Preise für Immobilien täuschten immer weiter wachsende Werte der Sicherheiten vor, obwohl die Substanz der Immobilien sich gar nicht verbessert hatte. Zum anderen, damit eng verbunden, hatten neue Instrumente des Finanzmarkts den Hypothekarkredit von einer lokalen Angelegenheit mit sehr guter Informationslage in ein anonymes Geschäft verwandelt. Damit hatte der Kreditgeber nicht mehr den gleichen Anreiz, auf die Zahlungsfähigkeit des Kreditnehmers oder den Wert der Immobilie zu achten.

Denn die neuen Instrumente ermöglichten es den Banken, viele kleinere Hypothekarkredite zu Bündeln zu schnüren, zu Wertpapieren zu machen und diese weltweit zu vermarkten. Bei einer solchen „Verbriefung“ wird dem Käufer eines Wertpapiers bestätigt, dass er – im Hintergrund abgesichert durch Hypotheken – Anspruch auf die (Rück-)Zahlung einer bestimmten Summe erwirbt. Die ursprünglich den Kredit vergebende und dann verkaufende Bank setzt mit den so strukturierten Asset Backed Securities (ABS) wie bei einem Anti-Blockier-System im Auto blockiertes Geld frei und kann neue Kredite vergeben, denn sie muss nicht mehr auf die Rückzahlung durch den Kreditnehmer warten.



Simeon Vosen ist wissenschaftlicher Mitarbeiter des RWI Essen im Kompetenzbereich Wachstum und Konjunktur

Risiken besser einschätzen – das ist schwer

Ermöglicht wurden diese neuartigen Instrumente durch verbesserte Ansätze zur Bewertung von Risiken. Mit der Zusammenfassung zu großen Bündeln (Portfolios) kann man das Risiko aus Sicht eines einzelnen Gläubigers, also

des Käufers der Wertpapiere, reduzieren: Fällt ein Teil der Kreditrückzahlungen aus, dann macht der Schaden nur einen Anteil der angelegten Summe aus, während man diesen bei einem einzelnen Hypothekarkredit im Ernstfall in voller Schärfe erlebt hätte.

Allerdings hatten selbst Experten in Banken und Rating-Agenturen unterschätzt, wie zerbrechlich die zentrale Annahme ist, auf der die Risikoeinschätzung beruhte: dass nämlich die Erfahrungen der Vergangenheit für die Zukunft maßgeblich seien.

In den USA konnten jedoch in zuvor ungeahntem Ausmaß Haushalte ihren immens angestiegenen Zinsverpflichtungen zuletzt nicht mehr nachkommen, zumal diese Kredite auch an Schuldner vergeben worden waren, die sich eine Hausfinanzierung eigentlich nicht hätten leisten können. Damit blieben aber auch die Zahlungen aus, die an die Eigentümer der ABS weitergeleitet werden sollten – eine Situation, die in keinem Risikomodell abgebildet war, denn diese sind nur so gut, wie die Daten, mit denen sie „gefüttert“ werden.

Es zeigt sich: Nicht die Verbriefung an sich ist schlecht, aber auch ein beliebig oft erfolgreiches „Neuverpacken“ macht aus schlechten keine guten Kredite. Der Staat muss daher im Rahmen seiner Bankenaufsicht künftig sehr viel ge-



Tobias Küllinski ist wissenschaftlicher Mitarbeiter des RWI Essen im Kompetenzbereich Wachstum und Konjunktur

nauer auf die Einhaltung der Bonitätsprüfung in den Banken und eine realistische Bewertung der Sicherheiten achten. Richtig verwendet, transparent und reguliert sind auch strukturierte Instrumente keine „tickenden Zeitbomben“ mehr, sondern sinnvolle Finanzprodukte.

WAZ-Serie „Finanzkrise“, Teil 4: Notenbanken⁴

Der Wert des Geldes

Exklusiv: Die „Projektgruppe Finanzmarktkrise“ aus Ruhrgebiets-Wissenschaftlern erklärt die prekäre Lage

In den vergangenen Wochen ist mit den Notenbanken eine Gruppe von Institutionen des Finanzmarkts verstärkt ins Licht der Öffentlichkeit getreten, deren Aktivitäten sonst eher in Fachkreisen diskutiert werden. In Zeiten reibungslos arbeitender Märkte ist es ihre Aufgabe, die Wirtschaft in einem ausgewogenen Maß mit Geld zu versorgen. Dass sie dabei in erster Linie sorgsam darauf achten müssen, dass sich die Geldmenge und damit auch die Inflation in Grenzen hält, konnte man angesichts der hohen Preisstabilität der vergangenen Jahrzehnte für selbstverständlich halten.

Jetzt aber wirft man der US-amerikanischen Notenbank – wohl zu Recht – vor, sie hätte die Krise durch Versäumnisse in dieser Frage entscheidend mit verursacht. Gleichzeitig spielen die Notenbanken aller großen Volkswirtschaften aber offenbar auch eine zentrale Rolle beim Bemühen um eine Bewältigung der Krise, haben dies jedoch trotz ihrer teilweise recht spektakulären Anstrengungen allein nicht schaffen können. Warum nicht?

Die Aufgaben der Zentralbanken

Die Versorgung mit einer ausreichenden Menge an Geld ist das Lebenselixier einer arbeitsteiligen Volkswirtschaft. Wäre kein Geld vorhanden, müsste jeder Anbieter einer bestimmten Ware oder Dienstleistung einen Tauschpartner finden, der sowohl das angebotene Gut benötigt als auch im Gegenzug die Bedürfnisse des anderen befriedigen kann.

⁴ Erschienen in der WAZ-Ausgabe vom 31. Oktober 2008 und unter <http://www.derwesten.de>.

Projektgruppe Finanzmarktkrise

Prof. Dr. *Christoph M. Schmidt*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen

Prof. Dr. *Wim Kösters*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen

Prof. Dr. *Stephan Paul*, ikf Institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum

Dr. *Daniel Kaltofen*, ikf Institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum

Tobias Küllinski, RWI Essen

Dr. *Torsten Schmidt*, RWI Essen

Simeon Vosen, RWI Essen

Dr. Tobias Zimmermann, RWI Essen

Damit Geld als Zahlungsmittel allgemein anerkannt wird, darf es nicht im Überfluss vorhanden sein. In früheren Zeiten wurde dies sichergestellt, indem entweder Edelmetalle selbst als Zahlungsmittel eingesetzt wurden oder indem der Umlauf von Papiergeld an ein Edelmetall geknüpft war. Heutzutage verpflichten sich stattdessen die auch als Zentralbanken bezeichneten, von den Regierungen oftmals unabhängigen Notenbanken, nur soviel Papiergeld oder Zentralbankgeld herzustellen, dass zwar einerseits Geld in ausreichendem Maße vorhanden ist, es aber andererseits trotzdem weitgehend seinen Wert behält.

Hoher Leitzins

Dabei Maß und Ziel zu finden, ist schwierig, denn im Zuge des gesamtwirtschaftlichen Wachstums muss die Geldmenge zunehmen, um einen reibungslosen Austausch der gestiegenen Menge an getauschten Waren und Dienstleistungen zu gewährleisten. Notenbanken steuern das Wachstum der Geldmenge, indem sie den Banken zu einem von ihr gesetzten Preis, dem so genannten Leitzins, Geld ausleihen. Die Banken können auf der Grundlage dieses Zentralbankgelds Kredite vergeben und auf diese Weise so genanntes Buchgeld schaffen, das um ein Vielfaches höher liegt.

Die gesamte volkswirtschaftliche Geldmenge, bestehend aus Zentralbankgeld und Buchgeld, kann von der Notenbank kontrolliert werden. Steigt nämlich der Leitzins, dann fragen die Banken meist in geringerem Umfang Zentralbankgeld nach, vergeben folglich weniger Kredite, die Geldmenge wächst langsamer und der Wert des Geldes bleibt stabil. Da der Europäischen Zentralbank (EZB) als primäres Ziel das Bewahren der Geldwertstabilität vorgegeben ist, setzt sie einen vergleichsweise hohen Leitzins.

Niedriger Leitzins

Andererseits stimuliert eine rasch wachsende Geldmenge wiederum die wirtschaftliche Aktivität. In konjunkturell schlechten Zeiten, wenn ein Teil der vorhandenen Produktionsmöglichkeiten der Volkswirtschaft brachliegt, kann daher durch niedrige Leitzinsen die Konjunktur stabilisiert werden. Die US-amerikanische Notenbank (Federal Reserve) verfolgt deshalb auch das Ziel, neben der Inflationsbekämpfung, Wachstum zu erzeugen.

Versucht man jedoch, die Volkswirtschaft zu stimulieren, wenn sie ohnehin an ihrer Kapazitätsgrenze produziert, dann erzeugen niedrige Leitzinsen in der Tendenz höhere Preise für Güter und für Vermögensanlagen wie zum Beispiel Aktien und Immobilien. Genau dies ist im vergangenen Jahrzehnt in den USA passiert, da dort die Niedrigzinspolitik der Notenbank zu hohem Geldmengewachstum geführt und letztlich wohl erheblich zu einer starken Steigerung der Preise für Immobilien beigetragen hat.

Gestoppter Geldfluss

Die aktuelle Finanzmarktkrise hat die Notenbanken weltweit vor gänzlich neue Herausforderungen gestellt, auf die sie weitgehend vernünftig reagiert haben. Da sich die Banken untereinander aufhörten, Geld zu leihen, ist zunächst eine Liquiditätskrise entstanden. Um dieser entgegen zu wirken, haben die Notenbanken der USA, Großbritanniens, der EU und anderer Länder in einer gemeinsamen Aktion ihre jeweiligen Leitzinsen kräftig gesenkt und die Märkte reichlich mit Geld versorgt. Diese Maßnahme war angesichts der Probleme richtig, die Notenbanken müssen aber langfristig im Auge behalten, dass zuviel Liquidität wieder ein Krisenpotenzial schaffen könnte.

Regierungen am Zug

Allerdings hat sich die Finanzmarktkrise mittlerweile ausgeweitet. In Folge dessen ist das Kernproblem nicht mehr nur die mangelnde Liquidität des Marktes, sondern auch – viel ernsthafter – das mangelnde Eigenkapital einiger Institute und das mangelnde Vertrauen. Daher sind jetzt die Regierungen der betroffenen Volkswirtschaften gefragt. Sie sollten mit Bürgschaften, Beteiligungen und dem Aufkaufen so genannter fauler Kredite dort einschreiten, wo es die Notenbanken nicht mehr schaffen, mit ihren Instrumenten den Markt wieder zu stabilisieren.



Dr. Torsten Schmidt ist stellvertretender Leiter des Kompetenzbereichs Wachstum und Konjunktur im RWI Essen

WAZ-Serie „Finanzkrise“, Teil 5: Lassen sich die Probleme meistern?⁵

Die staatlich verordnete Medizin

Exklusiv: Die „Projektgruppe Finanzmarktkrise“ aus Ruhrgebiets-Wissenschaftlern erklärt die prekäre Lage

Politiker und Finanzmarktexperten sind sich weitgehend einig, dass die gegenwärtige Krise an den Finanzmärkten und im Bankensektor die größte wirtschaftliche Bedrohung seit den 1920er Jahren ist. Diese Einordnung motiviert zweifellos das Rettungspaket der Bundesregierung, das ein kaum vorstellbares Volumen von 500 Milliarden Euro hat.

Zweifellos ist staatliche Hilfe erforderlich, weil das Risiko besteht, dass die Probleme einzelner Banken auf den gesamten Bankensektor übergreifen. Dies würde bedeuten, dass viele Banken erhebliche Forderungsausfälle zu verkraften hätten und in Probleme geraten würden, ihre eigenen Verbindlichkeiten termingerecht zurückzuzahlen. Dadurch könnten sie ihre Aufgabe, Kredite an Unternehmen und Haushalte zu vergeben, nicht mehr erfüllen, und das Wirtschaftswachstum würde leiden. Aber hat der Staat die richtigen „Medikamente“ verordnet?

124 Bankenkrisen seit 1970

Krisen dieser Art – wenn auch nicht in dieser Dimension – hat es in den vergangenen Jahren immer wieder gegeben. So hat der Internatio-



Dr. Tobias Zimmermann ist wissenschaftlicher Mitarbeiter des RWI Essen im Kompetenzbereich Wachstum und Konjunktur

⁵ Erschienen in der WAZ-Ausgabe vom 5. November 2008 und unter <http://www.derwesten.de>.

