



Institut für Makroökonomie
und Konjunkturforschung
Macroeconomic Policy Institute

Policy Brief

Oktober 2008

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

Finanzmarktkrise: erste Hilfe und langfristige Prävention

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

**Hans Böckler
Stiftung**

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

Finanzmarktkrise: erste Hilfe und langfristige Prävention

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

1. Einleitung

Die Weltwirtschaft steht an einer Zeitenwende. Die Krise auf den Finanzmärkten breitet sich aus und wird tiefer. Nichts, einschließlich des kompletten Zusammenbruchs des Finanzsystems, kann zum jetzigen Zeitpunkt ausgeschlossen werden. Das Finanzsystem durchläuft einen dramatischen Wandel und wird sich nach der Krise grundlegend geändert haben. Gefordert sind kurzfristige Notfallmaßnahmen, um das Schlimmste für das Finanzsystem selbst, aber insbesondere für die Realwirtschaft zu verhindern. Zudem müssen gleichzeitig dringend Präventionsmaßnahmen ergriffen werden, die künftige Krisen möglichst im Keim ersticken oder es zumindest erleichtern, sie zu bekämpfen.

Im Folgenden sollen zwei Szenarien entwickelt werden: das des schlechteren Falls (worse case) und das des besseren Falls (better case). Da Krisenlagen wie die gegenwärtige durch einen Zusammenbruch bestehender Strukturen gekennzeichnet sind, helfen quantitative Modelle, die von einer Strukturkonstanz ausgehen, für die Abschätzung der Konsequenzen im Moment kaum weiter. Die Szenarien müssen daher qualitativ bleiben. Sie enthalten dabei zwangsläufig auch eine politische Komponente, weil die Politik mittlerweile durch die vielfältigen Rettungsversuche eng mit dem Finanzsektor verwoben ist.

2. Das Szenario des schlechteren Falles (SSF)

Ausgehend von der aktuellen Lage, in der weltweit zunehmend Banken wegen Liquiditäts- und Eigenkapitalmangels scheitern, das US amerikanische Rettungspaket erst nach längeren Verhandlungen angenommen wurde und in Europa Banken zum Teil verstaatlicht werden, wird die aktuelle Tendenz fortgeschrieben. Dabei wird im SSF immer eine relativ pessimistische, aber gleichwohl nicht unwahrscheinliche Variante gewählt.

Die Refinanzierung des Bankensektors hängt seit geraumer Zeit am Tropf der Zentralbanken, da die Vertrauenskrise zwischen den Banken jede kurzfristige Ausleihe als zu großes Risiko erscheinen lässt. Der Interbankenmarkt, der normalerweise den Liquiditätsbedarf von Banken ausgleicht, ist seit dem Kollaps von Lehman Brothers und den Verzögerungen in der Annahme des US-amerikanischen Rettungspaketes völlig zusammengebrochen. Das Grundproblem der Finanzmarktakteure sind damit die fehlenden bzw. sehr teuren alternativen Refinanzierungsmöglichkeiten mit der Folge eines akuten Liquiditätsmangels. Dadurch wird zum einen die Einhaltung von Eigenkapitalvorschriften erschwert, zum anderen verursacht die teure Liquiditätsbeschaffung, z.B bei der Zentralbank, hohe Kosten.

Im SSF sei unterstellt, dass dieser Prozess sich zunächst unvermindert fortsetzt, auch weil die Umsetzung des Rettungspaketes in den USA wohl einige Wochen dauern wird. Daraus folgt, dass immer mehr Banken illiquide oder sogar überschuldet sein werden. Dies beschränkt sich aufgrund der Finanzverflechtungen nicht nur auf die USA, sondern gilt zunehmend weltweit. Banken und Finanzmarktakteure sind immer weniger bereit, Risiken einzugehen, und schränken aus diesem Grund ihre Kreditvergabe ein bzw. verteuern sie. Verschärft wird diese Entwicklung durch einen globalen Konjunkturerinbruch, bei dem die Unternehmen ihre Investitionspläne zurückfahren, die Kreditnachfrage also sinkt. Damit dürften die längerfristigen Kapitalmarktzinsen niedrig bleiben. Der konjunkturelle Einbruch schlägt sich jedoch auch in einer sich verschlechternden Finanz- und Ertragslage im nicht-finanziellen Unternehmenssektor nieder. Damit wird der Bedarf an Wertberichtigungen und Abschreibungen bei den Kapitaleignern, darunter auch Banken und anderen Finanzmarktakteuren, weiter steigen und so die Krise über einen weiter steigenden Eigenkapitalbedarf anheizen. Die abwärts gerichteten Güter- und Kapitalmarktbebewegungen verstärken sich also wechselseitig.

