

DIE FINANZMARKTKRISE UND DIE FOLGEN – EIN DRAMA IN 5 AKTEN¹

>> Von Hanno Beck und Helmut Wienert >

Prolog:

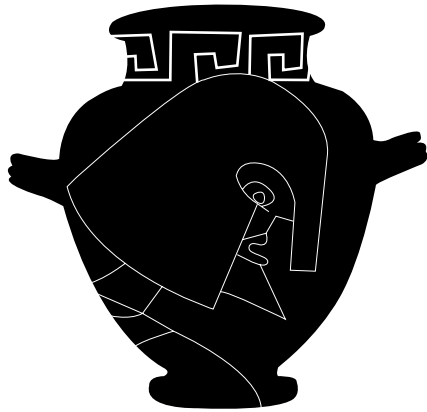
In der griechischen Tragödie wird der Held durch die Götter stets in eine Lage gebracht, in der er Schuld auf sich lädt – egal wie er sich entscheidet. Die Handlung entwickelt dabei eine Eigendynamik, die schließlich im katastrophalen Finale endet. Ausgangspunkt ist häufig Hybris, indem sich der Mensch den Göttern gleich wähnt. Die Finanzmarktkrise ist natürlich nicht von Göttern inszeniert, sondern menschengemacht, enthält aber sonst viele Elemente antiker Tragödien: Leichtfertigkeit, Überheblichkeit bis hin zur Hybris, dadurch Blindheit gegenüber den Risiken des eigenen Handelns, Schuld und Verstrickung, tragische Helden, die moralisch scheitern müssen. Man könnte sich der Finanzmarktkrise auch mit Hilfe der Brecht'schen Konzeption des epischen Theaters schreibend nähern: Ein Lehrstück, in dem die Wirklichkeit in dialektischer Absicht so verfremdet wird, dass die verborgene innere Logik der „neoliberalen“ Verhältnisse ins Auge springt. Eine solche „innere Logik“ gibt es indes nur um den Preis der ideologischen Verkürzung, so dass dieser Ansatz genauso wenig erhellend ist wie die Vorstellung einer „göttlichen Inszenierung“ zur Prüfung der Menschen. Nüchtern betrachtet ist die Finanzmarktkrise wohl eher eine verhängnisvolle Verkettung von wettbewerbsgetriebenen Finanzmarktinnovationen, Fehlanreizen für die Marktakteure, falschen politischen Rahmensetzungen und unglücklichen Umständen des Zusammentreffens. Als didaktischer Rahmen dafür eignet sich das klassische (französische) Drama: Zunächst werden die Akteure vorgestellt, dann wird die Handlung entwickelt und schließlich muss auch die Frage nach den Schuldigen beantwortet werden.

1. Akt: Die Akteure stellen sich vor

Moderne Volkswirtschaften zeichnen sich durch ein außerordentlich hohes Maß an nationaler und internationaler Arbeitsteilung bei der Produktion von Gütern und Dienstleistungen aus. Die Arbeitsteilung wird über das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf Märkten koordiniert und setzt stabile Geld- und Kreditbeziehungen voraus. Effektive Marktkoordination und ein stabiler Finanzsektor entstehen allerdings nicht von allein, sie erfordern vielmehr die ordnende Hand des Staates: Er muss die Spielregeln so vorgeben und durchsetzen, dass der Wettbewerb nicht durch Kartellabsprachen oder politische Interventionen verfälscht wird, und auf den Finanzmärkten muss er durch eine stabile Geldversorgung und regulatorische Vorgaben für die Banken gewährleisten, dass die Geld- und Kreditbeziehungen die Realwirtschaft begünstigen und nicht etwa belasten. Akteur Nummer eins im Drama ist daher der Staat als Regulierer, Akteur Nummer zwei der Staat als Geldversorger, d.h. als Zentralbank. Akteur Nummer drei ist der privatwirtschaftliche Bankensektor, der Akteur Nummer vier, die „Finanzalchemisten“, hervorgebracht hat. Zentral für das Verständnis der Finanzmarktkrise ist das Verständnis der Rolle der privaten Geschäftsbanken; sie sollen daher als Erste vorgestellt werden.