Projektgruppe Finanzmarktkrise

Prof. Dr. *Christoph M. Schmidt*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen

Prof. Dr. *Wim Kösters*, Ruhr-Universität Bochum und RWI Essen

Prof. Dr. *Stephan Paul*, ikf institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum

Dr. *Daniel Kaltofen*, ikf institut für kredit- und finanzwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum

Tobias Küllinski, RWI Essen

Dr. *Torsten Schmidt*, RWI Essen

Simeon Vosen, RWI Essen

Dr. Tobias Zimmermann, RWI Essen

nale Währungsfonds zwischen 1970 und 2007 weltweit 124 Bankenkrisen gezählt. Diese hatten sehr unterschiedliche Ursachen. Beispielsweise kann durch eine fehlgeleitete Wirtschaftspolitik, wie etwa eine übermäßige Verschuldung der öffentlichen Haushalte in Lateinamerika, eine Vertrauenskrise entstehen, die den Finanzsektor in Mitleidenschaft zieht. Häufige Ursache ist auch das Platzen einer Preisblase an den Aktien- oder Immobilienmärkten, so wie es gerade in den USA (und zuvor in der 1990er Jahren in Japan) passiert ist. Es liegt nahe, dass die konkrete Ursache einer jeden Krise von entscheidender Bedeutung dafür ist, mit welchen Mitteln sie erfolgreich gemeistert werden kann.

Die Ursachen

Eine sorgfältige Analyse dürfte auch aktuell der Schlüssel zur angemessenen wirtschaftspolitischen Antwort sein. Die derzeitige Krise begann damit, dass nach Jahren der unkritischen Kreditvergabe an in der Bonität zweitklassige Schuldner die Zahl der Kreditausfälle bei den Banken deutlich anstieg, vor allem in den USA. Die Krise breitete sich rasch auch auf Deutschland aus, weil die Banken die einzelnen Kredite in größere Pakete zusammengefasst und diese an andere Banken weltweit weiterverkauft hatten. Da aufgrund der Ausfälle ab Sommer 2007 niemand mehr bereit war, diese Pakete zu kaufen, brach dieser Markt zusammen. Dadurch gerieten die Banken zunehmend in Liquiditätsprobleme – es wurde also für sie schwieriger, die fällig werdenden Rechnungen fristgerecht zu bezahlen. In dieser Situation haben die Notenbanken Abhilfe geschaffen, indem sie den Banken mehrfach kurzfristig in großem Umfang Geld geliehen haben. Dies ist auch in der Tat das Mittel der Wahl, um eine solche Liquiditätskrise im Bankensektor zu beheben.

Die Krise blieb aber nicht auf Probleme bei der Liquidität beschränkt. Durch die zunehmenden Kreditausfälle wurde auch das Eigenkapital vieler Banken immer weiter aufgebraucht. Dies führte dazu, dass einzelne Institute ohne Hilfe auf eine Insolvenz zugesteuert wären. Da durch die engen Geschäftsbeziehungen zwischen den Banken die Insolvenz eines Instituts mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Kettenreaktion auslösen würde, muss in einer solchen Situation entweder das Vermögen erhöht werden, indem man den Banken Ei-

genkapital zur Verfügung stellt, oder man „operiert“ die problembehafteten Kredite und Wertpapiere aus der Bankbilanz heraus.

Die verordnete Medizin

Die Bundesregierung sieht in ihrem Maßnahmenpaket beide Möglichkeiten vor. Für die Erhöhung des Eigenkapitals der Banken werden 80 Milliarden Euro bereitgestellt. Banken mit geringer Eigenkapitaldecke können die Initiative ergreifen, um den Staat als Miteigentümer aufzunehmen. Zudem ist vorgesehen, dass der Staat den Banken stark ausfallgefährdete Wertpapiere abkaufen kann, um zu verhindern, dass sie weiter in den Verlust abrutschen. Schließlich ist die Bundesregierung bereit, in Höhe von maximal 400 Milliarden Euro Ausfallgarantien für Banken zu übernehmen, damit diese sich wieder untereinander Geld leihen.

Die Nebenwirkungen

Diese staatlichen Medikamente sind indes nicht ohne „Nebenwirkungen“. Bankmanager, die hiervon Gebrauch machen, müssen nicht nur Beschränkungen ihrer Entlohnung, sondern auch Auflagen für ihre Geschäftspolitik hinnehmen. Gerade Letzteres ist – bei allem Verständnis für den Wunsch des Steuerzahlers nach Mitbestimmung – kritisch, denn der Staat hat bei den Banken, deren Miteigentümer er schon heute ist (vor allem den Landesbanken), bislang nicht für tragfähige Geschäftsmodelle gesorgt.

Besser freiwillig schlucken

Im Übrigen aber droht auch die Gefahr, dass solche Banken als weniger leistungsfähig gebrandmarkt werden könnten, die die staatliche Unterstützung als erste freiwillig in Anspruch nehmen. Das könnte für sie im künftigen Wettbewerb ein großer Nachteil sein. Daher würde sich in diesem Fall möglicherweise eine Veränderung des Rettungspakets anbieten: einen breit angelegten Einstieg des Staats bei allen betroffenen Banken durch politisch erzwungenen Anteilserwerb, wie in den USA und in Großbritannien bereits geschehen. Angesichts der mit dieser (Teil-)Verstaatlichung verbundenen neuen (vor allem Kontroll-)Probleme kann man aber nur hoffen, dass die Kreditinstitute, die letztlich auf Hilfe angewiesen sind, auch möglichst rasch die Einsicht gewinnen, die ihnen bereitgestellte Medizin freiwillig einzunehmen, auch wenn sie bitter schmeckt.

RWI : Positionen #27 vom 7. November 2008**Ursachen der Finanzmarktkrise: Wer hat versagt?⁶**

von **Wim Kösters und Christoph M. Schmidt**

Wer ist eigentlich schuld an der Finanzmarktkrise? Teile der Politik und der Medien bieten ebenso einfache wie eingängige Erklärungen an: Schuld seien „die Gier der Banker“ und allgemein ein „Versagen des Kapitalismus“. Aus dieser Sicht konsequent werden für die Zukunft vor allem umfassendere staatliche Kontrollen gefordert. Diese Argumentation ist jedoch zu schlicht. Aus Erfahrung weiß man, dass monokausale „Erklärungen“ für Krisen oft interessengeleitet sind, z.B. um von eigenen Fehlern abzulenken. Wie sieht es in diesem Fall aus?

Natürlich gibt es vielfach „gieriges“ Verhalten. Das ist auch der ökonomischen Analyse keineswegs fremd. So fragen Ökonomen, wie durch Wettbewerb und andere Regeln eine Kanalisierung dieses Strebens zum Wohle aller erreicht werden kann. Ferner analysieren sie, unter welchen Bedingungen ein Versagen des Marktes dazu führt, dass dieses Ziel verfehlt wird, und welche wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen daraus zu ziehen sind. Auf dieser Basis wird daher zu untersuchen sein, welche Regeln z.B. der Banken- und Finanzaufsicht nicht funktioniert haben und ob bzw. in welcher Hinsicht Marktversagen eine Rolle gespielt hat. Dabei sollte nicht nur gefragt werden, ob bisher zu wenig, sondern auch, ob falsch oder zu viel reguliert wurde. Denn Probleme können auch dadurch entstehen, dass Marktakteure ineffiziente Aktivitäten entfalten, nur um eine zu starke Regulierung zu umgehen.

Aber, was in der öffentlichen Diskussion vielfach verdrängt wird, Staatsversagen dürfte ebenfalls einen wesentlichen Beitrag zum Entstehen der Krise ge-

⁶ RWI Essen und Ruhr-Universität Bochum – Wir bedanken uns bei Roland Döhrn, Rainer Kambeck und Joachim Schmidt für ihre Kommentare.

leistet haben. An der aktuellen Schieflage bei den Landesbanken wird dies besonders offensichtlich. Daher kann die Lösung wohl nicht einfach in einem schlichten Mehr an staatlicher Regulierung der Finanzmärkte bestehen. So war die expansive Geldpolitik der amerikanischen Notenbank unter *Alan Greenspan* über viele Jahre offensichtlich nicht nur ganz im Interesse von Präsident *Bush*, sondern hatte auch viele Bewunderer in Europa. Mittlerweile setzt sich aber mehr und mehr die Erkenntnis durch, dass in ihr möglicherweise eine der wichtigsten Krisenursachen zu sehen ist. So mancher, der heute die Ursachen der Finanzkrise allein in Bankergier und Versagen des Kapitalismus sieht, nahm *Greenspan* jedoch damals gern als Kronzeugen für Forderungen nach einer expansiveren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB).

Das sehr hohe Geldmengen- und Kreditwachstum und die ungewöhnlich niedrigen Leitzinsen führten in den fortgeschrittenen Industrieländern zu höheren Vermögenspreisen und noch höherer Liquidität. Die zuvor aufgebaute Glaubwürdigkeit der Zentralbanken für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik und globalisierungsbedingt preisgünstige Importe aus Schwellenländern wie China sorgten zwar zunächst für niedrige Inflationsraten bei Konsumgütern. An den Märkten für Vermögenswerte bildeten sich jedoch – das wissen wir jetzt – Blasen heraus. Diese falsche – von vielen Ökonomen schon lange kritisierte – Politik auf Seiten der Notenbanken, allen voran der der USA, hatte für sich genommen wohl schon eine anhaltende Aufweichung der Kreditvergabestandards der Banken zur Folge. Insbesondere aber sanken die Risikoprämien. Sie lagen z.B. bei den Unternehmensanleihen auf einem historischen Tiefstand.

Verschärft wurde die Lage jedoch noch dadurch, dass die amerikanische Politik weitere verhängnisvolle Anreize für Banken schuf. Dazu zählt vor allem das massive Drängen, auch einkommensschwachen Gruppen im so genannten subprime-Bereich den Erwerb eines Eigenheims durch Bankkredit zu ermöglichen, trotz damit verbundener erhöhter Ausfallrisiken. Zusätzlich standen noch mit *Fanny Mae* und *Freddy Mac* halbstaatliche Institutionen bereit, an die auch zweifelhafte Kredite ohne große Probleme weiterverkauft werden konnten („originate to distribute“). Dies sorgte nicht etwa – wie zunächst erwartet – nur für eine bessere Risikostreuung, sondern eher zu einer Verringerung der Qualität der Kreditbewertung und schaffte mehr Intransparenz und Unsicherheit über Höhe und Verteilung der drohenden Verluste.

Auf dieser Basis nahm das Unheil seinen Lauf. Zwar wurden, was grundsätzlich nicht falsch ist, durch innovative Neubündelung und Umverteilung der vorhandenen Risiken auf viele Schultern neue strukturierte Produkte geschaffen. Die aus ihren Elementen abzuleitenden Risiken wurden jedoch von den Rating-Agenturen – möglicherweise durchaus schuldhaft – zu niedrig ein-

geschätzt, was den Investitionsmanagern in den Banken sehr entgegenkam. Durch die hohe internationale Integration der Finanzmärkte wurden die neuen Produkte nicht nur in den USA, sondern vielmehr weltweit gehandelt und von anderen Finanzinstitutionen gehalten. Als schließlich durch die steigenden Ausfälle bei amerikanischen Hypotheken die verschlechterte Kreditqualität offenbar wurde, entstand eine Vertrauenskrise unter den Banken.

Weil nicht bekannt war, welche Bank welche Papiere mit welchen Risiken in welcher Höhe hielt, waren Banken nicht einmal mehr kurzfristig bereit, anderen Banken ohne Stellung von Sicherheiten Geld zu leihen, wie das sonst üblich ist. Aufgrund der dadurch fehlenden Möglichkeiten der Banken zur Refinanzierung am Geldmarkt kam es zu einer Liquiditätskrise. Diese wog umso schwerer, als viele Geschäfte mit innovativen Finanzprodukten nur kurzfristig finanziert waren. Daher mussten die Notenbanken durch Bereitstellung zusätzlichen Zentralbankgeldes einspringen, um die Finanzmärkte überhaupt funktionsfähig zu halten. Zudem wurden die Konditionen für den Zugang zum Zentralbankgeld gelockert und direkt von den Notenbanken Kredite an Banken in Schieflage gegeben. Als auch dies nicht half, wurden Banken durch die Zuführung von „frischem“ Kapital – aus Haushaltsmitteln finanziert – (teilweise) verstaatlicht, riesige Hilfspakete für die Übernahme fauler Kredite geschnürt und staatliche Garantien für Bankeinlagen gegeben.