Vor diesem Hintergrund gerät die Politik zunehmend unter Druck. Der Druck baut sich dabei von zwei Seiten auf. Zum einen benötigen die Finanzmärkte eine dringende Liquiditäts- und Eigenkapitalzufuhr. Zum zweiten muss die einbrechende Konjunktur stabilisiert werden. Im SSF wird davon ausgegangen, dass die Einigung über das Rettungspaket in den USA dazu führt, dass notleidende Schuldtitel im Rahmen einer umgekehrten Auktion aufgekauft werden, bei der derjenige den Zuschlag erhält, der den

niedrigsten Preis fordert. Die geplante Auktion ist mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Die Konzeption des Programms dürfte zum großen Teil von privaten Finanzinstituten im Auftrag des Finanzministeriums erarbeitet werden. Hieraus können sich erhebliche Interessenkonflikte und Abstimmungsprobleme ergeben, da die beauftragten Institute selbst Schuldtitel halten, die bei der Auktion versteigert werden sollen. Der Mangel an Transparenz könnte die Durchführung des Programms noch lange verzögern. Da die vom Kongress bewilligten Mittel kaum ausreichen werden, dürfte es ein Windhundrennen um die niedrigsten Angebotspreise geben.

Die bisherigen und noch zu erwartenden Verzögerungen werden aber immer mehr Banken in Bedrängnis bringen. Der Staat wird daher nach Überwindung der Krise deutlich geringere Erträge als bei rascher Stabilisierung aus dem Verkauf von übernommenen Finanztiteln und Eigentumstiteln an den Banken erzielen können. Aufgrund der Zeitverzögerung sind die Kosten nunmehr deutlich höher und die Wirkungen merklich vermindert. Ersteres ist so, weil sich die Liquiditäts- und Eigenkapitalschwierigkeiten auf immer mehr Banken bis hin zu Insolvenzproblemen ausgeweitet haben werden, letzteres, weil die Konjunkturkrise der Stabilisierung des Bankensektors entgegenwirkt. Im Zuge der Auktion von Finanztiteln müssen wegen der zu erwartenden niedrigen Marktpreise zudem weitere Wertberichtigungen in den Bilanzen von Banken und Versicherungen vorgenommen werden, was gleichfalls die Krise verlängert.

Die Ankündigung der US-amerikanischen Finanzaufsicht SEC, die US-Bilanzierungsregeln dergestalt anzupassen, dass Banken die bei Notverkäufen erzielten Preise für Finanztitel nicht als Bilanz-relevante Marktpreise verwenden müssen, sondern Modellpreise ansetzen können, dürfte sich aber stabilisierend auf die Bilanzen auswirken. Und auch das Federal Reserve System (FED) agiert insgesamt stabilisierend: zum einen wird der Geldmarkt weiterhin mit ausreichend Liquidität versorgt, zum anderen werden die Refinanzierungskosten durch Senkungen des Leitzinssatzes weiter reduziert werden.

In Europa läuft der Prozess der Stabilisierung deutlich zögerlicher ab. Die nationalstaatlich ausgerichtete Strategie mit der Konzentration auf Einzelfalllösungen wird fortgesetzt. Europäisch abgestimmte Konjunktur stabilisierende Maßnahmen werden gar nicht erst in Erwägung gezogen. Die Bankensanierung erfolgt zudem national getrennt und in der Regel als Einzelfallregelung, was den Prozess weiter verzögert, auch wenn die