Erster Protagonist: **Geschäftsbanken**. Sie wickeln den Zahlungsverkehr ab, nehmen Spareinlagen entgegen und vergeben Kredite, die in der Regel besichert werden, beispielsweise durch Wertpapiere oder Immobilien. Aus diesen Funktionen einer Bank ergibt sich ein Grundproblem: Die Einlagen der Kunden (das Fremdkapital der Bank) sind in der Regel kleine Beträge, die jederzeit oder nach kurzer Frist wieder abgehoben werden können; die vergebenen Kredite sind hingegen häufig dem Betrag nach relativ groß und haben eine vergleichsweise lange Laufzeit, können also nicht kurzfristig zurückgefordert werden. Aus dieser sogenannten Fristentransformation folgen die banktypischen Risiken: Würden einerseits alle Einlagekunden ihr Geld gleichzeitig abziehen („bank run“), wäre die Bank zahlungsunfähig, da das Geld ja langfristig als Kredit vergeben worden ist, würden andererseits viele Kredite

¹ In einem nicht nur hochschulweit stark beachteten Vortrag hatte sich Prof. Dr. Hanno Beck im Rahmen seiner Vorlesung „Makroökonomie“ am 17.12.2008 mit den Ursachen der Finanzmarktkrise auseinandergesetzt; auf dieser Basis entstand der nachfolgende Artikel.



nicht zurückgezahlt, wäre sie ebenfalls illiquide. Eine Bank muss daher sorgfältig auf ihre Reputation achten und den Kunden zeigen, dass ihr Geld sicher ist. Banken garantieren daher aus Eigeninteresse durch freiwillige Einlagensicherungssysteme die Sicherheit der Kundeneinlagen, auch die gesetzliche Einlagensicherung dient dazu, das Vertrauen der Kunden in das Bankensystem zu stärken. Die Bank kann zusätzliche Vorkehrungen treffen: Rücklagen („Kasse“) wirken als Schutzkissen gegen einen zu großen Abzug von Mitteln und sind regulatorisch durch internationale Abkommen (Basel I und II) in einer bestimmten Mindesthöhe vorgeschrieben. Auch eine hohe Eigenkapitalausstattung dient als Puffer gegen überraschenden Geldabzug; hier gibt es ebenfalls regulatorische Mindestvorgaben. Hohe als Kasse gehaltene Rücklagen und konservativ in sicheren Wertpapieren angelegtes Eigenkapital schmälern allerdings die Rendite der Bank, genauso wie eine konservativ-vorsichtige, hochbesicherte Kreditgewährung. Für Banken gibt es also Anreize, Kassenbestände klein zu halten, das Eigenkapital im Vergleich zum Fremdkapital zu reduzieren, riskantere Wertpapiere zu kaufen und höherverzinsliche, aber auch riskantere Kredite zu vergeben. Für das Entstehen der Finanzmarktkrise sind zwei damit eng zusammenhängende Tatbestände wichtig: Der sogenannte Leverage-Effekt und die Mark-to-market-Bewertung.

- Als *Leverage* (Hebel) wird das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital bezeichnet. Je mehr Fremdkapital die Bank aufnimmt, umso weniger Eigenkapital braucht man, um Wertpapiere zu erwerben oder Kredite zu vergeben, was die Eigenkapitalrendite erheblich steigen lässt, wenn der Wert der Wertpapiere wächst und die Kredite pünktlich bedient und zurückgezahlt werden. Der Hebel wirkt allerdings auch in die umgekehrte Richtung, verlieren die Wertpapiere an Wert oder platzen Kredite, ist das Eigenkapital der Bank rasch aufgezehrt.
- Die *Mark-to-market-Bewertung* ist eine bankenregulatorische Vorschrift, nach der der Wert der Aktiva zum Marktwert anzusetzen ist. Steigen die Kurse der Wertpapiere, die eine Bank besitzt, so steigt automatisch ihr Eigenkapital, was bei konstantem Hebel die Aufnahme höherer Fremdkapitalmittel (Kredite) anregt; bei fallenden Kursen schmilzt allerdings wegen des gleichen Prinzips das Eigenkapital rasch dahin und es droht (auch wegen regulatorischer Vorschriften über die erforderliche minimale Eigenkapitalausstattung) die Insolvenz der Bank.