Prof. Dr. Wim Kösters

Zweifelsfrei hat die staatliche Bankenaufsicht in vielen Ländern die Entstehung der Finanzmarktkrise erst sehr spät registriert. Ihr Frühwarnsystem hat nicht funktioniert. In den USA ist sogar Basel II im Gegensatz zu Europa noch nicht eingeführt worden. Vielmehr sind die Probleme zuerst von den Marktteilnehmern bemerkt worden, die dann entsprechend rasch Vertrauen verloren, während die staatliche Bankenaufsicht und die Politik wiederum lediglich auf diese Konsequenz reagiert haben. Nun zeigt sich, dass es schwer ist, einen einmal eingetretenen Vertrauensschaden wieder zu heilen. In Deutschland kommt hinzu, dass nicht nur, aber in hohem Maße öffentliche bzw. staatsnahe Banken, wie IKB, Sachsen LB, West LB, KfW, von der Krise besonders betroffen sind. Dies hat sicherlich auch mit einem Kompetenzproblem der Aufsichtsgremien zu tun. In ihren Aufsichtsgremien sitzen viele Politiker und Gewerkschaftsvertreter, übrigens u.a. auch einige derjenigen, die die Finanzmarktkrise allein durch Bankergier und Versagen des Kapitalismus erklären. Ein Mehr an staatlicher Kontrolle dieser Art kann offensichtlich nicht zur Lösung der Probleme beitragen.

Da die Finanzmarktkrise also ihre Ursache nicht allein in Bankergier, Manager- und Marktversagen bei gegebener Regulierung, sondern wesentlich auch in einem klaren Staatsversagen hat, ist wohl eine Besinnung auf das ursprüngliche Modell der Sozialen Marktwirtschaft hilfreich. Darin werden für die Funktionsfähigkeit der Märkte Rahmenbedingungen vorausgesetzt, die durch einen starken unparteiischen Staat festgelegt werden und deren Einhaltung durch ihn garantiert wird. Eine zu expansive Geldpolitik, falsche staatliche Anreize für die Kreditvergabe durch Banken, Versäumnisse bei der Bankenaufsicht und Kompetenzprobleme bei Aufsichtsgremien können zum Ent-

stehen von Finanzmarktkrisen beitragen. Da die Finanzmärkte in hohem Maße weltweit integriert sind, kann die Setzung besserer Rahmenbedingungen allerdings nicht mehr national, sondern in den Grundsätzen nur noch international erfolgen.



Prof. Dr. Christoph M. Schmidt



Engagiert bei der Sache: RWI-Präsident Christoph M. Schmidt und RWI-Wissenschaftler diskutieren über Ursachen und Auswirkungen der Finanzmarktkrise. Dabei zeigt sich eine der Stärken des Instituts: seine flexiblen Strukturen ermöglichen es, schnell und trotzdem umfassend auf aktuelle Fragestellungen einzugehen.

DAS STREITGESPRÄCH ZUR FINANZMARKTKRISE

Mehr Markt oder mehr Staat?

Der marktliberale Ökonom Christoph Schmidt und der Wirtschaftssoziologe Gerhard Bosch diskutieren über die Frage nach den Konsequenzen aus der Finanzkrise. Aufzeichnung einer Meinungsverschiedenheit



Im WAZ-Streitgespräch: Prof. Christoph Schmidt (li.), Chef des Rheinisch-Westfälischen Instituts für Wirtschaftsforschung (RWI) Essen und Prof. Gerhard Bosch, Direktor des Instituts für Arbeit und Qualifikation (IAQ) an der Uni Duisburg-Essen.

Das Vertrauen in die Selbstheilungskräfte des Marktes ist tief erschüttert. Wir diskutieren länger über mehr als die Rettung von Banken. Unser gesamtes Wirtschaftssystem sieht auf dem Prüfstand. Erleben wir gerade das Ende des Turbokapitalismus?

Bosch: Wir erleben die Stunde Null, das Totalversagen eines deregulierten, freien Marktes. Die Wirtschaftslobby war sehr erfolgreich damit, den Staat als Monster darzustellen. Das hat viel mit dem gescheiterten Sozialismus in Osteuropa zu tun, weil dort der Staat tatsächlich ein Monster war. Die Deregulierung ist viel zu weit gegangen. Wir erleben nun ein klassisches Marktversagen, und die ganze Gesellschaft wird dafür in Haftung genommen.

„Die Wirtschaftslobby war sehr erfolgreich damit, den Staat als Monster darzustellen“

Schmidt: Dies ist die wichtigste Phase seit der Wiedervereinigung. Die Diskussion, wie unser Wirtschaftssystem aussehen sollte – mit mehr oder weniger Staat – muss engagiert geführt werden. Doch man muss differenzieren zwischen dem, was in den USA und was in Deutschland passiert. Wir haben keinen Turbokapitalismus, sondern eine soziale Marktwirtschaft mit gut ausgebauten Sicherungssystemen. Das Experiment einer Staatswirtschaft ist grandios gescheitert. Versucht man es nochmal, beschneidet die individuelle Freiheit und lässt den Staat planen? Im Staat und im Markt agieren Menschen, und Menschen werden von moralischen

Problemen geplagt, das führt auch zu Gier. Deshalb brauchen wir das System einer regulierten Marktwirtschaft.

Bosch: Es ist falsch, dass individuelle Freiheit mit wenig Staat zu tun hat. Ich fühle mich nicht entmündigt, wenn ich eine gute Rentenversicherung habe. Das gibt mir Zeit für andere Dinge. Entmündigt sind aber Finanzanlagen, die ich nicht überschauen kann. Hier wäre staatliche Regulierung die Voraussetzung für individuelle Freiheit. Wir sind nicht die USA. Sie bedauern das vielleicht, ich nicht ...

Schmidt: ... das müssen Sie mir nicht unterstellen ...

Bosch: ... Sie begrüßen doch Einkommens-Ungleichheit, wollen vom Flächentarif weg und wehren sich gegen Regulierung. Wir erleben bereits eine weitgehende Privatisierung, die tief in die soziale Si-

cherung geht, wir sind ein gutes Stück von unserer alten sozialen Marktwirtschaft entfernt. Wir haben so viele Niedriglöhner wie die liberalen Marktwirtschaften in den USA und Großbritannien.

Schmidt: Dass ich Einkommens-Ungleichheiten begrüße, ist doch Quatsch. Von mir aus kann jeder das Gleiche verdienen, nur wird es ohne eine Spreizung der Einkommen kein Wachstum geben. Ja, wir haben den Niedriglohnssektor ausgebaut. Aber das hat auch zu einem Abbau der Arbeitslosigkeit von fünf auf drei Millionen beigetragen. Auf den Finanzmärkten haben einige Institute außerhalb der Bilanzen gearbeitet. Das geht nicht und deshalb brauchen wir hier einen starken Staat.

Bosch: Unser Sozialstaat ist löchrig geworden, im Niedriglohnbereich arbeiten kaum Geringqualifizierte. Gut aus-

gebildete Menschen arbeiten für drei oder fünf Euro die Stunde. Das ist Ausbeutung. Man muss nicht das soziale Gleichgewicht ruinieren, um Beschäftigung zu erhalten.

Schmidt: Der Arbeitsmarkt heißt so, weil es einen Markt gibt aus Angebot und Nachfrage, der den Preis für Arbeit bestimmt.

Bosch: Ist der Arbeitsmarkt ein Markt? Wo die Abhängigkeiten am größten sind, wird am wenigsten gezahlt. Mir wäre am liebsten, die Selbstregulierungskräfte würden über die Tarifparteien funktionieren. Das tun sie aber nicht mehr.

Schmidt: Natürlich kann man darüber reden, ob und wo man einen Mindestlohn setzen will. Zu hundert Prozent kann niemand sagen, wie viele Jobs das kostet. Aber angenommen, bei 7,50 Euro würde nicht eine Million, sondern nur 300 000

Stellen wegfallen, fänden Sie das dann besser?

Bosch: Ich halte Ihre Zahlen für aus der Luft gegriffen.

Schmidt: Sie verstehen sie nur nicht. Das sind Zahlen auf Basis breiter Evaluierungen.

Bosch: Der Einheitsbrei deutscher Ökonomen ist nicht auf internationalem Niveau.

Schmidt: Ob ich einen Mindestlohn in den USA einführe oder in Deutschland, ist eine ganz andere Sache. Zu glauben, dass er in Deutschland nicht schädlich ist, weil er im amerikanischen Fastfoodsektor funktioniert, ist naiv.

Bosch: Das ist harter Tobak. Dänemark kann sich einen Mindestlohn von zwölf Euro leisten, weil dort genug in Bildung investiert wurde.

Die Frage stellte Stefan Schulte.

Von Lehrstuhl-Kontrolle und Wissenschaftlichkeit

Was der liberale Ökonom über den Neokonyesianer denkt – und umgekehrt

Sie sind sich einig, dass der Staat die Finanzmärkte regulieren muss. Soll er das überhaupt tun oder sich nach der Krise wieder zurückziehen?

Schmidt: Die meisten Banken in Deutschland sind Universalbanken und als solche ein Anker der Stabilität. Banken mit staatlichem Einfluss haben ein begrenztes Geschäftsfeld und in Spekulationsgeschäft ein Betätigungsfeld gefunden. Gerade die Landesbanken sind in Schieflage geraten. Wer hat hier nun versagt – der

Markt oder der Staat? Niemand ist frei von Schuld. Die Blase in den USA ist auch deshalb entstanden, weil zuviel Geld unterwegs war – das war die Schuld der Notenbank. Nun ist die Blase geplatzt und der Staat springt ein, um die Liquiditätskrise zu beenden. Doch das kann er nicht ewig tun. Nach der Krise sollten wir uns auf das alte System besinnen und es verbessern.

Bosch: Ich glaube auch nicht, dass sich der Staat auf Dauer

als Banker betätigen sollte. Aber die Frage ist doch: Was passiert danach? Ich bin nicht so sicher, dass wir eine neue Finanzarchitektur bekommen. Es gibt in den verschiedenen Ländern viele Sonderinteressen, die USA und Großbritannien waren immer gegen Regulierung, die Schweiz und Liechtenstein laden zu Steuerhinterziehung ein. Staaten handeln wie Unternehmen, sie streben nach Maximierung der eigenen Vorteile, auch auf Kosten anderer.

Herr Schmidt, warum werden Neokonyesianer wie Bosch in der Minderheit bleiben?

Schmidt: Weil sie nicht wissenschaftlich arbeiten.

Vielen Dank für das Gespräch

SPIEGEL ONLINE: Bankenplan der Regierung⁶

Bilanz gerettet, Image ruiniert

Ein Gastkommentar von Christoph M. Schmidt und Roland Döhrn, RWI Essen

Das Bankenpaket der Regierung hat einen entscheidenden Fehler: Jedes Geldhaus, das auch nur nachdenkt über die Milliardenhilfen, wird prompt von der Börse bestraft - das musste nun die Commerzbank erfahren. Die Banken müssen jetzt reagieren und alle gemeinsam nach Berlin gehen.

Wer jemals geglaubt hat, die Verabschiedung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes hätte die Geschehnisse auf den Finanzmärkten ihrer Spannung beraubt, der wird jetzt nahezu stündlich eines Besseren belehrt. Stattdessen scheinen die Akteure äußerst gespannt darauf zu warten, wer das Rettungspaket der Bundesregierung als nächster freiwillig in Anspruch nimmt und damit der Öffentlichkeit Informationen über die eigene prekäre Lage preisgibt. So geriet auch – kaum lief das Gerücht um, sie werde auf den Finanzmarktstabilisierungsfonds der Bundesregierung zurückgreifen – der Kurs der Commerzbank-Aktie erheblich unter Druck.

Ob die Commerzbank die Mittel tatsächlich beantragen wird ist noch unklar, und wie weit sie auf die Hilfen angewiesen ist, können wir nicht beurteilen. Die zögerliche Haltung der Banken gegenüber dem Hilfsangebot der Bundesregierung, und das „Abstrafen“ einer Bank am Aktienmarkt, die im Verdacht steht, die staatliche Hilfe anzunehmen, verdeutlichen aber ein grundsätzliches Problem des



Dr. Roland Döhrn ist Leiter des Kompetenzbereichs Wachstum und Konjunktur im RWI Essen

⁶ Erschienen unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,587764,00.html> am 31. Oktober 2008.

deutschen Finanzmarktstabilisierungsgesetzes: Im Gegensatz zu seinem Gegenstück in den USA fördert es geradezu die Stigmatisierung derjenigen Banken, die um staatliche Hilfe bitten. In einem Geschäft, in dem Reputation solch ein wichtiges Element darstellt, hätte man den Banken – und damit der Wirtschaft insgesamt – wohl mehr geholfen, wenn man nicht darauf bestanden hätte, dass sie einzeln um die Hilfe des Staates ersuchen müssen.