jüngste Ankündigung der EU-Finanzminister, das Überleben aller wichtigen europäischen Banken zu verbürgen, auf eine stärkere Koordinierung auf europäischer Ebene hoffen lässt. Nationale Zuständigkeiten im Hinblick auf die Banken- und Finanzmarktaufsicht bei grenzüberschreitend aktiven Banken und Versicherungen innerhalb eines Währungsraums mit einem zunehmend integrierten Finanzmarkt stellen hierbei jedoch ein besonderes Problem dar. Insofern wird es weder ein europäisches Rettungspaket analog zu den USA geben, noch scheint eine schnelle Anpassung der Bilanzierungsregeln nach dem IFRS-Standard realistisch zu sein (angekündigt ist sie bis zum Monatsende), sodass die Finanzinstitute zu weiteren Wertberichtigungen und Abschreibungen gezwungen sein werden, die teilweise ihre Solvenz bedrohen. Nichtkoordinierte nationalstaatliche Lösungen verschlimmern die Verwerfungen, wie das Beispiel Irland zeigt. Zwar verhindern vereinzelte staatliche Garantien auf Spareinlagen einen Bank run in diesen Ländern, sie geben jedoch Anreize für rasche Kapitaltransfers in das jeweils vermeintlich sicherere Land und verschärfen daher die Krise in den übrigen Staaten. Da zudem nur einheimische Banken unter den Schutz fallen und nicht die Tochtergesellschaften ausländischer Banken, die sich insbesondere in Irland wegen dort nachlässigen Regulierungen niedergelassen haben, entzieht sich der irische Staat weitgehend den Kosten für die Schäden, die er durch seine mangelhafte Regulierung mit verursacht hat. Dies könnte als schlechtes Vorbild für andere Länder mit ähnlicher Regulierungskultur dienen.

In der EU wird keine Strategie mit einem Paket für den gesamten Finanzsektor beschlossen. Die Europäische Zentralbank (EZB) kommt zwar dem Liquiditätsbedarf des Geldmarktes, wie in der Vergangenheit, nach, ist aber bei der Senkung des Leitzinssatzes und damit den Refinanzierungskosten deutlich zurückhaltender als das FED und reagiert damit nicht angemessen.

Am Ende dieses SSF wird der Staat höher als bisher verschuldet und der Finanzsektor mit massiven Arbeitsplatzverlusten stark geschrumpft sein. Die Konjunktur stabilisiert sich unter hohen gesamtwirtschaftlichen Wachstums- und Beschäftigungsverlusten nur allmählich. Deshalb können auf lange Zeit die übernommenen Finanztitel und Eigentumstitel des Staates an den Banken nicht mit Gewinn verkauft werden, so dass die Schuldenlast hoch bleibt. Als Anbieter sicherer Schuldtitle stabilisiert der Staat jedoch die Finanzmärkte.

Auch in der weiteren Zukunft bleibt das Wachstum bei geringer Kreditnachfrage des realen Sektors schwach, denn auch die Kreditvergabebereitschaft des überlebenden Bankensektors wird auf Jahre hinaus gedämpft sein. Der Staat wird versuchen, seinen Schuldenstand durch eine Konsolidierungsstrategie zurückzufahren. Wird dies, wie in der Vergangenheit häufig praktiziert, ohne Rücksicht auf die Konjunktur erfolgen, drohen hierdurch fortwährend dämpfende Effekte. Dies bedeutet auch, dass der Staat auf Jahre hinaus als Impulsgeber ausfällt, da er durch einen hohen Schuldendienst gelähmt ist. Die Bedeutung von Finanzzentren ist insgesamt geschrumpft. Am stärksten ist dieser Effekt in Großbritannien und den USA.

Insgesamt wird das Wachstum weltweit einbrechen, wobei dies in Europa etwas weniger stark der Fall sein könnte. Besser schneiden dabei jene Länder ab, in denen die Binnennachfrage stark ist. Jene Länder, in denen das Wachstum stärker auf Exporten beruht, dürften wegen der allgemeinen weltwirtschaftlichen Schwäche stärker leiden. Dazu gehört insbesondere auch Deutschland. Alles in allem wird die Weltwirtschaft auf einen Pfad schwachen Wachstums mit stagnativen Tendenzen in den USA und teilweise in Europa, darunter zunächst auch in Deutschland, einschwenken.

