

April 09

Internationale Finanzkrise: Konsequenzen für die Bankenregulierung und die Geldpolitik

Manfred J.M. Neumann
Universität Bonn

In diesem Vortrag werde ich zuerst kurz und relativ summarisch auf die Ursachen der internationalen Finanzmarktkrise eingehen, um mich dann der Hauptfrage zuzuwenden, was getan werden kann, um die Funktionsfähigkeit des Bankensystems wiederherzustellen und Vorsorge zu treffen, dass es nicht so leicht wieder zu einer solch schweren Finanzkrise kommen kann, wie wir sie gegenwärtig erleben.

Ursachen der Krise

Was zunächst die Ursachen der Finanzkrise angeht, so sind sie meines Erachtens in dem Dreiklang einer allzu lang geführten Politik des allzu leichten Geldes in den USA und Europa, einer allzu oft kaum zu durchschauenden internationalen Verbriefung heterogener Schulden und einer von den Aufsichtsbehörden geduldeten Regulierungsarbitrage in großem Stil zu suchen. Die Federal Reserve, die Zentralnotenbank der USA, hat von Herbst 2001 bis Herbst 2005 die Politik eines forciert niedrigen Zinsniveaus verfolgt. Der kurzfristige Realzins war negativ; er lag die meiste Zeit bei circa – 1 Prozent. Die Europäische Zentralbank, die EZB, ist der Fed gefolgt, wenngleich mit einem etwas moderaterem Kurs. Im Euroraum lag der kurzfristige Realzins in den Jahren 2003-2005 bei etwa 0 Prozent. Mit solch überexpansiver Geldpolitik wurde für ein Klima leichter Finanzierungsbedingungen gesorgt mit der Folge jahrelang anhaltend steigender Preise von Vermögensaktiva, von den Immobilienpreisen bis zu den Aktienkursen. Zugleich kam es zu der sich international sprunghaft ausbreitenden Praxis des Bündelns, Verbriefens und Veräußerns aller Arten von Krediten, vom Hypothekarkredit bis zu Kreditkartenschulden. Die Finanzinstitute gewöhnten sich daran, Kredite zu vergeben ohne die Schuldnerisiken und die Fragilität der gewählten Konstruktionen hinreichend einschätzen zu können; man verließ sich auf die standardisierten Siegel der Ratingagenturen (senior, mezzanine, junior). Und schließlich haben eine Reihe großer amerikanischer und europäischer Banken die Bankenregulierung durch Gründung von außerhalb der Bilanz geführten und sehr kurzfristig finanzierten Zweckgesellschaften

umgangen, und dies ist von der Bankenaufsicht teils nicht bemerkt, teils offenbar geduldet worden. Man kann daher durchaus feststellen, dass der moderne Staat versagt hat.

Marktversagen?

Die Zuspitzung der internationalen Finanzmarktkrise seit September 2008 hat den Kritikern der Marktwirtschaft enormen Auftrieb gegeben. Das war zu erwarten, haben doch die Finanzmärkte nach verbreitetem Urteil offenkundig versagt.

Von Marktversagen sprechen die Ökonomen, wenn der Wettbewerb in einem Markt aufgrund von Kostendegression unvermeidlich in eine ständig zunehmende Konzentration und schließlich in ein (natürliches) Monopol degeneriert. Eine für die Finanzmärkte weit bedeutendere Form von Marktversagen stellt der Zusammenbruch des Zahlungs- und Kreditsystems infolge eines unter den Einlegern um sich greifenden Vertrauensverlustes in die Sicherheit der Einlagen dar. Die klassische Bankenkrise ist der Ansturm der Einleger auf die Bankschalter, bei dem die Kunden versuchen, ihre Einlagen vollständig in Form von Bargeld abziehen. Gerät eine Geschäftsbank zu Recht oder zu Unrecht in den Ruch kurz vor der Pleite zustehen, dann kann sie die von den Kunden verlangte Rückzahlung sämtlicher Einlagen nicht aus eigener Kraft leisten, weil sie die Einlagen in mittel- und längerfristige Kredite an Unternehmen und Haushalte transformiert hat, die nicht einfach gekündigt werden können. Muss die Bank daher ihre Zahlungsunfähigkeit erklären, so löst das einen Ansturm auf alle anderen Banken aus, die ihrerseits aufgeben müssen, mögen sie auch noch so solide Bankgeschäfte betrieben haben. Der Bankenmarkt kann also in dem Sinne versagen, dass er bei fehlendem Vertrauen der Kunden zusammenbricht und die Geschäftsbanken sich nicht selber aus dieser Misere wieder befreien können, sondern dafür der helfenden Hand des Staates, insbesondere der Zentralnotenbank, bedürfen.