Im Grunde zielt das unter großem Zeitdruck verabschiedete – das müssen andere Krisenmanager erst einmal nachmachen – Finanzmarktstabilisierungsgesetz zweifellos in die richtige Richtung. Zum einen stellt es Garantien für Verbindlichkeiten der Banken bereit, um den ausgetrockneten Interbankenmarkt wieder in Gang zu bringen und den Banken die dringend benötigte Liquidität zu verschaffen. Zum anderen stehen 80 Milliarden Euro bereit, um das Eigenkapital der Banken zu stärken. Dies ist aus zwei Gründen notwendig:

- Erstens können auf diese Weise Banken vor einer Insolvenz bewahrt werden, wenn dieses Problem auch in Deutschland – im Gegensatz zu den USA, wo es erste Pleiten gab – wohl derzeit nicht virulent ist.
- Zweitens und vor allem werden durch ein höheres Eigenkapital die Banken in die Lage versetzt, mehr Kredite zu vergeben, die bekanntlich mit Eigenkapital hinterlegt werden müssen. Dadurch kann eine für die Realwirtschaft gefährliche Kreditklemme vermieden werden.

Die Schwäche des Angebots der Bundesregierung ist aber, so stellt sich jetzt immer deutlicher heraus, dass Banken offiziell um diese Hilfen ersuchen müssen. Dies ist mit einem „Stigmaproblem“ verbunden. Jene Kreditinstitute, die sich unter den Schirm des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes begeben, müssen damit rechnen, als „schwache“ Banken zu gelten, mit der Folge, dass deren Aktienkurs einbricht – wie jetzt bei der Commerzbank geschehen – und, womöglich noch schlimmer, dass Anleger ihre Einlagen abziehen.



Prof. Dr. Christoph M. Schmidt

Von daher werden Banken sehr zögerlich die staatliche Hilfe in Anspruch nehmen. Dabei hat die Bundesregierung leider einiges getan, um das Stigmaproblem zu verstärken, indem sie die Hilfe noch dazu an Auflagen knüpft, die den Banken schwer im Magen liegen. „Wer diese Pillen schluckt, dem muss es wirklich schlecht gehen“ dürfte der Umkehrschluss der Beobachter sein.

Was wir jetzt beobachten, geschieht nicht zum ersten Mal in der Geschichte. In Japan hatte die Regierung Mitte der neunziger Jahre ein umfangreiches Hilfs-

paket für den Bankensektor aufgelegt, aber nur 6 % der bereitgestellten Mittel wurden letztlich abgerufen, obwohl die Probleme des Finanzsektors groß waren. Dass man es geschickter machen kann, demonstrieren derzeit die USA. Dort wurde in einem ersten Schritt den neun führenden Banken 125 Milliarden US-Dollar Eigenkapital im Tausch gegen Vorzugsaktien zugeführt, wobei mehr oder weniger sanfter Druck dafür sorgte, dass keiner der Großen außen vor blieb und damit als weniger betroffen hervorgehoben wurde.

In Deutschland schreckte man vor einer derart konsequenten Haltung zurück. Vielmehr setzten die Bundesregierung und mit ihr wohl auch die Banken, die bei der Gestaltung des Gesetzes eingeschaltet waren, auf Freiwilligkeit, mit möglicherweise fatalen Folgen.

- Erstens könnte aus Furcht vor Stigmatisierung die eine oder andere Bank erst dann nach dem Staat rufen, wenn es schon zu spät ist.
- Zweitens landen so möglicherweise vorwiegend Problemfälle beim Staat, so dass die Hilfsaktion für den Steuerzahler auch teuer werden könnte.
- Drittens könnte der Staat womöglich sogar auf einem Teil seines Geldes sitzenbleiben, womit es allerdings nicht in dem erhofften Umfang zu einer Rekapitalisierung des Bankensystems käme und das Risiko einer Kreditklemme zunähme.

Um die problematische Stigmatisierung durch Gesetzesänderung zu korrigieren ist es wohl zu spät, da jedes Nachbessern am Gesetz die Verunsicherung der Finanzmärkte vergrößern würde. Die Banken könnten jedoch aus Einsicht in die Notwendigkeit einen gemeinsamen Schritt unternehmen, damit keiner fürchten muss, als „der Schwache“ dazustehen.

Die Politik hat schnell und weitgehend richtig reagiert, dabei allerdings leider wohl ein neues Problem geschaffen. Nun ist es an den Banken, die Probleme ihrerseits mit einem konzertierten Vorgehen anzugehen.

Kolumne „Das Schlagloch“ der taz⁷

Lotsen im Trümmerfeld

Kolumne von Nils aus dem Moore, RWI Essen

Karl Kraus, Gründer und von 1899 bis 1936 maßgeblicher Autor der Zeitschrift *Die Fackel*, wusste um das Elend der Leitartikler und Kolumnisten in der Wahrnehmung vieler Leser. Seine Erkenntnis, dass der „Journalist immer einer ist, der nachher alles vorher gewusst hat“, erklärt die geringen Sympathiewerte für professionelle Besserwisser. Sie gibt aber auch einen Hinweis, wer als Lotse durch die intellektuelle Trümmerwelt der Finanzkrise in Frage kommt: jemand, der schon vorher alles vorher gewusst hat.

Mit Blick auf die Finanzkrise ist die Auswahl dieser echten Experten überraschend groß. Zu den bekannteren Namen gehören der Yale-Ökonom Robert Shiller, der Chefvolkswirt von Morgan Stanley, Stephen Roach, und der New Yorker Professor Nouriel Roubini. Die Akteure jedoch, deren Urteile die öffentliche Wahrnehmung und das Marktgeschehen maßgeblich beeinflussen können, haben den Eisberg unter der Wasserlinie des Finanzsystems offensichtlich zu spät erkannt. So verkündete US-Finanzminister Henry Paulson noch im März 2007, der Wertverlust von Subprime-Krediten würde zwar für einige Gläubiger schmerzhaft sein, das Ausmaß aber eng beschränkt bleiben. Und Notenbankchef Ben Bernanke gab noch im Mai 2007 zu Protokoll, dass der Subprime-Zusammenbruch den Immobilienmarkt insgesamt kaum tangieren würde, schon gar nicht das Finanzsystem oder gar die Realwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen könne.

Zu diesem Zeitpunkt saß Charles R. Morris längst am Manuskript seines Buches „The Trillion Dollar Meltdown“. Der ehemalige Banker hatte in den

⁷ Erschienen in der taz-Ausgabe vom 4. Oktober 2008 und unter <http://www.taz.de/1/debatte/kommentar/artikel/1/lotsen-im-truemmerfeld/>.

1990er-Jahren ein Software-Unternehmen geführt, das auf die zur Entwicklung und Bewertung komplexer Finanzprodukte notwendigen Computerprogramme spezialisiert war. Morris verfolgte aus der Nähe und zunächst mit Wohlwollen den Erfolg von Kreditverbriefungen und Finanzderivaten. Doch im Januar 2007 wurde ihm klar, dass das Sicherheitsversprechen der Produkte durch ihre extreme Verbreitung, ihre ins Absurde gesteigerte Komplexität und ihren zunehmenden Einsatz als Spekulationsinstrument sich ins Gegenteil verkehrt hatte. Er kontaktierte einen Verleger und machte sich an die Arbeit.

Im März 2008 erschien sein Buch über die „billionenschwere Kernschmelze“ des Finanzsystems. Es gibt eine präzise und allgemeinverständliche Einführung in die ökonomischen und politischen Grundlagen und Auswirkungen der Finanzkrise. En passant erklärt Morris auch die Wandlungen im ideologischen Überbau der USA zwischen 1973 und 2008 sowie ihre realpolitischen Konsequenzen.

Dass Paulson, Bernanke und George W. Bush im Zusammenhang mit der Finanzkrise gerne die Metaphern von Sturm, Hurrikan und Tsunami bemühen, hat für Morris einen klaren Grund: Komplizenschaft. So trieb George W. Bush die unter Reagan mit guten Gründen begonnene Deregulierungspolitik als Begünstigungspolitik für die Finanzelite so lange auf die Spitze, bis der Multimilliardär Warren Buffet öffentlich dagegen protestierte, dass für ihn effektiv geringere Steuersätze als für seine Sekretärin gelten. Henry Paulson wiederum erwarb sich als Chef von Goldman Sachs nicht umsonst den Titel „Mr. Risk“.

Die zentrale Verantwortung für die Krise weist Morris jedoch der amerikanischen Zentralbank zu. Aus ökonomischer Sicht gab es geliehenes Geld in den USA zeitweilig umsonst: Vom 11. September 2001 bis Mitte 2004 war der um die Inflation bereinigte Realzins 31 Monate in Folge negativ. Greenspan beließ es aber nicht dabei, Geld billig bereitzustellen. Als US-Bürger im Jahr 2004 ihre Eigenheime zum historisch niedrigen Festzins von 5,5 Prozent finanzieren konnten, warnte der Fed-Chef sie öffentlich und eindringlich davor, „zehntausende Dollar zu verschenken“, und empfahl, doch besser die noch günstigeren Hypothekenkredite für 3,25 Prozent zu nutzen. Deren Zinssatz war jedoch nur für ein Jahr fixiert und konnte danach (das stand aber nur im Kleingedruckten) schnell auf zehn bis 15 Prozent angehoben werden.

Die immer wieder vorgebrachte Erklärung, Millionen Amerikanern sei durch diese ARMs (adjustable-rate mortgages) erst der Einzug in die eigenen vier Wände ermöglicht worden, ist nicht die ganze Wahrheit: Laut Morris wurden auch Hauseigentümer mit bestehenden Festzins-Hypotheken von Drückerkolonnen dazu gebracht, gegen Zahlung einer erheblichen Gebühr auf die

scheinbar günstigeren Kurzfrist-Hypotheken mit variablen Zinsen umzusteuern. Auch viele dieser Häuser stehen jetzt vor der Zwangsversteigerung.

Die Fed war durch ein Gesetz von 1994 eigentlich zur Kontrolle der Kreditvergabe von Finanzinstitutionen und zur Unterbindung „unfairer, irreführender und räuberischer Praktiken“ verpflichtet. Alan Greenspan ignorierte dieses Gesetz jedoch offenbar und begründete seine Passivität später damit, „unfair“ und „irreführend“ seien nicht genau genug definiert gewesen. Doch anstatt den Kongress um eine Präzisierung zu bitten, legte der oberste Währungshüter die Hände in den Schoß. So hielt es auch Christopher Cox. Der Chef der Wertpapieraufsicht SEC verständigte sich mit den ehemals fünf großen Investmentbanken auf ein „Konzept der freiwilligen Regulierung“.

Als letzter Akt der Ideologie, dass jede Form der Regulierung ein Übel sei, kann der ursprüngliche Entwurf von US-Finanzminister Paulson für das Wall-Street-Rettungspaket gelten. Die Kernforderung des Dokuments: 700 Milliarden US-Dollar zur freien Disposition für den obersten Krisenmanager, sofort. Ohne Möglichkeiten zu demokratischen Ex-ante-Kontrollen oder juristischen Ex-post-Ermittlungen. Was der Finanzminister dem Kongress vorlegen wollte, war ein finanzpolitisches Ermächtigungsgesetz erster Klasse. Doch Henry Paulson ist zu Recht mit dem Versuch gescheitert, sich quasi monarchische Vollmachten erteilen zu lassen.