3. Das Szenario des besseren Falls (SBF)

In diesem Szenario kommt es in den USA zu einer raschen Umsetzung eines Maßnahmenpakets mit zwei Komponenten. Wie im SSF werden mittels staatlicher Ressourcen über eine umgekehrte Auktion Schuldtitel aufgekauft. Der zu erwartende niedrige Preis wird aber nicht Bilanz-wirksam, die Banken müssen deswegen also keine Wertberichtigungen vornehmen, und zwar weder in den USA noch in Europa. Dadurch wird der Druck, am Kapitalmarkt immer neue finanzielle Ressourcen zu immer ungünstigeren Konditionen aufzutreiben, vermindert.

Der Staat kann auf zweifache Weise die Finanzmärkte kurzfristig stabilisieren: Entweder er kauft „schlechte“ Schuldtitel auf oder er übernimmt Bürgschaften. Sollten im letzteren Fall diese Bürgschaften in Anspruch genommen werden, sind Eigentumsübertragungen an den Staat z.B. durch Ausgabe entsprechender Vorzugsaktien vorzunehmen. Die Einigung in den USA scheint ansatzweise in diese Richtungen zu gehen, wobei der Schwerpunkt

auf dem Aufkauf notleidender Finanztitel liegen wird. In Europa ist das bislang wesentlich unklarer. Die Ankündigung der EU-Finanzminister, für das Überleben der wichtigsten europäischen Banken zu bürgen, geht immerhin schon in die richtige Richtung. Empfehlenswert wäre, dass auf der Basis von ECOFIN Beschlüssen rasch konkretere Regelungen für die gesamte EU übernommen werden. Der nationale Einzelfallkurs wird damit verlassen und durch eine koordinierte europäische Lösung ersetzt. Sowohl in den USA als auch in der EU übernimmt der Staat temporär eine vollständige Garantie auf alle privaten Spareinlagen. Auch hier gilt: Wird die Garantie fällig, sind von Seiten der Banken Eigentumsübertragungen an den Staat vorzunehmen.

Die zweite Komponente besteht in einem Konjunkturprogramm, das die Wirtschaft insgesamt stimuliert. Das FED unterstützt die finanzielle und reale Stabilisierung durch die Bereitstellung von hinreichender Liquidität und durch niedrige Leitzinssätze. In Europa wird in prinzipiell gleicher Weise auf nationaler Ebene verfahren, ebenso in Asien. Dies bedeutet, dass auch die EZB neben der Bereitstellung von hinreichender Liquidität zu einer deutlichen Senkung der Leitzinssätze übergeht.

Zwar dürften der finanzielle Aufwand für den Staat durch die Konjunkturkomponente und die Staatsgarantien zunächst höher sein als ohne diese, aber im Laufe der Zeit dürfte sich der höhere Anfangsaufwand mehr als ausgleichen. Denn die Banken erholen sich rascher aufgrund der schneller wieder Fuß fassenden Konjunktur. Damit werden sie ihre Vorsicht bei der Kreditvergabe schneller überwinden und den Unternehmenssektor hierdurch stimulieren. Es entsteht nunmehr im SBF, anders als im SSF, eine positive Wechselwirkung zwischen Konjunktur und Konsolidierung des Finanzsystems. Dies führt auch zu höheren Steuereinnahmen des Staates. Gleichzeitig erlaubt die raschere Konsolidierung des Bankensektors einen schnelleren Verkauf der staatlichen Anteile am Bankensystem sowie der übernommenen Finanztitel zu einem höheren Preis. Damit kann die Schuldenlast wieder reduziert werden.

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

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

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

4. Längerfristige Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors

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

Zu unterscheiden ist dabei zwischen Maßnahmen, die präventiv wirksam sind, und jenen, die im Fall einer niemals auszuschließenden zukünftigen Krise ergriffen werden sollten.