Tatsächlich war es in Deutschland im vergangenen Oktober nahe daran. Das Eingreifen der Bundesregierung am 5. Oktober mit der Bekanntgabe einer Garantie sämtlicher persönlicher (Spar-) Einlagen durch den Staat hat verhindert, dass es zu einer Panik und damit zu einem Zusammenbruch des Geldsystems in Deutschland kam. Ähnliche staatliche Zusagen wurden in anderen Ländern gegeben, besonders umfassend in Irland. Und während der deutsche Bundesfinanzminister anfangs noch meinte, öffentlich über die Amerikaner spotten zu müssen, die merkwürdiger Weise glaubten, in einer Marktwirtschaft müsse der Staat sich

notfalls an den privaten Banken beteiligen, hat die deutsche Regierung inzwischen den Staat nicht nur mit 25 Prozent an einer privaten Großbank beteiligt, sondern einen staatlichen Schutzschirm für die Banken in Höhe von 480 Milliarden Euro bereitgestellt, und zwar 400 Milliarden für Garantien von Interbankkrediten und 80 Milliarden für staatliche Beteiligungen an Finanzinstituten und für Risikoübernahmen.

Garantien für einzelne Banken oder für den Interbankenmarkt?

Allerdings steht der von einer neu geschaffenen Institution, dem Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung SoFFin, zu verwaltende Schirm nur für die eventuellen Notfälle einzelner Banken bereit. Schutz wird auf Antrag gewährt. Das bedeutet, eine einzelne Bank kann staatlichen Schutz in Form beispielsweise einer Garantie ihrer Anleiheemissionen erlangen, aber der Bankenmarkt als Ganzes kann es nicht. Das grundlegende Problem eines fehlenden Vertrauens in die Marktpartner wird mit einem einzelfallorientierten Ansatz nicht behoben. Wie die hohen Spreads am Interbankenmarkt signalisieren, vertrauen die Banken einander wenig oder sogar gar nicht. Eine Bank A ist nur bereit einer Bank B zu leihen, wenn es eine hinreichende Sicherheit gibt, das Kapital plus vereinbarte Verzinsung zurück zu erhalten. Diese Sicherheit kann die Bank B jetzt der Bank A durch Beschaffung einer Garantie des Staates verschaffen. Aber das setzt voraus, dass die Bank B sich bei dem Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung SoFFin meldet und sich damit als eine Bank zu erkennen gibt, die von sich annehmen muss, dass ihr andere Banken nicht vertrauen. Der SoFFin prüft eingehend einen solchen Antrag und gibt – im positiven Fall – eine Garantie für ein Schuldpapier der Bank. Bisher sind staatliche Garantien für 6 Anleiheemissionen im Gesamtwert von 133 Milliarden Euro ausgesprochen worden. Das Verfahren wird also kaum in Anspruch genommen – und das kann nicht überraschen, denn das Verfahren ist umständlich, bürokratisch und in gewissem Sinne auch denunziatorisch.

Meines Erachtens wäre es zweckmäßiger gewesen, dem *Markt* für Interbankkredite eine Hilfestellung zu geben anstatt sich mit den Besonderheiten einzelner Institute (Landesbanken, Commerzbank, Hypo Real Estate) zu beschäftigen. Warum konnte die deutsche Bundesregierung nicht einfach erklären, dass sie – auf begrenzte Zeit – sämtliche Interbankverbindlichkeiten deutscher Banken garantieren werde? Dann hätte sich keine Bank sorgen müssen, dass ein Kredit an eine andere deutsche Bank vielleicht nicht zurückgezahlt werden würde. Wäre das eine unhaltbare und daher kein Vertrauen schaffende Garantie