Trotz aller Kollateralschäden, die bereits diesseits des Atlantiks aufgetreten sind: Europa hat allen Grund, das eigene Wirtschaftsmodell selbstbewusst zu vertreten und eine Führungsrolle bei der anstehenden Gestaltung eines verbesserten Ordnungsrahmens für die Finanzmärkte zu beanspruchen. Erste Vorschläge reichen von der Einführung eines globalen Kreditregisters über die Entmachtung der Rating-Agenturen bis zur Definition von Mindeststandards und Volumenbeschränkungen für handelbare Kreditpakete. Auch



Nils aus dem Moore ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Referent für wissenschaftliche Kommunikation im Berliner Büro des RWI Essen

„Joe“ Ackermann, Chef der Deutschen Bank und einst mächtigster Statthalter des angelsächsischen Finanzkapitalismus in deutschen Ländern, erkannte im März 2008: „Global operierende Banken brauchen global operierende Aufsichtsbehörden.“

Richtig. Es geht nicht darum, die ökonomische Globalisierung zurückzudrehen, sondern die politische Globalisierung voranzutreiben. Karl Kraus hat den Kern des Problems in seinem Traktat „Fortschritt“ formuliert: „Was haben wir nur in all der Zeit getrieben? / Wir sind mit dem Fortschritt vorausgeeilt / und hinter uns zurückgeblieben.“

Abschnitt 3 aus: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008: Deutschland am Rande einer Rezession⁹

Zur Krise im internationalen Finanzsystem

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose

Die Zuspitzung der Finanzkrise seit Mitte September 2008 hat die konjunkturellen Aussichten noch einmal deutlich eingetrübt. Zum jetzigen Zeitpunkt ist unklar, wie tiefgreifend das Finanzsystem gestört ist und wie rasch es seine volle Funktionsfähigkeit wiedererlangen kann. Daraus resultiert auch eine große Unsicherheit für die vorliegende Konjunkturprognose. In diesem Kapitel werden zunächst die jüngsten Entwicklungen im internationalen Finanzsystem dargestellt, und es wird aufgezeigt, welche Bedeutung diese für die vorliegende Prognose haben. Schließlich werden verschiedene staatliche Maßnahmen zur Eindämmung der Krise diskutiert; Vorschläge, durch welche Maßnahmen Finanzkrisen künftig vermieden werden könnten, können nicht Gegenstand eines Konjunkturgutachtens sein.

Die jüngeren Entwicklungen

Seit Mitte 2007 gab es im Gefolge des Preisverfalls an den US-Immobilienmärkten beträchtliche Wertverluste sowohl bei mit Kreditforderungen unterlegten Wertpapieren als auch bei Aktien finanzieller Unternehmen. Da un-

⁹ Die Gemeinschaftsdiagnose wurde am 14. Oktober 2008 vorgestellt und ist unter <http://www.rwi-essen.de/gd> zu beziehen. Sie wird als Dienstleistungsauftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie erstellt. Der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose gehören an: ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München (in Kooperation mit: KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich), Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Institut für Wirtschaftsforschung Halle (in Kooperation mit: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung in der Hans-Böckler-Stiftung, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung), Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (bei der Mittelfristprognose in Kooperation mit: Institut für Höhere Studien Wien).

klar war, in welchem Umfang die einzelnen Kreditinstitute von Wertverlusten betroffen waren, kam es zu einem Vertrauensverlust der Banken untereinander, und die Refinanzierungskosten stiegen an. Wegen der ausgeprägten, für Banken charakteristischen, Fristentransformation geriet eine Vielzahl von Banken in den USA und in Europa in Liquiditätsschwierigkeiten, da die kurzfristige Refinanzierung zunehmend schwieriger wurde. Die Zentralbanken reagierten darauf, indem sie mit Sonderrefinanzierungsgeschäften aktiver in die Liquiditätsfeinsteuerung eingriffen; somit gewannen die Zentralbankoperationen für den Liquiditätsallokationsmechanismus erheblich an Bedeutung.¹⁰ Die US-Notenbank (Fed) senkte zunächst zusätzlich das Ziel für die Federal Funds Rate in mehreren Schritten von 5,25 % auf 2 % im April 2008.¹¹

Im März 2008 stand in den USA mit Bear Stearns eine erste große Investmentbank aufgrund von Liquiditätsproblemen vor dem Aus. Unter Führung der Fed wurde eine Übernahme durch JP Morgan Chase arrangiert, um eine Ansteckung des übrigen Finanzsystems zu vermeiden. Dabei gewährte die amerikanische Regierung über die Fed zum ersten Mal seit Ausbruch der Krise Kreditgarantien in nennenswertem Umfang (rund 29 Mrd. US-Dollar).

Während nach diesem Schritt im Euroraum und in Großbritannien die Risikoaufschläge am Geldmarkt sanken und eine leichte Entspannung im Finanzsystem anzeigten, stieg im US-Dollarraum die Risikoprämie für unbesichertes Dreimonatsgeld ab Ende Mai bereits wieder. Da der Interbankengeldmarkt austrocknete, kam es im Juli zum Kollaps einer weiteren US-amerikanischen Großbank. Die Hypothekenbank IndyMac meldete Insolvenz an und wurde unter die Aufsicht des Einlagensicherungsfonds (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) gestellt. Anfang September wurden zudem die Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac, die ohnehin über eine implizite staatliche Garantie verfügten, unter die Kontrolle ihrer Aufsichtsbehörde (Federal Housing Finance Agency, FHFA) gestellt.

Weitere, vor allem kleine Banken wurden geschlossen, wodurch sich die verfügbaren Reserven der FDIC stetig verringerten, und es verbreitete sich allmählich die Ansicht, dass sich die (konsolidierte) Bilanz des US-Bankensystems so weit verschlechtert habe, dass das System aus eigener Kraft den Zusammenbruch größerer Finanzinstitute nicht mehr auffangen könnte. Tatsächlich gelang es im September 2008 bei der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers nicht, eine Übernahme durch ein anderes Kreditinstitut zu arrangieren, und die Regulierungsbehörden entschieden, die Bank nicht mit

¹⁰ Vgl. Abschnitt „Zur Geldpolitik“ in Kapitel 6.

¹¹ Zum detaillierten Ablauf der Ereignisse bis zum Frühjahr 2008 vgl. Brunnermeier, M. (2008), *Deciphering the 2007-08 liquidity and credit crunch*, *Journal of Economic Perspectives* (im Erscheinen).

staatlichen Mitteln zu retten. Demgegenüber wurde für die Investmentbank Merrill Lynch mit der Übernahme durch die Bank of America eine privatwirtschaftliche Lösung gefunden. Durch die Insolvenz von Lehman Brothers geriet der größte Versicherer der USA, die American International Group (AIG), in eine Schieflage. Daraufhin stellte die Fed der AIG eine Kreditlinie zur Verfügung und erwarb im Gegenzug knapp 80 % der Anteile am Unternehmen, da ein Konkurs des Versicherers aufgrund seiner starken Vernetzung und seiner großen Bedeutung als Investor, Versicherer und Rückversicherer wohl unübersehbare Folgen für das Finanzsystem insgesamt gehabt hätte. Das bisher letzte Glied in dieser Kette von Ereignissen in den USA war das Aus der Sparkasse Washington Mutual, die in Teilen an die Geschäftsbank JP Morgan Chase verkauft wurde.

Die zunehmende Zahl von Zusammenbrüchen auch großer Finanzinstitute, die steigenden Belastungen durch Wertverluste und Kreditausfälle, die einbrechende Marktkapitalisierung der Banken, Versicherungen und Investmentfonds sowie nicht zuletzt das Ausbleiben privatwirtschaftlicher Lösungen zur Rettung angeschlagener Unternehmen deuten darauf hin, dass es sich nicht mehr um eine bloße Liquiditätskrise handelt und eine systemische Solvenzkrise des amerikanischen Bankensektors derzeit nicht mehr ausgeschlossen werden kann. Vor diesem Hintergrund reagierte die amerikanische Regierung mit einem Hilfsprogramm im Umfang von 700 Mrd. Dollar, das Anfang Oktober durch den Kongress beschlossen wurde. Darin wird das Finanzministerium ermächtigt, notleidende Kredite und Kreditderivate von Banken zu kaufen bzw. zu garantieren, um diesen die Restrukturierung ihrer Bilanzen zu erleichtern.¹²

Zuvor hatte die amerikanische Regierung schon eine Reihe von anderen Maßnahmen ergriffen, um den Finanzsektor zu stabilisieren. So hatte sie am 19. September – kurz nach Bekanntwerden der Schieflage bei AIG – für vorerst drei Monate eine Garantie für Geldmarktfonds abgegeben, um ein Übergreifen der Krise auf bislang nicht betroffene Segmente zu verhindern. Am 22. September änderte sich der Status der noch verbliebenen Investmentbanken, Goldman Sachs und Morgan Stanley, die nunmehr als Geschäftsbanken der Bankenaufsicht unterstellt sind und dem Einlagensicherungssystem der FDIC angehören, wodurch deren Refinanzierungsmöglichkeiten gestärkt werden sollen. Jüngst hat sich die Fed bereiterklärt, Geldmarktpapiere von nicht-finanziellen Unternehmen aufzukaufen.

In Europa mehren sich seit Mitte September 2008 die Zeichen, dass der Finanzsektor deutlicher von der Krise betroffen ist als bislang angenommen. In Deutschland waren bereits 2007 einige Banken, darunter die IKB und mehrere Landesbanken, in Schieflage geraten. Im September konnte die Hypo Real

¹² Vgl. Kasten 1.1 in Kapitel 1, S. 16.

Estate die Finanzierung des Kreditportfolios ihrer Tochter Depfa Bank nicht mehr sicherstellen; Anfang Oktober wurde eine Insolvenz durch Kredite von rund 50 Mrd. Euro verhindert, die zu einem großen Teil von einem Konsortium deutscher Banken und durch die Bundesregierung verbürgt wurden. In den Benelux-Staaten konnte der Finanzkonzern Fortis in einer konzertierten Aktion der drei Regierungen durch eine staatliche Übernahme von Unternehmensanteilen vor einer Insolvenz bewahrt werden. In Großbritannien, wo bereits zu Beginn der Finanzmarktkrise die Hypothekenbank Northern Rock zusammengebrochen war, wurde im September 2008 der größte Baufinanzierer, die Halifax Bank of Scotland (HBOS), von Lloyds übernommen, um eine Insolvenz des Unternehmens zu verhindern. Zuletzt bot die britische Regierung an, sich mit bis zu 50 Mrd. Pfund an acht Großbanken zu beteiligen. Darüber hinaus übernahmen die Regierungen mehrerer Staaten der Europäischen Union in unterschiedlichem Umfang Staatsgarantien für Einlagen bei Banken, allen voran die irische Regierung und die deutsche Bundesregierung. Am 8. Oktober senkten wichtige Notenbanken, darunter die Fed, die EZB und die Bank von England, die Leitzinsen um 50 Basispunkte.

In Japan sind die Risikoprämien auf dem Interbankengeldmarkt in den vergangenen Monaten nicht so stark gestiegen wie in den USA und in Europa. Außerdem waren japanische Banken zuletzt in der Lage, dem amerikanischen Bankensystem Kapital zuzuführen; so erwarb die Mitsubishi USJ Financial Group Ende September für 9 Mrd. US-Dollar 21 % der Anteile an Morgan Stanley im Zuge einer Kapitalerhöhung. Dies lässt darauf schließen, dass die Solvenz des japanischen Bankensystems bislang nicht in nennenswertem Umfang beeinträchtigt worden ist.

Die zugespitzte Lage in den Bankensystemen der USA und Europas kann sich jedoch über den internationalen Konjunkturverbund auf andere Volkswirtschaften mit bislang stabilen Finanzsystemen auswirken, wenn von der Krise eine tiefe Rezession in den USA und in Europa ausgelöst würde.

Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft

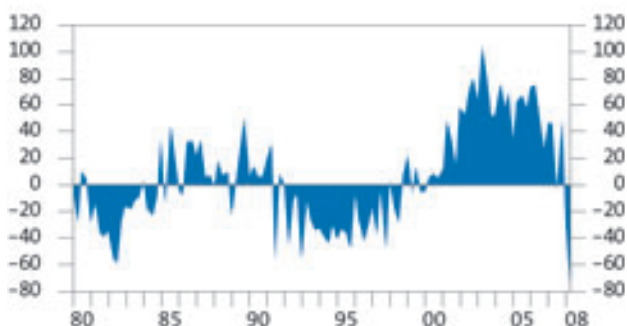
Bankenkrisen hatten in der Vergangenheit häufig negative Auswirkungen auf die realwirtschaftliche Aktivität in den betroffenen Ländern, insbesondere über die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen.¹³ Der Internationale Währungsfonds zählte für den Zeitraum ab 1980 in den Industrieländern 60 Bankenkrisen, auf die in 18 Fällen ein Abschwung und in 17 weiteren Fällen eine Rezession folgte.¹⁴

¹³ Vgl. Dell’Ariccia, G., E. Detragiache und R. G. Rajan (2008), The real effect of banking crisis, *Journal of Financial Intermediation* 17, S. 89–112.