Zweiter Protagonist: **Zentralbanken**. Die Zentralbanken – im Euro-Raum die Europäische Zentralbank (EZB), in den USA das Federal Reserve System (Fed) – haben vom Staat das Monopol zur Ausgabe von Banknoten erhalten (sie werden

deshalb auch als Notenbanken bezeichnet), sie wickeln den Zahlungsverkehr unter den Geschäftsbanken ab und statten diese mit Zentralbankgeld aus, indem sie kurzfristige Zentralbankgeldkredite versteigern oder von den Geschäftsbanken Wertpapiere ankaufen. Weil jede Kreditvergabe einer Geschäftsbank einen zusätzlichen Bedarf an Zentralbankgeld erzeugt (denn die Kreditnehmer verwenden einen Teil der Summe als Banknoten und die Zentralbank verlangt für gewährte Kredite der Geschäftsbanken eine bei der Zentralbank zu haltende sogenannte Mindestreserve), kann die Zentralbank die Kreditvergabemöglichkeiten der Geschäftsbanken und damit auch die gesamte Geldversorgung der Wirtschaft steuern. Welchen Kurs sie dabei einschlägt, hängt von politischen Vorgaben ab, denn der Staat definiert die Ziele, die mit der Steuerung der Geldversorgung erreicht werden sollen. Im Euroraum steht das in den Statuten der EZB verankerte Ziel der Preisstabilität im Vordergrund. Die EZB hat sich selbst verpflichtet, die Geldversorgung so zu steuern, dass eine Inflationsrate von im Durchschnitt 2 % je Jahr erreicht wird; in den USA soll die Fed sowohl auf die Begrenzung des Preisanstiegs als auch auf einen hohen Beschäftigungsstand achten. Für das Entstehen der Finanzmarktkrise war entscheidend, dass insbesondere die Fed in den letzten 10 Jahren eine Politik der niedrigen Zinsen und reichlichen Geldversorgung betrieb. Ob bei schwacher Konjunktur (wie nach den Anschlägen vom 11. September) oder bei Börsenturbulenzen (wie nach dem Zusammenbruch der „dot.com“-Blase) – stets drehte die Fed den Geldhahn durch sehr niedrige Zentralbankzinsen auf. Für die Geschäftsbanken haben niedrige Zinsen im vorliegenden Zusammenhang vor allem zwei Folgen: Sie machen eine stärkere Nutzung des billigen Fremdkapitals attraktiv, was den Hebel steigen lässt und wegen gleichzeitig erhöhter Kreditvergabe zu einer Bilanzaufblähung führt; sie zwingen zugleich institutionelle Investoren (Versicherer; Pensionskassen; Versorgungswerke), die traditionell konservativ anlegen, sich nach höherverzinslichen alternativen Anlageformen umzusehen, was Banken einlädt, solche Produkte zu entwickeln.