gewesen? Man mag das Volumen des innerdeutschen Interbankenhandels für zu groß ansehen. Es beläuft sich auf immerhin 3,3 Billionen Euro; das sind mehr als 140 Prozent der Wirtschaftsleistung (BIP). Davon sind 1,4 Billionen Euro Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken. Das sind sicherlich riesige Summen. Müsste man daher damit rechnen, dass fast alle Banken ausfallen werden, dann hätte der deutsche Steuerzahler in der Tat ein unglaubliches Problem. Aber darum geht es gar nicht. Es muss ja nicht mit einem Zusammenbruch aller Banken gerechnet werden, sondern nur, aber immerhin, mit der Insolvenz einzelner Banken. Auch diente die Garantie ja nicht dem Erhalt einer jeden Bank, sondern nur der Erfüllung eingegangener Interbankverpflichtungen. Im übrigen ist nicht zu verkennen, dass jede deutsche Bank, die befürchtet, sie könnte kurzfristig insolvent werden, sich unter den derzeitigen Bedingungen ohnehin bereits beim SoFFin um eine staatliche Garantie oder gar um eine Beteiligung des Staates beworben haben dürfte. Bisher sehen wir aber, dass es sich um nicht mehr als eine handvoll Banken handelt.

Das Risiko, das der deutsche Staat mit einer generellen Garantie der Interbankverpflichtungen eingegangen wäre, wäre nicht höher gewesen als das Risiko, das er jetzt in der Summe mit der Garantie der Schulden einzelner Banken trägt. Aber der Vorteil der Marktlösung, nämlich dass für die gegenseitige Kreditvergabe das verbreitete Misstrauen der Banken mit einem Schlag keine Rolle mehr gespielt hätte, wäre erheblich gewesen. Dabei hätte es sich sicherlich angeboten, diese Lösung nicht nur den eigenen Banken anzubieten, sondern eine Initiative für eine europäische bzw. eine den gesamten Euroraum erfassende Lösung zu ergreifen.

Wohin mit toxischen Papieren?

Ein weiteres schwerwiegendes Problem bilden die „toxischen“ Wertpapiere in den Bilanzen der Banken, teils auch der Lebensversicherungen. Der blumige Begriff der vergifteten Papiere betraf anfangs nur die Verbriefungen zweit- und drittklassiger US-Hypothekenschulden, insbesondere der lausigen „Subprime“-Kredite, meint aber heute alle Arten von Schuldpapieren, bei denen von Ausfallrisiken in Höhe von 50 Prozent und mehr auszugehen ist. Die Existenz von Ausfallrisiken bedeutet, dass es zu hohen Verlusten kommen kann, aber nicht kommen muss. Das Grundproblem des Besitzes toxischer Papiere ist fundamental. Kommt es zu Ausfällen, so geht Eigenkapital verloren und wegen der Vorschriften über das zu haltende Eigenkapital muss eine Bank ihre Bilanz unter Umständen drastisch verkürzen. Banken mit umfangreichen Portfolios toxischer Papiere werden sich daher nolens volens mit

der Vergabe neuer Kredite zurückhalten. Das gebietet einzelwirtschaftlich gerechtfertigte Vorsicht, die aber gesamtwirtschaftlich gesehen unerwünscht sein kann, weil solches Verhalten zu einer Kreditklemme für die Wirtschaft führen könnte, die die Bremsung des derzeitigen dramatischen Absturzes der Konjunktur bzw. die Finanzierung eines neuen Aufschwungs behindern würde.

Daher gibt es die Überlegungen, toxische Wertpapiere in eine oder mehrere „bad banks“ auszulagern. Der generelle Kniff jeder speziellen Lösung besteht darin, dass es darum geht, den Steuerzahler an Kreditausfallrisiken zu beteiligen bzw. möglichst viel davon auf ihn zu verlagern. Eine Grundfrage ist, warum der Steuerzahler überhaupt beteiligt werden soll. Da die Banken eine fehlerhafte und oftmals leichtsinnige Anlagepolitik betrieben haben, sollten im Sinne des Haftungsprinzips eigentlich die verantwortlichen Manager und dann die Eigentümer, also die Aktionäre, für den angerichteten Schaden einstehen. Das ist ein guter marktwirtschaftlicher Grundsatz, der nicht vergessen werden darf. Andererseits ist zu bedenken: Wenn der Staat sich zu keiner Hilfestellung bereit finden wird, dann könnte es zu einer über viele Jahre sich hinziehenden Krise des Finanzsystems und der gesamten Wirtschaft kommen. Hier gilt es also für die politisch Verantwortlichen nüchtern abzuwägen, ob sie dieses Risiko eingehen wollen, und auch, ob sie es politisch überhaupt durchhalten könnten. Die Schlussfolgerung der politischen Eliten in den meisten Ländern lautet offensichtlich, man sollte die Risiken so klein wie möglich halten. Also macht man sich jetzt zähneknirschend daran zu prüfen, ob es eine vertretbare Lösung des Bad-Bank-Problems gibt.