¹⁴ International Monetary Fund (2008), Financial distress and economic downturns, *World Economic Outlook*, Oktober, Kapitel 4.

Abbildung 3.1

Home Equity Withdrawal¹ in den USA 1980 bis 2008; in %



¹Hypothekenaufnahme, die die Wohnungsbauinvestitionen übersteigt, in Relation zu den Wohnungsbauinvestitionen.

Quellen: Federal Reserve Board; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

Die Institute haben im Frühjahrgutachten 2008 fünf Transmissionsmechanismen dargestellt, über die sich die Finanzkrise auf die Realwirtschaft übertragen kann: Vermögenseffekt, Nettovermögenskanal, Bankbilanzkanal, Risikostruktureffekt und Restrukturierungseffekt¹⁵. Eine Quantifizierung dieser Effekte erscheint derzeit zwar nicht möglich, jedoch lassen sich einige Wirkungen beobachten, die Rückschlüsse auf die konjunkturellen Folgen erlauben.

Vor allem in den USA wirkt sich die Krise bereits auf die Konjunktur aus, insbesondere über eine Dämpfung des privaten Konsums und eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für nicht-finanzielle Unternehmen.¹⁶

Über den *Vermögenseffekt* wirkt sich das Abschmelzen der Werte des Immobilien- und Finanzvermögens auf die Konjunktur aus. Hierdurch dürfte die Konsumneigung der privaten Haushalte in den USA bereits gedämpft worden sein. Jedenfalls haben sich die Konsumausgaben kraftlos entwickelt, und daran dürfte sich in den kommenden Quartalen wenig ändern.

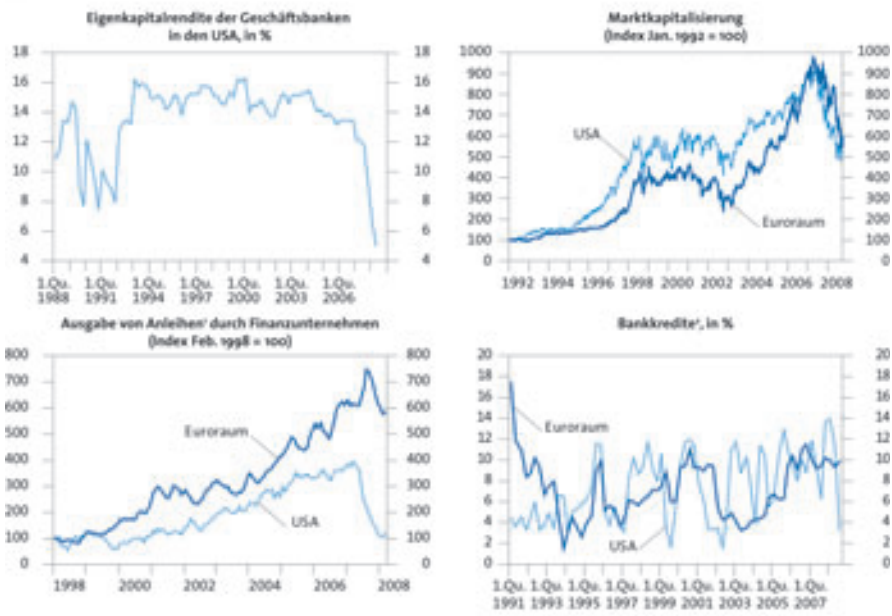
Über den *Nettovermögenskanal* verstärken sich diese dämpfenden Effekte, da mit einem bewertungsbedingtem Rückgang des Nettovermögens die Fähigkeit der Privaten geschwächt wird, ihre Konsum- und Investitionsausgaben durch Kredite zu finanzieren. So werden seit dem Beginn der Finanzmarktkrise Konsumausgaben in abnehmendem Maße durch die Beleihung von Wohneigentum finanziert. Zuletzt wurden insgesamt keine „home equity withdrawals“ mehr beobachtet (Abbildung 3.1). Damit haben sich die zur Finanzie-

¹⁵ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008), Folgen der Immobilienkrise belasten Konjunktur. Essen, S. 10–11.

¹⁶ Vgl. Tong, H. und S.-J. Wei (2008), Real effects of the subprime mortgage crisis: Is it a demand or a finance shock?, *IMF Working Paper* WP/08/186.

Abbildung 3.2

Indikatoren zur Bedeutung des Bankbilanzkanals



¹ Dreimonatsdurchschnitte. – ² Sechsmonatveränderung (annualisiert), für Euroraum aggregiert aus Unternehmens- und Konsumentenkrediten.

Quellen: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Board, Thomson Financial Datastream, Dow Jones, EZB; Berechnungen der Institute.

GD Herbst 2008

zung verfügbaren Ressourcen stark verringert, nachdem über diesen Kanal die Konsumausgaben in den Jahren von 2002 bis 2007 enorm stimuliert worden waren.

Über den *Bankbilanzkanal* ist das Kreditangebot der Banken von der Krise betroffen. Der Preisverfall von Wertpapieren, insbesondere von Derivaten, sowie die zunehmende Zahl der Ausfälle von Hypothekenkrediten haben viele Finanzinstitute zu hohen Abschreibungen gezwungen. Dies schlägt sich in einem Rückgang der Eigenkapitalrendite nieder (Abbildung 3.2). Zugleich ist die Eigenkapitaldecke der Banken bereits deutlich zurückgegangen, was sich ebenfalls in der gesunkenen Marktkapitalisierung der Banken zeigt. Da auch dadurch die Möglichkeit zur Aufnahme von Kapital an den Finanzmärkten insbesondere für Finanzinstitute in den USA derzeit stark eingeschränkt ist, sind die Banken gezwungen, ihr Aktivgeschäft und damit insbesondere die Kreditvergabe einzuschränken, um eine bessere Risikovorsorge zu erreichen. Dabei ging die Verlangsamung der Kreditexpansion bisher vor allem auf einen Einbruch der Immobilienkredite zurück. Umfragen unter Banken zeigen

Abbildung 3.3

Indikatoren zur Bedeutung des Risikostruktureffekts



jedoch, dass diese ihre Kreditvergabestandards auch für Unternehmen und private Haushalte deutlich verschärft haben, was mit Verzögerung zu einer geringeren Kreditvergabe führen dürfte.

Über den *Risikostruktureffekt* steigen die Risikoprämien auch auf Märkten, die nicht direkt von der Krise betroffen sind, da eine Reihe von Instrumenten, die der Risikostreuung dienen, den Finanzmarktakteuren derzeit nicht zur Verfügung steht. Die Märkte für verbriefte Kreditforderungen sind zuletzt zusammengebrochen, insbesondere der für Collateralized Debt Obligations (Abbildung 3.3). Kurzfristig wird der Anstieg der Risikoprämien dabei durch die generell gesunkene Bereitschaft, Risiken zu übernehmen, verstärkt.

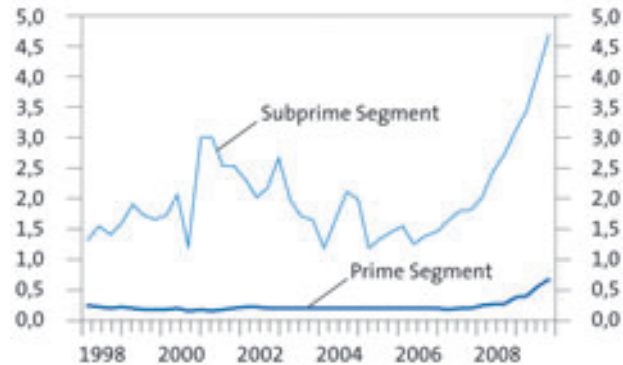
Über den *Restrukturierungseffekt* könnten sich die Banken aufgrund von Liquiditäts- und Solvenzproblemen schließlich gezwungen sehen, Kredite im Falle von Unregelmäßigkeiten zu kündigen und die beliebigen Sicherheiten umgehend zu veräußern, selbst wenn sie so auf Erträge verzichten müssen, die bei geduldiger Kreditpolitik durch Kreditrestrukturierungen und Nachverhandlungen hätten erzielt werden können. Am Hypothekenmarkt der USA ist bereits eine wachsende Zahl von Zwangsversteigerungen zu beobachten (Abbildung 3.4).

Alles in allem waren für die Konjunktur in den USA bisher überwiegend der Vermögenseffekt und der Nettovermögenskanal bedeutsam. Mittlerweile dürfte der Bankbilanzkanal an Bedeutung gewinnen, da die Kreditvergabe deutlich eingeschränkt wird. Dann dürfte die Finanzmarktkrise die Investitionstätigkeit der Unternehmen zusätzlich bremsen. Die anderen Transmissionskanäle sind derzeit wohl von geringerer Bedeutung. Sie könnten aber die längerfristigen Wachstumsaussichten beeinträchtigen. So dürfte der Anstieg

der Risikoprämien bislang eher auf den geringen Risikoappetit der Anleger zurückzuführen sein als auf den Ausfall von Instrumenten zur Risikostreuung. Sollten jedoch diese Instrumente längerfristig ausfallen, könnte dies aufgrund der eingeschränkten Möglichkeit zur Risikodiversifikation dazu führen, dass die Risikoprämien auf Dauer überhöht bleiben, was die Effizienz der Kapitalverwendung einschränkt.

Abbildung 3.4

Zwangsversteigerungen von Wohnimmobilien¹ in den USA 1998 bis 2009; in %



¹Anteil der Wohnimmobilien im Zwangsversteigerungsverfahren am gesamten Hypothekenbestand.

Quelle: Mortgage Bankers' Association of America.

GD Herbst 2008

In Europa sind die bisherigen Auswirkungen der Krise auf die Konjunktur als deutlich schwächer einzuschätzen. Die Immobilienmärkte sind nicht in allen Ländern betroffen und wenn, dann zumeist in geringerem Ausmaß als in den USA. Gleichwohl ist in einigen europäischen Ländern mit weiteren Wertverlusten zu rechnen. Die Finanzmärkte sind zwar in den meisten Ländern Europas betroffen, so dass von dieser Seite dämpfende Vermögenseffekte auf die Güternachfrage ausgehen. Tiefe Bremsspuren bei den Volumina auf den Anleihe- und Kreditmärkten sind indes noch nicht zu beobachten. Auch weiterhin dürfte die im Vergleich zu den USA noch immer höhere Bedeutung langfristiger Finanzierungsbeziehungen (Hausbankenprinzip) die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen nicht-finanzieller Unternehmen geringer halten als in den USA.¹⁷ Trotzdem ist auch in Europa eine deutliche Einschränkung des Kreditvolumens wahrscheinlich. Eine Analyse auf Basis eines vektorautoregressiven (VAR) Modells für Deutschland, das neben den üblichen makroökonomischen Variablen auch das Kreditvolumen und die aggregierte Abschreibungsquote des deutschen Bankensektors umfasst, zeigt, dass der *Bankbilanzkanal* signifikante Auswirkungen auf die Konjunktur

¹⁷ Zur theoretischen Rechtfertigung dieses Arguments vgl. Allen, F. und D. Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge (Mass), Kapitel 16.

hat.¹⁸ Unter der Annahme eines nochmaligen Anstiegs der Abschreibungsquote von knapp 0,7 % im Jahr 2007 auf 1 % (entsprechend der Quote nach dem Platzen der Aktienmarktblase im Jahr 2002) im Jahr 2008 wäre der Produktionszuwachs über die folgenden zwei Jahre um insgesamt rund 1½ Prozentpunkte niedriger.