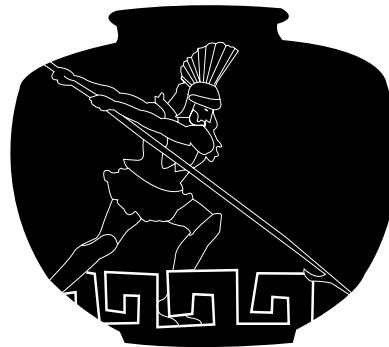
Dritter Protagonist: **Regierungen**. Sie haben wegen der systemischen Risiken im Bankgeschäft erhebliche regulatorische Aufgaben zu erfüllen. Weil die Pleite einer großen Bank das Vertrauen in das gesamte Finanzsystem erschüttern kann, organisieren sie die staatliche Einlagensicherung und eine Bankenaufsicht. Sie treffen zudem durch staatliche Abkommen mehr oder weniger wirksame Vorkehrungen dagegen, dass es zu einem internationalen Unterbietungswettbewerb bei der Regulierung der Finanzmärkte kommt. Dabei tauchen erhebliche Probleme auf, denn natürlich gibt es Anreize für niedrige Regulierungsstandards, weil regulatorische Auflagen nicht nur höhere Risiken, sondern zugleich auch höhere Renditen verringern. Nicht zuletzt aus diesem Grund sind unregulierte exotische Bankplätze wie die Cayman-Inseln entstanden, aber auch in hochentwickelten Ländern gibt es für Staaten Anreize, „ihren“ Banken aufsichtsrechtlichen Rabatt zu gewähren. Da Regulierungen der Bankentätigkeit dem Wähler kaum zu vermitteln sind, kann es nicht verwundern, dass sie bei Politikern in normalen Zeiten wenig Interesse an diesem Thema finden. In der Summe sind Verbesserungen der internationalen Bankenregulierung und -aufsicht ein schwieriges Geschäft, das mit dem Tempo der Finanzmarktveränderungen häufig nicht Schritt hält. Die Regierungen sind aber nicht nur als marktordnende Regulatoren Beteiligte im Drama, sondern auch als Marktakteure: In den USA, aber auch in anderen Ländern,

sind preiswerte Eigenheime als Teil des „american dream“ erklärtes politisches Ziel, das über zahlreiche Instrumente (z.B. Zinsverbilligungen, staatliche Garantien, Steuerzuschüsse) verfolgt wird. Banken in staatlichem Eigentum agieren auf den Finanzmärkten als Konkurrenten zu privaten Banken, und nicht zuletzt spielt auch politischer Druck auf Notenbanken zu freigiebiger Ausweitung der Liquidität für das Entstehen der Finanzkrise eine Rolle.

Vierter Protagonist: **Finanzalchemisten**. Mit diesem etwas despektierlichen Namen werden hier Spezialisten belegt, die mit Hilfe mathematischer Risikomodelle immer neue, innovative Finanzmarktprodukte entwickelt haben. Wichtig im vorliegenden Zusammenhang sind dabei zwei Techniken: Verbriefung und Strukturierung. Mit der Verbriefung werden nicht handelbare Kredite in Form eines Wertpapiers handelbar gemacht. Das ist eine gewaltige Neuerung, denn traditionell hielten die Banken gewährte Kredite über die gesamte Laufzeit haftend in ihrer Bilanz; mit Hilfe der Verbriefung konnten die aus der Fristentransformation resultierenden Risiken an andere Institutionen weitergereicht werden, was Platz für neue Kreditgewährung schuf. Durch Strukturierung werden aus den handelbaren Krediten verschiedene Risikoklassen für jeden Risikoappetit gebildet. Das der Verbriefung zugrunde liegende Kreditpaket wird dazu in Tranchen aufgeteilt. Die Tranchen sind nachrangig zugriffsberechtigt: Die erste Tranche wird aus den laufenden Kreditzinseingängen vorrangig bedient, erst wenn diese Ansprüche befriedigt sind, fließt Geld in die zweite Tranche usw. Um den Handel mit diesen Papieren in Schwung zu bringen, standen Rating-Agenturen bereit. Im Auftrag der strukturierenden Institution verliehen sie dem größten Teil des problematischen Kreditpakets erstklassige Bonitätsnoten. Durch diese Technik konnten aus hochriskanten Gesamtpaketen Wertpapiere gebildet werden, die auch von Versicherungen, Pensionskassen und Banken gekauft werden konnten, denen Investments in riskante Anlagen regulatorisch untersagt waren. Als Folge von Verbriefung und Strukturierung wurden die Banken bei der Kreditvergabe sorgloser, und die Käufer der Verbriefungen wurden zu indirekten Kreditgebern (Schattenbanken). In der Summe stieg dadurch das Geldschöpfungspotential der Geschäftsbanken, der leichte Zugang zu Kredit gab der Konjunktur einen kräftigen Schub.