Der einfachste und zugleich sicherste Weg wäre natürlich der, dass der Staat den Banken die toxischen Papiere abkaufte und auf eigene Rechnung in einem zentralen Fonds abwickelte. Das hieße, den Banken die von ihnen eingegangenen Risiken vollständig abzunehmen und würde wahrscheinlich tendenziell zu überhöhten Wertansätzen erfolgen. Aber auch wenn das schwierige Bewertungsproblem gelöst werden könnte, käme dieses Verfahren den Steuerzahler sehr teuer, wenn man bedenkt, dass beispielsweise allein für das deutsche Bankensystem mit einem Volumen an „Problempapieren“ (toxische Papiere und Aktiva ohne Marktpreis) in Höhe von derzeit 816 Milliarden Euro gerechnet wird, davon toxische Papiere in Höhe von knapp 400 Milliarden Euro. Die zu erwartenden Verluste sind zwar wesentlich geringer anzusetzen. Etwa 200 Milliarden Euro sind eine gängige Annahme, aber das wäre immer noch eine sehr große Zahl. Ein bedingungsloser Kauf problematischer Aktiva durch

den Staat kann nicht in Frage kommen, nicht zuletzt auch weil das keine anreizverträgliche Lösung wäre.

Dem amerikanischen „Summers-Geithner“ Plan einer public-private partnership liegt der Gedanke zu Grunde, frisches privates Kapital zu organisieren, das die toxischen Papiere zu sehr günstigen, subventionierten Konditionen übernimmt. Allerdings zeigen die Beispielrechnungen vieler amerikanischer Ökonomen m. E. überzeugend, dass der Plan es den Banken ermöglichen würde, dem amerikanischen Staat Scheinwerte zu Lasten einer entsprechenden Ausweitung der Staatsschulden zu übertragen.

Der derzeitige deutsche Plan sieht für die privaten Banken vor, dass sie ihre toxischen Papiere zu Buchwerten in Zweckgesellschaften auslagern dürfen, die von einem staatlichen „Mobilisierungsfonds“ geführt werden sollen. Im Gegenzug erhalten die Banken staatlich garantierte Schuldverschreibungen. Diese Staatsschuld soll der Staat mit den Erlösen aus einer späteren Verwertung der toxischen Papiere tilgen. Verbleibende Verluste sollen letztendlich der verursachende Bank angelastet werden tragen, doch ist noch offen, in welcher Weise das bewirkt werden soll. Wahrscheinlich werden die Banken Rückstellungen aufbauen müssen, auf die später bei Auflösung der Zweckgesellschaften zurückgegriffen werden kann. Für die staatlichen Landesbanken wird eine ähnliche Konstruktion ("Anstalt in der Anstalt" Aida) gewählt, wobei aber von vornherein gelten soll, dass Verluste zuerst von dem Bundesland zu tragen sind, dem die betroffene Landesbank gehört, ab einer bestimmten Höhe unter Beteiligung des Bundes.