Wie hoch der Gesamteffekt auf eine Volkswirtschaft ausfällt, hängt nicht nur von der unterschiedlichen Struktur der Finanzsysteme, sondern auch von den wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen ab. Dies zeigt ein Blick zurück auf vergangene Banken Krisen in entwickelten Volkswirtschaften. Die gesamtwirtschaftlichen Effekte fielen nämlich sehr unterschiedlich aus, je nach dem wie zügig die Regierungen der betroffenen Länder eingriffen und ob sie dabei ein fallweises Krisenmanagement betrieben oder eine umfassende Lösung der zugrunde liegenden Probleme im Bankensektor anstrebten. Rasch und mit einem umfassenden Programm reagierte die Regierung in Schweden auf die dortige Bankenkrise zu Beginn der neunziger Jahre. Die fiskalischen Kosten, die bei den Maßnahmen zur Eindämmung der Krise anfielen, beliefen sich nach jüngsten Schätzungen¹⁹ auf insgesamt etwa 3,6 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, und die Produktion hat binnen vier Jahren zum alten Trendwachstumspfad aufgeschlossen; allerdings erreichte die Wirtschaft zwei Jahre nach Ausbruch der Krise eine vorübergehende Unterauslastung von knapp 5%. In Japan, wo der Bankensektor ebenfalls zu Beginn der neunziger Jahre in eine Krise geriet, lagen zwischen den ersten großen Bankenpleiten mit nachfolgenden bankspezifischen Rettungsaktionen (Dezember 1994) und dem Inkraftsetzen einer systemischen Rettungsaktion (Februar 1998) mehr als drei Jahre. Hier zog sich die Krise bis in das Jahr 2002 hin. Sie war mit fiskalischen Kosten in Höhe von 24 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um ein Vielfaches höher als in Schweden; nach vier Jahren lag die Produktion in Japan 17,6 % unterhalb des Niveaus, welches sich bei Fortschreibung des Trendwachstums ergeben hätte.²⁰

Maßnahmen zur Eindämmung der Bankenkrise

Um die Optionen der Wirtschaftspolitik im Fall einer Finanzkrise beurteilen zu können, müssen deren Ursachen identifiziert werden. Grundsätzlich ist es

¹⁸ Für eine ausführliche Beschreibung ähnlicher Modelle vgl. Dovern, J., C.-P. Meier und J. Vilsmeier (2008), How resilient is the German banking system to macroeconomic shocks?, *Kiel Working Papers* 1419.

¹⁹ Vgl. Laeven, L. und F. Valencia (2008), Systemic banking crisis: A new database, *IMF Working Paper* WP/08/224.

²⁰ Zur Bankenkrise in Schweden vgl. Englund, P. (1999), The Swedish banking crisis: Roots and consequences, *Oxford Review of Economic Policy* 15, S. 80–97; und zur japanischen Bankenkrise vgl. Bebenroth, R., D. Dietrich und U. Vollmer (2007), Bank regulation and supervision in Japan and Germany: A comparison, *RIEB Discussion Paper Series* No. 211, Kobe University.

dabei wichtig, zwischen einer Liquiditäts- und einer Solvenzkrise des Bankensystems zu unterscheiden, weil die Wahl der wirtschaftspolitischen Mittel entscheidend vom Charakter der Krise abhängt. Bei einer Liquiditätskrise deckt der Nettobarwert der Forderungen zwar den der Verbindlichkeiten des gesamten Bankensystems. Allerdings klaffen zwischen den Ertragsströmen und den fälligen Verbindlichkeiten erhebliche zeitliche Lücken, d.h. die zu einem bestimmten Zeitpunkt im Bankensektor mobilisierbaren Mittel genügen nicht, um die ebenfalls zu diesem Zeitpunkt fälligen Verbindlichkeiten zu befriedigen. Bei einer Solvenzkrise hingegen droht der Nettobarwert der Forderungen, den das Bankensystem per saldo hält, unter den seiner Verbindlichkeiten zu sinken.

Zu Beginn stellten sich die Probleme im internationalen Finanzsystem noch als Liquiditätskrise dar, die im Wesentlichen durch eine Vertrauenskrise im Bankensektor ausgelöst wurde. Zwischen den Handelspartnern am Geldmarkt gab es beträchtliche Informationsasymmetrien bezüglich der von ihnen gehaltenen Risiken. Diese schränkten die Möglichkeiten der Banken sehr stark ein, einzelne Finanztitel vor Fälligkeit zu veräußern (Marktliquidität) oder zu beleihen (Finanzierungsliquidität).²¹ Dieses mangelnde Vertrauen erfasste in zunehmendem Maße auch Forderungen, die nicht unmittelbar von den Verwerfungen an den Immobilienmärkten betroffen waren, insbesondere von institutionellen Investoren verwaltete Anlagen.

Der Schlüssel zur Lösung einer Liquiditätskrise liegt zunächst bei den Zentralbanken. Sie haben ihr liquiditätspolitisches Instrumentarium eingesetzt. In den USA wurde es um neue Instrumente ergänzt; das Eurosystem konnte seine durch die Gestaltung des geldpolitischen Rahmens gegebene Flexibilität ausschöpfen.

Da die Vertrauenskrise nicht aufgelöst werden konnte, droht zu der Liquiditätskrise eine Solvenzkrise hinzuzukommen. Eine Ursache für diese neue Qualität liegt darin, dass die Illiquidität bestimmter Finanzprodukte bei den bestehenden Rechnungslegungsvorschriften erhebliche Abschreibungen erforderte, die das Eigenkapital der Banken schmälerten. Hinzu kommt, dass der Wettbewerb um die noch verfügbaren liquiden Finanzmittel die Refinanzierungskosten der Banken auf dem Geldmarkt in die Höhe trieb, während gleichzeitig die Renditen für sichere Staatspapiere vor allem mit kurzer Restlaufzeit aufgrund der krisenbedingten Flucht in Sicherheiten niedrig sind. Schließlich konnten es sich schwach kapitalisierte Banken immer weniger leisten, vom Ausfall bedrohte Kreditforderungen in langwierigen Prozessen einzufordern, da der Wert der hinterlegten Kreditsicherheiten (z.B. Immo-

²¹ Zu den Interdependenzen zwischen Finanzierungs- und Marktliquidität und den damit verbundenen Folgen für die Finanzstabilität vgl. Brunnermeier, M. K. und L. H. Pedersen (2008), Market liquidity and funding liquidity, *Review of Financial Studies* (im Erscheinen).

lien) weiter zu sinken droht.²² Dies alles hat zum Abschmelzen der Eigenkapitalbasis der Banken beigetragen.

Systemische Banken Krisen folgten in der Vergangenheit häufig einem ähnlichen Muster. Eine wichtige Lehre aus früheren Krisen ist, dass während einer Bankenkrise die Aufnahme von Eigenkapital an den Märkten üblicherweise behindert ist. Hierfür kann es mehrere Gründe geben. Ein wichtiger Grund ist, dass Banken befürchten, durch eine Kapitalerhöhung als „schwache“ Institute ausgewiesen zu werden; dieses Stigma-Problem war beispielsweise 1998 in Japan zu beobachten, wo viele Banken sogar die in Aussicht gestellte Nothilfe der Regierung nicht annahmen.²³ Ein weiterer Grund ist der bestehende Schuldenüberhang, der die Attraktivität einer Kapitaleinlage erheblich einschränkt, da frisches Kapital auch zur Haftung für bereits bestehende Verbindlichkeiten herangezogen würde. Zudem haben Bankaktionäre und das Management einen Anreiz, auf einen staatlichen „Bail out“ zu spekulieren, weshalb sie die Rekapitalisierung mit privatem Kapital hinauszögern wollen.

Eine drohende systemweite Bankeninsolvenz erfordert staatliches Eingreifen, da die Rekapitalisierung durch Marktkräfte nicht funktioniert und eine solche Krise mit beträchtlichen Externalitäten verbunden wäre. Dabei muss im Vordergrund stehen, das gesamte Bankensystem rasch zu rekapitalisieren, um die realwirtschaftlich bedeutsame Intermediationsfunktion des Bankensektors wieder herzustellen.²⁴ Allerdings sollte eine solche staatlich initiierte Rekapitalisierung so gestaltet werden, dass damit verbundene Fehlanreize und Ineffizienzen möglichst gering sind (Kasten 3.1).

In früheren Banken Krisen wurden bereits einige Lösungsansätze angewendet, und in der wirtschaftspolitischen Diskussion findet man eine Reihe weiterer Vorschläge. Derzeit bestimmen den Diskurs vier Ansätze: ein Dividendenmoratorium in Verbindung mit einem „Debt for Equity Swap“, die Ausgabe von Vorzugsaktien an den Staat, die Schaffung einer staatlichen Überbrückungsbank („Bridge Bank“) sowie die Gewährung von staatlichen Garantien für Banken (Kasten 3.2). Dabei können einzelne Programme verschiedene Ansätze kombinieren; so enthält das Rettungspaket der US-Regierung Elemente einer Überbrückungsbank, der Ausgabe von Aktien an den Staat und einer Übernahme staatlicher Garantien.

²² Vgl. Dietrich, D. und U. Vollmer (2007), Why do banks hold capital in excess of regulatory requirements? A functional approach, *DBW – Die Betriebswirtschaft* 67 (2), S. 153–166.

²³ Dort wurden damals nur etwas mehr als 6 % der gesamten vom Staat zur Verfügung gestellten Finanzmittel abgerufen.

²⁴ Vgl. Diamond, D. W. und R. G. Rajan (2005), Liquidity shortages and banking crisis, *Journal of Finance* 60, S. 615–647.

Kasten 3.1

Grundsätze und Ziele bei der Bewältigung von Finanzkrisen

Zur Beurteilung wirtschaftspolitischer Handlungsoptionen zur Abwendung einer Solvenzkrise des Bankensektors werden hier Kriterien herangezogen, die sich an anerkannten wirtschaftspolitischen Grundsätzen und Zielen orientieren:

- *Wiederherstellung der Intermediationsfunktion des Finanzsystems.* Die Rekapitalisierung des Bankensystems muss geeignet sein, das Neugeschäft von Banken und anderen Finanzdienstleistern zu fördern, damit die Ersparnisse wieder in ihre produktivste Verwendung fließen.
- *Keine Vergesellschaftung der Verantwortung.* Die Maßnahmen sollten vermeiden, dass die Fehler honoriert werden, die von den Anteilseignern und dem Management der Kreditinstitute zu verantworten sind und zu der Krise beigetragen haben.
- *Wettbewerbsneutralität.* Aus Wettbewerbsgesichtspunkten sollte die Rekapitalisierung nicht fallweise (also nicht für jeweils einzelne Banken, die gerade vor dem Aus stehen), sondern systemweit (also für alle Banken) nach einheitlichen Standards durchgeführt werden.
- *Keine Behinderung der notwendigen Marktberreinigung.* Eine Rekapitalisierung darf nicht den erforderlichen Konsolidierungs- und Restrukturierungsprozess im Finanzsystem behindern. So sollten schwache Kreditinstitute mit stark unterdurchschnittlichen Ertragsaussichten keine Nutznießer des staatlichen Eingreifens werden.
- *Minimierung der erwarteten Belastung für die Steuerzahler.* Der Einsatz der Instrumente muss so gewählt werden, dass die Belastungen für die Steuerzahler minimiert werden. Um dies zu erreichen, sollte der Staat auch an den Gewinnen partizipieren, die sich aus einer Entspannung der Lage ergeben.
- *Förderung privater Initiativen zur Stabilisierung.* Nach den Grundsätzen der Marktwirtschaft sollten private Anleger so weit wie möglich bei der Lösung einer Krise mit einbezogen werden.
- *Umsetzbarkeit.* Ein Verfahren der Rekapitalisierung sollte praktikabel und rasch implementierbar sein sowie möglichst keine Anreize zur Manipulation durch Marktteilnehmer bieten.

Diese Ansätze sollen hier vorrangig unter den im Kasten 3.1 beschriebenen ökonomischen Aspekten bewertet werden. Eine – zweifellos wichtige – Abschätzung der rechtlichen Probleme bei der Umsetzung einzelner Maßnahmen kann von den Instituten nicht geleistet werden. Allerdings sollten ökonomische Argumente in der Diskussion der Vorschläge Vorrang haben, da es sich bei der Krise in erster Linie um ein ökonomisches Problem handelt. Zudem ist festzustellen, dass jede der vorgeschlagenen Maßnahmen in modernen Rechtsstaaten schon einmal auf die eine oder andere Weise implementiert wurde.