2. Akt: Die Vorböten der Krise

Über Jahre hinweg entwickelte sich auf den Finanzmärkten eine Aufwärtsspirale: Die Geldpolitik sorgte für niedrige Zinsen, die Regierungen förderten Immobilienbesitz, die Banken zauberten von den Regulierungsbehörden unbehelligt strukturierte Produkte. Durch die Ausweitung der kreditfinanzierten Nachfrage lief die Konjunktur rund, die Häuserpreise und Wertpapierkurse stiegen, die Besitzer solcher Aktiva fühlten sich reicher und gaben mehr aus, was der Konjunktur weiteren Schwung verlieh. Durch die gestiegenen Vermögenswerte konnten noch größere Kreditsummen besichert werden, was zu neuen Verbriefungen führte, die wegen der guten Renditen von einer wachsenden Schar von Anlegern gekauft wurden. Der Anstieg der Vermögenspreise ließ das Eigenkapital der Banken wachsen, was wegen des Leverage-Effekts zu weiterer Kreditvergabe anregte usw. Erste Vorböten der Krise zeigten sich 2006 in der immer stärkeren Überhitzung der Immobilienmärkte in den USA, denn die dort besonders großzügig (leichtfertig) vergebenen Hypothekarkredite machten einen erheblichen Teil der weltweit gehandelten strukturierten Verbriefungen aus.



Der Fall **Hypo Real Estate** steht beispielhaft für die Vorphase der Krise. Das Geschäftsmodell dieser Bank bestand darin, mit großem Leverage-Faktor langfristig laufende Kreditverbriefungen zu kaufen und diese mit kurzfristig geliehenem Geld zu finanzieren. Solange die Zinsen auf langfristige Kredite höher sind als für die kurzfristige Finanzierung, verdient man damit naturgemäß Geld. Wenn sich die Zinsstruktur allerdings dreht, was im Verlauf des Jahres 2006 immer fühlbarer wurde, da die Fed zur Bekämpfung der überschäumenden Nachfrage die Zentralbankzinsen erhöhte, rutscht man genauso schnell in Verluste. Wegen des sehr großen Hebels war zudem kaum Eigenkapital als Puffer vorhanden. Mit ähnlichen Problemen wurden auch die Mittelstandsbank **IKB** und die staatliche Landesbank **Sachsen LB** konfrontiert. Sie hatten sogenannte Zweckgesellschaften (Rhineland funding; Ormond Quay) im Ausland gegründet. Deren Aufgabe war der nicht in die Bilanzierung und damit die Eigenkapitalunterlegung der Muttergesellschaft eingehende Kauf von verbrieften Krediten – wieder finanziert mit kurzfristigen Einlagen. Mit der Zinswende in den USA bekommen die Zweckgesellschaften das gleiche Liquiditätsproblem wie die Hypo-Real-Estate. Um das Einsammeln von Anlegergeld bei den Zweckgesellschaften zu erleichtern, hatten die IKB und die Sachsen LB ihren Zweckgesellschaften jeweils eine Kreditlinie für mögliche Liquiditätsausfälle eingeräumt. Da dafür wegen der außerbilanziellen Führung der Gesellschaften kein Eigenkapital zurückgestellt worden war, musste die Inanspruchnahme dieser Kreditlinien die Muttergesellschaften mit in die Tiefe reißen. Vorböten des Crashes ist der grundlegende Wandel auf dem Immobilienmarkt der USA. Im zweiten Halbjahr 2006 beginnen die Häuserpreise zu fallen. Immer mehr Hauskäufer geraten in Zahlungsverzug. Im Bankensektor nehmen die Zweifel am Wert der strukturierten Produkte und an der Bonität der Handelspartner (andere Banken, Zweckgesellschaften, Investmentfonds) zu: Welche Folgen ergeben sich für mich, wenn die Gegenpartei die gewährten Kredite nicht zurückzahlen kann (counterparty-risk), weil sie sie in faule Wertpapiere gesteckt hat? Die wachsende Verunsicherung führt dazu, dass das Handelsvolumen schrumpft, die gegenseitige Kreditvergabe nachlässt. Der „worst case“ wird aber noch nicht ernsthaft betrachtet, da man davon ausgeht, dass im Zweifel der Staat einspringt. Die Pleite der US-Investmentbank **Lehman Brothers** lässt auch diese Hoffnung schwinden. Der Geldmarkt – also die gegenseitige Vergabe von kurzfristigen Zentralbankgeldkrediten unter Banken – bricht völlig zusammen, die Geldmarktzinsen schießen in die Höhe, gleichzeitig setzt eine Flucht in sichere Staatsanleihen ein, was deren Kurse treibt und die langfristigen Kapitalmarktzinsen sinken lässt.