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

Ein wesentlicher Beitrag zur Erhöhung der Markttransparenz und damit auch der Verminderung von Marktzutrittschranken besteht in der Standardisierung von Finanztiteln sowie der Verringerung außerbörslichen und außerbilanziellen Handels. Auf europäischer Ebene sollte eine gegebenenfalls bei der EZB oder der EU-Kommission angesiedelte Einrichtung über diese Standards entscheiden. Sind die Finanztitel standardisiert, relativiert sich der Informationsvorteil des Anbieters gegenüber dem Käufer, der dann besser über die mit dem Kauf verbunden Risiken informiert ist. Die Standardisierung reduziert zugleich die gesamtwirtschaftlichen Kosten für den Handel mit solchen Produkten. Zwar steht sich der Verkäufer aufgrund des Verlustes seines Informationsvorsprungs schlechter als zuvor, dies wird durch die Vorteile der Käufer sowie durch den leichteren Marktzutritt mehr als ausgeglichen. Das ermöglicht eine bessere Marktsteuerung der Risiken als bisher. Gerade ihre Konzentration auf wenige Spezialbanken erwies sich im Verlauf der derzeitigen Krise als fatal.

Zur Vermeidung von Spekulation mit Krediten sollten intransparente, nicht-standardisierte Finanzprodukte verboten werden. Zudem sollte eine Prüfstelle für Finanzprodukte eingerichtet werden („Finanz-TÜV“), die über die Einhaltung der Standards wacht. Bisher weitgehend unreguliert agierende Finanzinstitutionen wie Hedge-Fonds, Investmentfonds und Private-Equity-Fonds sollten ähnlich wie Geschäftsbanken stärker als bisher der öffentlichen Aufsicht unterliegen. Im Grundsatz sollte gelten, dass

gleiche Geschäfte mit gleichen Risiken auch gleich reguliert werden, unabhängig von der Rechtsform der am Geschäft Beteiligten.

Die Verbriefung von Krediten sollte deutlich eingeschränkt werden und die Geschäftsbanken wieder auf ihre originäre Rolle zurückgeführt werden: Überprüfung von Kreditwürdigkeit, Kreditvergabe und Überwachung der Kreditverwendung und -bedienung. Bei der Verbriefung von Krediten sollte der Originator 10% der Kredite in seiner Bilanz halten müssen, damit er einen Anreiz zur Begrenzung der Ausfallunsicherheit hat. Genauso sollten die Bonussysteme der Finanzinstitute (aber auch der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften) dahingehend angepasst werden, dass sie sich weniger an kurzfristigen Erfolgen orientieren, sondern die längerfristige Solidität von Anlageentscheidungen belohnen. Man könnte hier über ein Bonus- *und* Maluskonto nachdenken, über das erst nach einem längeren Zeitraum verfügt werden kann.

Weiterhin sind die für das zulässige Kreditvergabevolumen von Finanzinstituten relevanten Bilanzierungsregeln zu überdenken. Nach den IFRS-Standards und der Basel-II-Regulierung müssen Finanzinstitute je nach Risikobewertung ihrer Anlagen Eigenkapital vorhalten. Allerdings hat sich im Vorfeld und während der aktuellen Krise gezeigt, dass die Risikobewertung durch Rating-Agenturen oder durch Banken zu einer ausgeprägten Prozyklizität neigt. Im Boom werden etwa die Ausfallrisiken von Krediten als gering bewertet, dies setzt Eigenkapital für weitere Kreditvergabe frei. In der Krise kommt es dann zu plötzlicher Herabstufung von Anlageprodukten, und die Banken geraten in Refinanzierungsschwierigkeiten. Eine mögliche Antwort auf diese Probleme läge etwa darin, alle Unternehmen der Finanzbranche zu verpflichten, Mindestreserven auf ihre Finanzaktiva bei der Zentralbank zu hinterlegen. Im Gegensatz zu den IFRS-Standards/Basel II-Regeln wirken diese „Asset-Based-Reserve-Requirements“ antizyklisch: Bei einem Verfall der Preise von Finanzaktiva, wie gegenwärtig, sinken die Mindestreserveverpflichtungen und es wird Liquidität frei. In einem Boom auf den Vermögenmärkten hingegen sind Banken und Finanzintermediäre gezwungen, höhere Mindestreserven zu halten, wodurch sich ihre Kreditvergabefähigkeit reduziert. Die Mindestreservesätze könnten von der Zentralbank zudem flexibel so gestaltet werden, dass spekulative Übertreibungen in bestimmten Marktsegmenten verhindert werden (z.B. durch hohe Sätze auf Immobilienkredite dann, wenn eine Immobilienpreisblase droht). Um eine europaweite Regulierung des Finanzsektors zu gewährleisten, bedarf es einer

größeren Transparenz, die u.a. durch ein einheitliches Kreditregister für alle Finanzdienstleister erreicht werden kann. Die Bewertung von Finanzaktiva stellt eine öffentliche Aufgabe dar und sollte deshalb von einer öffentlichen Agentur übernommen werden.