Man kann sich allerdings auch eine Lösung des Problems der Bad Bank vorstellen, bei der der Staat sich nicht beteiligen müsste. Jede Problembank würde in eine „gute“ Bank und eine „schlechte“ Bank unterteilt. Die unproblematischen, im Sinne des Risikos guten Aktiva kämen in eine neu zu gründende, gute Bank und ebenso die Bankeinlagen. Die gute Bank würde im übrigen mit auszugebenden Aktien finanziert, die ausschließlich von der schlechten Bank als Aktiva gehalten werden neben den toxischen Wertpapieren und Krediten. Die schlechte (Mutter-) Bank bleibt bliebe unverändert mit dem ursprünglichen Aktienkapital und mit den bestehenden langfristigen Verbindlichkeiten finanziert. Wenn es dann bei ihr zu Kreditausfällen und Kursverlusten kommen sollte, die größer als erwartet sind, so wird die schlechte Bank geschlossen werden müssen. Ihre Aktionäre und Anleihegläubiger werden dann Kapital verlieren, aber – und darauf kommt es an – die neu gegründete gute Bank wäre

ein gutes Aktivum, das verkauft werden kann. Die gute Bank könnte unbehelligt dem normalen Einlagen- und Kreditgeschäft weiter nachgehen. Bei dieser Lösung würde der Steuerzahler von einer direkten Beteiligung an den Verlusten der Banken frei gehalten. Allerdings könnten die Einleger vielleicht verunsichert werden, wenn ihre Einlagen plötzlich an eine andere neue Bank transferiert werden.

Reform von Basel II und Bankenaufsicht

Ein mittelfristiges Problem bildet die Reform der gerade erst eingeführten Regulierung Basel II. Die große Krise hat schlagend verdeutlicht, dass das Problem der prozyklisch wirkenden risikoorientierten Eigenkapitalregulierung – Verschlechterung der Aktiva bindet mehr Eigenkapital und erzwingt contraproductive Reaktionen – kein geringes ist. Man wird hier nach einer Lösung suchen müssen, die die geforderte Höhe der Eigenkapitalausstattung weniger an der aktuellen Lage als vielmehr an dem nicht-konjunkturellen Trend ausrichtet. Das wäre der Grundsatz, aber wie solche Regelungen im einzelnen aussehen sollten, ist als völlig offen zu bezeichnen.

Wenn man bedenkt, dass die internationale Finanzkrise die Unfähigkeit der Bankenaufsicht vieler Länder, das Entstehen der systemischen Krise frühzeitig zu erkennen, aufgedeckt hat, dann folgt, dass man in internationaler Kooperation prüfen sollte, was getan werden könnte, um eine größere Transparenz der Finanzmärkte zu erreichen, um Regulierungsarbitrage zu verhindern und nicht zuletzt um die Aufmerksamkeit für das Entstehen systemischer Probleme zu schärfen. Beispielsweise haben die bisher verwendeten Makro-Stresstests offensichtlich versagt. Es ist sicherlich geraten, auf eine noch engere Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden hinzuwirken. Der Europäischen Kommission liegt inzwischen der Bericht einer Expertengruppe um Jacques de Larosière dazu vor. Im Grunde wird man sich klar werden müssen, ob man eine Entwicklung einleiten möchte, die in einer zentralisierten europäischen Aufsicht enden könnte, oder ob es nicht vorzuziehen ist und ausreichend sein könnte, die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden zu verstärken.

Geldpolitik in der Verantwortung

Wie ich anfangs dargestellt habe, haben die Zentralnotenbanken in den Vereinigten Staaten wie in Europa durch eine Politik des leichten, ja leichtsinnigen Geldes die Finanzmärkte über

Jahre hin zu stark liquidisiert. Sie haben damit ein Finanzklima erzeugt, dass die Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten begünstigt hat. Das ist eine Lehre, die nicht vergessen werden darf. Es ist eben nicht hinreichend, allein an der Steigerungsrate der Konsumentenpreise festzumachen, ob die Geldpolitik zu expansiv geführt wird oder nicht. Nach einer Zwischenphase höherer Zinssätze ist die Geldpolitik derzeit weltweit schon wieder auf einem sehr expansiven Kurs. Das erscheint vorläufig als ungefährlich und durchaus angebracht, wenn man die Schwere der weltweiten Rezession bedenkt. Aber die Zentralnotenbanken müssen wachsam sein. Denn auf einen steilen Abschwung könnte im kommenden Jahr ein steiler Aufschwung folgen – auch wenn das derzeit nur wenige annehmen. Sollte es so kommen, so wird man frühzeitig und entschlossen reagieren müssen, um die Überliquidität wieder einzusammeln und es nicht zu einer erneuten Überhitzung der Finanzmärkte kommen zu lassen.