3. Akt: Der Crash

Nach der Lehman-Pleite kämpfen die Banken gleich an mehreren Fronten: Die Immobilienpreise sinken, immer mehr Immobilienkredite werden notleidend, die Besicherung der Kredite ist faktisch nicht mehr vorhanden, die Zweckgesellschaften verlieren wegen des nun nicht mehr attraktiven Geschäftsmodells ihre Einlagen und fordern die gewährten Kreditgarantien ein, was die garantierenden Banken in Bedrängnis bringt, da sie sich am ausgetrockneten Geldmarkt keine Liquidität verschaffen können. Die Flucht der Anleger in sichere Staatsanleihen lässt den Wert aller anderen Papiere abstürzen, was wegen der „mark-to-market“-Bewertung das Eigenkapital der Banken und damit deren Kreditvergabefähigkeit reduziert. Schließlich wittern auch noch die Kunden Unheil; ein „bank run“ droht. Die Krise, die bislang nur Spezialinstitute betroffen hatte, hat damit den gesamten Bankensektor erfasst: Kassenreserven sind weg, Eigenkapital ist verloren, frisches Geld ist auf den Märkten wegen des allgemeinen Misstrauens nicht aufzutreiben. Weil die Banken selbst Liquidität benötigen, werden keine neuen Kredite mehr vergeben und gewährte Kreditlinien nicht mehr verlängert. Aus der Krise weniger Banken wird so eine systemische Bankenkrise; alle Banken, auch die gesunden, sind betroffen. Da zugleich auch die Kreditgewährung an die Nichtbanken austrocknet, greift die Krise von den Finanzmärkten auf die Realwirtschaft über: Investitionen werden unterlassen, die Konsumausgaben eingeschränkt.