Um die durch die Deregulierungen des Finanzsektors erzeugte Kurzfristorientierung und die damit verbundenen Übertreibungen an den Finanzmärkten zu begrenzen und teilweise rückgängig zu machen, sind zudem folgende Maßnahmen erforderlich: die gesetzliche Begrenzung von Aktienrückkäufen, eine Begrenzung und Mindesthaltedauer für Aktienoptionen des Managements, eine Begrenzung der Schuldenfinanzierung von Aktienaufkäufen, eine Kopplung von Stimmrechten an die Aktienhaltedauer, die Einführung einer Finanztransaktionssteuer, sowie die Rücknahme der Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen auch für Kapitalgesellschaften.

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

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

In Deutschland hingegen war die Binnennachfrage in den letzten Jahren ausgesprochen schwach, nicht zuletzt aufgrund der Stagnation der realen Masseneinkommen und der

deswegen gedrückten Konsumnachfrage. Dies bedeutete auch, dass die Kreditnachfrage von privatem und öffentlichem Sektor sich nur schwach entwickelte und die deutschen Finanzdienstleister sich zunehmend auf (riskante) ausländische Märkte konzentrierten. Eine kräftige binnenwirtschaftliche Dynamik bei angemessener Entwicklung der realen Masseneinkommen würde zugleich die Gefahren der Überschuldung bei den privaten Haushalten reduzieren und das Augenmerk des Finanzsektors stärker auf die Finanzierung von Investitionen und Konsum im Inland lenken.

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

Damit es nicht zu Regulierungsarbitrage kommt, Finanzgeschäfte also in den Ländern durchgeführt werden, wo sie am wenigsten streng reguliert werden, sollte es grundsätzlich eine globale Finanzaufsicht zur Überwachung und Regulierung weltweiter Finanzrisiken bzw. wenigstens eine globale Koordinierung der nationalen Aufsichtsbehörden geben. Für die Europäische Union ist aufgrund der zunehmenden Verflechtung der Finanzmärkte eine einheitliche Finanzaufsicht, Einlagensicherung und Vereinheitlichung von Insolvenzregeln dringend erforderlich.

5. Der Weg zu einer stabileren Wirtschaft

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

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

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

Unregulierte Finanzmärkte können störend auf die Realwirtschaft zurückwirken. Dies geschieht im Fall negativer Entwicklungen primär über den Kreditkanal, da die Finanzmarktakteure, insbesondere die Banken, angesichts der gravierenden Entwertung ihrer Anlagen jedwedes Risiko meiden bzw. versuchen, bestehende Risiken abzubauen. Es geschieht aber auch über den Bilanzkanal, indem Vermögenspositionen entwertet werden und hierdurch der Zugang zu Kredit blockiert wird. Zudem wirken Finanzmarktkrisen über destabilisierte und verunsicherte Erwartungen auf die Realwirtschaft zurück. Insgesamt gerät so der realwirtschaftliche Investitionsprozess unter Druck und die Realwirtschaft geht auf Talfahrt. Dieses Übergreifen kann als externer Effekt von Finanzmarktinstabilitäten verstanden werden, der Regulierungen nicht nur rechtfertigt, sondern geradezu erzwingt. In diesen Tagen muss sich die Politik zunächst auf Notfallmaßnahmen konzentrieren. Sobald aber dieser Notfall nicht mehr gegeben ist, müssen Regulierungen in Kraft treten, die Finanzkrisen soweit wie möglich vermeiden helfen und die Wirtschaft bei Eintritt solcher Krisen stärker als bisher schützen.

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

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

Publisher: Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Germany

Phone: +49-211-7778-331, IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

IMK Policy Brief is an irregular online publication series.

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

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

Hans **Böckler**
Stiftung 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.