Ein Vergleich der Vorschläge erfordert eine Gewichtung der verschiedenen Ziele, da kein Ansatz im Hinblick auf alle Kriterien dominiert. Dabei kann sich in konkreten Einzelfällen die Gewichtung durchaus in Abhängigkeit vom Ausmaß der Krise und der Dringlichkeit einer Lösung unterscheiden. So kann es beispielsweise geboten sein, wie anfänglich in den USA und zuletzt auch in Europa, zunächst die Insolvenz einzelner Banken durch Einzelmaßnahmen zu verhindern, weil die Zeit zur Ausarbeitung einer breiter angelegten Lösung des eigentlichen Problems im konkreten Fall nicht ausreicht. Allerdings wird

Kasten 3.2

Vorschläge zur Bewältigung der gegenwärtigen Bankenkrise

Gegenwärtig werden in der wirtschaftswissenschaftlichen und -politischen Diskussion verschiedene Vorschläge zur Rekapitalisierung des Bankensystems vor allem in den USA gemacht. Diese gründen, in unterschiedlicher Stärke, einerseits auf Überlegungen zur systemischen Anwendung von Regeln, die sich bei einzelwirtschaftlichen Konkursverfahren bereits bewährt haben; andererseits tragen sie der Notwendigkeit Rechnung, dass das Bankensystem ohne Kapitalzuführung von außen eine Solvenzkrise nicht überstehen würde. Die folgende Aufstellung fasst wichtige Vorschläge zusammen:

Dividendenmoratorium und „Debt for Equity Swaps“. Ein Weg, die Eigenkapitalbasis des Bankensystems zu stärken, besteht darin, dass zum einen die bisherigen Gläubiger der Banken auf ihre Forderungen verzichten und stattdessen Anteilseigner der Banken werden und zum anderen die Dividendenauszahlung an die bisherigen Aktionäre bis zur Wiedererlangung der Ertragskraft und Stabilität der Finanzinstitute ausgesetzt wird. Ziel ist es, die im Bankensystem bereits verfügbaren Ressourcen, insbesondere die internen Finanzierungsmittel, in größtmöglichem Umfang zur Stärkung der Kapitalisierung einzusetzen. Dieses Instrument ähnelt dem Insolvenzverfahren nach Chapter 11 in den USA und wurde dort im Grundsatz schon während der Großen Depression angewendet¹.

Ausgabe von Vorzugsaktien an den Staat. Dieser Vorschlag zielt darauf ab, dem Bankensektor im Zuge einer Außenfinanzierung frisches Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Da die Banken in der gegenwärtigen Lage aus verschiedenen Gründen nicht in der Lage sind, genügend Eigenkapital durch Neuemissionen aufzunehmen, legt der Staat Kapital bei den Banken ein. Als Gegenleistung erhält er Vorzugsaktien, wodurch er an den wirtschaftlichen Erfolgen nach Überwindung der Krise partizipieren wird. Dies entspricht in den Grundzügen der Vorgehensweise der Reconstruction Finance Corporation in den USA in den 1930er Jahren².

Schaffung einer Überbrückungsbank („Bridge Bank“). Der Staat gründet bei diesem Konzept eine Holding, die komplett in Staatsbesitz ist und Banken, die vor einer Insolvenz stehen, übernimmt. Dabei werden sowohl die verbleibenden Forderungen als auch die Verbindlichkeiten an die Holding übertragen; Altaktionäre haften dabei üblicherweise vorrangig für Ausfälle. Ziel der Holding ist es, die verbleibenden Vermögenswerte in einem geordneten und zeitlich begrenzten Verfahren zu veräußern. Diese Vorgehensweise wurde beispielsweise 1992-1997 in Schweden und seit 1994 in Japan zur Lösung systemischer Banken Krisen eingesetzt.

Staatsgarantien. Bei dieser Vorgehensweise übernimmt der Staat bestimmte Ausfallbürgschaften. Hierbei kann eine Minderung des Risikos für den Fiskus dadurch sichergestellt werden, dass private Banken ebenfalls Haftungszusagen machen, die denen des Staates gegenüber am besten vorrangig sind. Ein Mittelzufluss in den Bankensektor findet nicht statt. Ein aktuelles Beispiel ist das Vorgehen der Bundesregierung im Fall der Hypo Real Estate.

¹Siehe Zingales, L. (2008), Why Paulson is wrong, in: FT.com – The Economists' Forum, <http://blogs.ft.com/wolfforum/2008/09/why-paulson-is-wrong/>. Download am 24.09.2008.

die Wiedererlangung der vollen Funktionsfähigkeit des Finanzsystems hinausgezögert, wenn nur die jeweils schwächsten Banken unterstützt, aber keine Maßnahmen zur Gesundung des gesamten Bankensystems ergriffen werden. Es besteht dann die Gefahr, dass die gestützten Banken in die Lage versetzt werden, im Wettbewerb um Refinanzierungsmittel höhere Zinsen auf Einlagen zu bieten und dadurch die Refinanzierung anderer Banken zu verteuern. Dies belegen besonders deutlich die Erfahrungen bei der Bewältigung der ja-

panischen Bankenkrise in den neunziger Jahren.²⁵ Auch deshalb ist für den Fall, dass sich die Eigenkapitalsituation des Bankensystems weiter verschärfen sollte, ein auf die Rekapitalisierung des Gesamtsystems zielender Ansatz erforderlich.

Aus ökonomischen Gesichtspunkten spricht einiges für die Zufuhr von Eigenkapital mittels „Debt for Equity Swaps“. Sie ist dann am effektivsten, wenn dies bei allen Banken gleichzeitig erfolgt, unabhängig von ihrer jeweiligen Kapitalstärke. Allerdings besteht hier ein Koordinationsproblem („free riding“), da Altgläubiger „guter“ Banken stets die Option haben abzuwarten, ob der Staat vor Ausbruch einer systemischen Krise den „schlechten“ Banken mit einem „Bail out“ hilft. Durch dieses Verhalten besteht die Gefahr, dass bei einer drohenden systemischen Krise ohne wirtschaftspolitische Gegenmaßnahmen auch gut aufgestellte Banken insolvent werden können. Es wäre daher aus Gründen der Anreizeffizienz von Vorteil, wenn die Wirtschaftspolitik einen „Debt for Equity Swap“ für alle Banken durchsetzen könnte und so das Koordinationsproblem auflöste. Insbesondere die vergleichsweise gut kapitalisierten Banken würden aus einer solchen koordinierenden Maßnahme Vorteile ziehen. Denn die über eine Zunahme von Vertrauen in die Solvenz von Geschäftspartnern entstehende Beruhigung auf den Geldmärkten würde dazu führen, dass sich die Marktliquidität und damit schließlich auch die Finanzierungsliquidität verbessern würden, wodurch der Druck auf die Eigenkapitalbasis vor allem der gut kapitalisierten Banken nachlasse und damit der Wert der von den Altgläubigern gehaltenen Anteile stiege.²⁶ Neben dem Koordinationsproblem besteht gerade bei extremer Unterkapitalisierung des Bankensystems jedoch auch die Sorge, dass mittels „Debt for Equity Swap“ die Eigenkapitaldecke der Banken quantitativ nicht ausreichend gefestigt wird.

In diesem Fall müsste der Finanzsektor von außen frisches Kapital zur Verbesserung der Eigenkapitalquote erhalten. Wenn aufgrund der bereits angeführten Gründe eine Rekapitalisierung durch Marktkräfte nicht ausreicht, dann sollte der Staat über den Erwerb von Vorzugsaktien dem Bankensektor Beteiligungskapital bereitstellen. Hierbei wäre es von Vorteil, wenn mit der Ausgabe von Vorzugsaktien an den Staat eine Emission neuer Anteile am Kapitalmarkt kombiniert wird. Beispielsweise könnte der Staat öffentliche Mittel proportional zu den privaten Kapitaleinlagen investieren.²⁷ Zum einen wird

²⁵ Zu den Folgen dieser Politik für die Restrukturierung des japanischen Bankensystems vgl. Caballero, R. J., T. Hoshi und A. K. Kashyap (2006), *Zombie lending and depressed restructuring in Japan*, *NBER Working Paper* No. 12129.

²⁶ Sowohl ein obligatorisches Aussetzen der Dividendenzahlungen, verbunden mit „Debt for Equity Swaps“, als auch die Anordnung einer Kapitalerhöhung stellen erhebliche Eingriffe in die Rechte der Alteigentümer oder -gläubiger dar, wohl aber keine größeren als beispielsweise bei der Schaffung einer staatlichen Überbrückungsbank.

dadurch die Bereitschaft der Privaten stimuliert, dem gestressten Bankensektor ebenfalls neues Kapital zur Verfügung zu stellen. Zum anderen können auf diese Weise auch angemessene Emissionskurse festgestellt werden, denn erstens dürften die Marktteilnehmer die Vermögen der Banken tendenziell besser beurteilen können als der Staat, der einen Vergleich der Stärke der verschiedenen Banken allein nicht leisten kann. Zweitens wird verhindert, dass der Staat bei den Rekapitalisierungsverhandlungen mit den betroffenen Banken aufgrund der Informationsvorsprünge des Bankmanagements einen Aufschlag auf die tatsächlichen Anteilswerte bezahlen müsste.²⁸

Vor allem wegen unerwünschter Stigmatisierung besteht aber das Problem, dass Banken weder beim Staat noch am Kapitalmarkt Mittel aufnehmen wollen. Auch in diesem Fall kann (ungeachtet der damit verbundenen rechtlichen Schwierigkeiten) eine staatliche Anordnung zur Rekapitalisierung zumindest bei den systemwichtigen Banken helfen, die Negativauslese infolge asymmetrischer Informationsverteilungen auf den Finanzmärkten zu mildern. Wenn dies gelingt, dann werden vor allem die ohnehin finanziell besser aufgestellten Banken in die Lage versetzt, schwächere Institute zu übernehmen oder Vermögenstitel zu kaufen, die nach langfristigen Renditegesichtspunkten unterbewertet sind.

In der gegenwärtigen Lage sollte die Wirtschaftspolitik nicht der Versuchung erliegen, ausschließlich bereits angeschlagene Banken mit dem Ziel zu unterstützen, ein Übergreifen auf andere Banken zu vermeiden. Diese Maßnahmen dürften zwar zur Beruhigung der Märkte beitragen. Bei der Lösung der gegenwärtigen Probleme sollte indes auch dafür gesorgt werden, die bislang noch gesunden Banken in einem hinreichend stabilen Zustand zu halten. Als eine effektive vorausschauende Lösung bietet sich an, über ein Dividendemoratorium und einen „Debt for Equity Swaps“ die im Bankensektor verfügbaren Mittel zu halten. Diese Maßnahmen sollten ergänzt werden durch eine Ausgabe von Vorzugsaktien an den Staat, verbunden mit einer Neuemission von Aktien an Private.

Die Schaffung einer Überbrückungsbank ist hingegen nicht zu empfehlen, da hierdurch die Märkte in zu geringem Umfang an der Lösung der Probleme be-

²⁷ Zu Details eines solchen Maßnahmenpakets vgl. Calomiris, C. W. (2008), The subprime turmoil: What's old, what's new, what's next, http://www.aei.org/publications/pubID.28720/pub_detail.asp. Download am 3.10.2008. Vorschläge zu einer staatlich verordneten Rekapitalisierung finden sich bei Rajan, R. G. (2008), Desperate times need the right measures, in: FT.com – The Economists' Forum, <http://www.ft.com/cms/s/0/13a60574-862b-11dd-959e-0000779fd18c.html>. Download am 19. September 2008.

²⁸ Einen Hinweis darauf, dass solche Ineffizienzen gegenwärtig sind, bietet der jüngste Fall der Hypo Real Estate (HRE). Hier kam es unmittelbar nach der Verkündung des ersten Rettungspakets zu einem sehr kräftigen Anstieg der Aktienkurse für die HRE, d.h. die Anteilseigner der Bank konnten von dem Rettungspaket Vorteile erwarten.

teiltigt werden. Auch sollte der Staat vermeiden, durch Staatsgarantien Verlustrisiken aus dem Bankensektor herauszunehmen, ohne an einer angestrebten Erholung in angemessenem Ausmaß zu partizipieren; dadurch würden deutliche Fehlanreize gesetzt. Eine staatliche Garantie der Einlagensicherung trägt zur Beruhigung der Märkte bei, zur Lösung des Problems muss dem Bankensektor jedoch neues Kapital zugeführt werden.

In der Europäischen Union ist angesichts der engen Verflechtung der nationalen Finanzsysteme das Risiko besonders hoch, dass die Insolvenz von systemwichtigen Banken in einem Land auch die Stabilität der Bankensysteme anderer Länder gefährdet. Nationale Alleingänge zum Schutz des eigenen Bankensystems haben ebenfalls grenzüberschreitende Implikationen, sowohl in Bezug auf die Stabilität der Bankensysteme als auch hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Handlungsspielräume der Partnerländer. Daher ist es sinnvoll, dass den einzelstaatlichen Maßnahmen Konsultationen mit anderen Staaten vorangehen.