4. Akt: Die Rettung

Nachdem das ganze Ausmaß des Desasters deutlich geworden ist, springt der Staat in praktisch allen Ländern den Banken mit mehr oder weniger weit gefassten Hilfsmaßnahmen bei. Die **Notenbanken** senken ihre Zinsen zum Teil in raschem Tempo und gewähren auch dann noch Kredite an Geschäftsbanken, wenn diese nur kaum verkäufliche Wertpapiere als Sicherheiten anbieten. Die **Regierungen** schnüren große Rettungspakete, mit denen der Zusammenbruch von weiteren Banken verhindert werden soll. Spektakulär ist im Spätherbst 2009 die Erklärung der deutschen Bundeskanzlerin, dass der Staat alle Einlagen auf Giro-, Spar- und Terminkonten garantiert. Diese nicht einklagbare, eher psychologisch wichtige *Staatsgarantie* soll einen drohenden „bank run“ (wie im September 2007 bei der britischen Hypothekbank „Northern Rock“) verhindern; verstärkt allerdings zugleich die Besorgnisse in der Bevölkerung bezüglich des Ausmaßes der Krise. Weitere Maßnahmen des Staates in Deutschland zielen darauf ab, den Banken *frisches Kapital* zu verschaffen, um so die Illiquidität abzuwenden und die Fähigkeiten der Banken, Kundengelder zurückzuzahlen und neue Kredite zu vergeben, zu stärken. Zuletzt wird sogar die staatliche Bereitschaft erklärt, im Bedarfsfall vorübergehend auch die Kapitalmehrheit zu übernehmen. Durch geänderte *Bewertungsvorschriften* soll das „mark-to-market“-Problem reduziert werden. Die wegen des Marktzusammenbruchs in wichtigen Segmenten des Interbankenhandels praktisch unverkäuflichen Wertpapiere sollen so zu einem (allerdings kaum kalkulierbaren) längerfristigen Substanzwert angesetzt werden können, was den Abschreibungsbedarf verringert und die Eigenkapitaldecke erhöht. Durch staatliche *Kreditgarantien* im Interbankenhandel soll die Bereitschaft der Banken, sich untereinander Kredit zu geben, erhöht werden. Schließlich ringen sich die Regierungen in den meisten Ländern auch noch zu einem Konjunkturpaket durch, um eine Abwärts-Spirale von Nachfrage und Produktion zu verhindern.

5. Akt: Die Schuldigen werden enttarnt

Wer trägt die Schuld an dem Finanzmarktdesaster? In der Öffentlichkeit ist rasch ein nicht als Protagonist aufgetretener Schuldiger identifiziert: **Der freie Markt**. Angeblich hätten radikale Marktideologen die Kapitalmärkte weltweit dereguliert und so der Gier nach Höchstrenditen Tür und Tor geöffnet. Freie Märkte würden zu wilden Übertreibungen neigen, die riskantesten Spieler belohnen, ahnungslose Anleger um ihr Ersparnis bringen und einer Kaste von Geldakrobaten ermöglichen, Millionen-, ja Milliardenvermögen zu Lasten der Allgemeinheit zusammenzuraffen. Der Staat müsse deshalb schützend eingreifen, die Märkte regulieren, den Wettbewerb in geordnete Bahnen lenken, den Zusammenbruch von Unternehmen verhindern, um Arbeitsplätze und Einkommen zu sichern. Diese Fundamentalkritik am Prinzip freier Märkte ist nicht nur völlig überzogen, sondern im Kern auch falsch: Freie Betätigung auf Märkten bringt bei vernünftigen politischen Rahmenbedingungen in aller Regel bessere Ergebnisse als staatsinterventionistisch zurechtgebogene Märkte.

Der Ablauf des Dramas hat gezeigt: Der **Staat** ist nicht nur Teil der Lösung, sondern auch Teil der Ursache des Problems. Die *Notenbanken* haben mit einer viel zu großzügigen Geldversorgung wesentlich zum Entstehen spekulativer Blasen auf Aktien- und Immobilienmärkten beigetragen. Die *Regierungen* haben über staatliche Banken am großen Kreditrad mitgedreht und in ihrer Rolle als aufsichtsführende Eigentümer versagt. Mit der massiven Eigenheimförderung (vor allem in den USA) haben sie das Entstehen großer Mengen „fauler“ Kredite begünstigt. Der Anpassung der staatlichen Regulierung an die Möglichkeiten, die sich für Banken aus den neuen Finanzmarktinstrumenten ergaben, haben sie kaum Aufmerksamkeit geschenkt.

Was ist die Schuld der **Banken**? Illegale Handlungen (Anlegerbetrug) kamen wohl vereinzelt vor, aber nicht im großen Stil. Im großen Stil wurden vielmehr Regulierungslücken ausgenutzt; sie handelten gegen den Geist der bestehenden regulatorischen Vorschriften, was in der Gründung von außerbilanziellen Zweckgesellschaften besonders klar zum Ausdruck kommt. Ganz offensichtlich hat auch das bankinterne Risikomanagement versagt: Risiken, die man ausgelagert glaubte, kamen durch die Hintertür wieder in die Bilanz hinein, was im Fall IKB/Sachsen LB besonders plastisch deutlich wird. Bei den Vergütungsregeln für Bankmanager sind ebenfalls Fehler gemacht worden, die starke Beteiligung an Gewinnen ohne entsprechende Beteiligung an Verlusten hat riskante Strategien wie den Einsatz großer Hebel begünstigt.

Schließlich die **Finanzalchemisten**. Grundsätzlich sind Verbriefungen eine gute Sache: Das Risiko wird auf mehrere Schultern verteilt, was die Systeme insgesamt stabiler macht. Das Kernproblem der aktuellen Krise ist eher, dass die Verteilung unzureichend gelungen ist, am Ende landete es doch wieder in der Bankbilanz. Auch die Strukturierung von Produkten und andere Finanzmarktinnovationen (z.B. Kreditausfallversicherungen) sind prinzipiell positiv zu bewerten, weil sie maßgeschneiderte Lösungen ermöglichen. Dieser Vorteil schlägt allerdings zum Nachteil um, wenn die Produkte so komplex werden, dass die Bankkunden in der Anwendung überfordert werden, in manchen Fällen sind wohl auch Bankangebote mit so heißer Nadel gestrickt worden, dass die Finanzalchemisten selbst den Überblick verloren hatten. Sehr bedenklich und für das Ausmaß der Krise gravierend war das Zusammenspiel von Produktentwicklern und -bewertern: Banken- und Fondmanager erklärten den Rating-Agenturen ihre neuen Produkte und bezahlten den Zertifizierungsprozess. Dass solche Strukturen nicht zu kritischem Nachfragen anregen, liegt auf der Hand. Erschwerend kommt hinzu, dass selbst bei kritischem Nachfragen eine realistische Bewertung nicht einfach gewesen wäre, weil Erfahrungswerte für die Kalibrierung der Risikomodelle nur für die „Schönwetterperiode“ vorlagen, denn mit Ausbruch der Krise brach zugleich der Bewertungsmarkt zusammen.

Epilog

Die Finanzmarktkrise und der anschließende Einbruch der Realwirtschaft sind zweifellos ein Desaster. Natürlich treten jetzt Propheten des Untergangs der Marktwirtschaft bzw. Apologeten umfassender Staatseingriffe mit starkem Rückenwind auf, doch sollte das nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Befolgen ihrer Rezepte in die Irre führen würde. Aus der Krise wird eine neue Architektur der Finanzmarkt-aufsicht entstehen, die ähnliche Schiefereien verhindern dürfte. Das ist allerdings keine Garantie dafür, dass dann keine Krisen mehr auftreten können. Kern jeder echten Krise ist ja gerade, dass sie *nicht* vorhergesehen wurde. Besserwisser, die es schon immer haben kommen sehen, sind im Nachhinein an jeder Ecke zu finden, aber irgendeine Außenseitermeinung gibt es jederzeit zu jedem Problem. Die Finanzmarktinnovationen sind eine übliche Form des technischen Fortschritts. Bei Innovationen ist meist ein klassischer Zyklus zu beobachten: Begeisterung. Übertreibung. Krise. Läuterung. Wie die Läuterung im Einzelnen aussehen wird, ist heute noch ungewiss. Gewiss ist dagegen, dass danach neue Innovationen mit neuen Krisenpotenzialen auftauchen werden. Gewiss ist auch, dass die Staaten noch lange unter der jetzt aufgenommenen Schuldenlast leiden werden



Dr. Hanno Beck und Dr. Helmut Wienert
sind Professoren für Volkswirtschaftslehre.