

Stephan Paul

Im Jahr vier der Krise

(Was) Haben wir gelernt?

In den am Jahreswechsel üblichen Rückblicken überwogen im Dezember 2010, mehr als drei Jahre nach Beginn der Finanzmarktkrise in Deutschland, die *optimistischen Stimmen*: Die schlimmsten Probleme im Bankensektor seien überstanden, die Wirtschaft wachse mit noch im Sommer ungeahnten 3,7 % und nicht zuletzt der wieder auf über 7.000 Punkte gestiegene Deutsche Aktienindex signalisiere die Erholung. Ein Blick über die nationalen Grenzen hinweg zeigt freilich, wie fragil die Besserungstendenzen sind: Nach der Fast-Pleite Griechenlands im Frühjahr drohte zum Jahresende die Zahlungsunfähigkeit Irlands und weiterer Länder Südeuropas, wird gar die Zukunft der Gemeinschaftswährung insgesamt ernsthaft in Frage gestellt.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat seine Schätzung der möglichen Verluste von Finanzinstituten von ursprünglich über 4 auf „nur“ noch 2,2 Bio. US-\$ korrigiert, geht zudem beim Weltfinanzprodukt für die Jahre 2008 – 2015 von einer Einbuße von noch 5 Bio. US-\$ aus. Doch immerhin sind Weltproduktion und Welthandel allein 2009 um über 10 % gesunken, letzterer sogar stärker als in der Weltwirtschaftskrise der 1920er/30er-Jahre. Seit 2007 haben nach Angaben der Internationalen Arbeitsorganisation weltweit mehr als 34 Millionen Menschen ihre Arbeit verloren, und außerhalb Deutschlands wird es vermutlich etliche Jahre dauern, bis die Volkswirtschaften wieder an ihren Wachstumstrend vor der Krise anschließen können. Damit hat sich die im begrenzten Segment der Hypothekarkredite an zweitklassige (Subprime) Schuldner in den USA eingesetzte Bankenkrise zur *schwersten Krise der Weltökonomie seit der Großen Depression* entwickelt.

Im Folgenden wird versucht, einen kompakten Überblick über die Ursachen, den Verlauf, die Konsequenzen und die möglichen Lehren der (vor allem Banken-)Krise zu geben. Zugleich werden die wichtigsten Auswirkungen auf die Realwirtschaft und die Handlungsspielräume der Finanz- und Wirtschaftspolitik herausgearbeitet. Die Überlegungen schließen mit der Frage, ob das Krisentrauma zum Ende des Kapitalismus in der heutigen Form führen wird.

1. Einblick: Von der Bank- zur Finanz- und Wirtschaftskrise

Eine Abfolge von Fundamental- und Vertrauenskrise kennzeichnet die drei großen „Wellen“ der Krise.

Im Januar 2001 und später dann beschleunigt nach den Terroranschlägen des 11. September leitete die US-Zentralbank (Federal Reserve Bank) eine Geldmengenausweitung ein, die die amerikanischen *Leitzinsen* von

6,5 % auf ein *historisch niedriges Niveau* von knapp über 1 % schleuste und dann dort bis weit in das Jahr 2004 hinein beließ. Die zunächst geringe Zinslast machte es vielen Beziehern niedriger Einkommen möglich, sich für den Erwerb von *Immobilien* bei Kreditinstituten zu verschulden. Der Erwerb speziell von Wohneigentum durch soziale Minderheiten und Migranten, also im so genannten *Subprime-Segment* nicht erstklassiger Bonität, wurde politisch stark gefördert. Dazu dienten auch die staatlichen Kreditaufkauf- und -garantieagenturen Fannie Mae und Freddie Mac. Diese Subventionen verstärkten den deutlich höheren Anteil der Bevölkerung, der in Wohneigentum lebt (USA 73 %, Deutschland 43 %). Eine weitere Konsequenz aber war die Strukturverschiebung des hypothekarischen Finanzierungsgeschäfts hin zu schlechteren Bonitäten.

Der vorher schon einsetzende Preisanstieg bei Immobilien wurde aber nicht nur dadurch beschleunigt. Hierzu trugen auch die nach dem Platzen der Internetblase am Aktienmarkt in diesem Segment angelegten Gelder, sowie die aus China und dem Nahen Osten „recyclten“ Ersparnisse („*global savings glut*“) bei. Die in manchen Regionen der USA geradezu explodierenden Preise für Grundstücke und Gebäude luden im Sinne eines sich zunächst selbst verstärkenden Kreislaufs sowohl Verbraucher als auch institutionelle Investoren zum weiteren Immobilienerwerb ein. Dadurch kam es zu einer in den üblicherweise zur Inflationsmessung verwendeten Warenkörben der Verbraucherpreisindizes zunächst nicht sichtbaren Vermögenspreisinflation.

Rückblickend lässt sich nachweisen, dass nicht nur die privaten Haushalte, sondern auch Banken angesichts im Wert kontinuierlich steigender Sicherheiten in ihrer *Prüfung der Kreditnehmer (zu einem Stück wohl auch aus Renditesucht) immer sorgloser* wurden und auch Zuführungsgeschäfte von Kreditvermittlern, die im Stile von „Drückerkolonnen“ agierten, nahezu unkritisch akzeptierten. In diesem Zusammenhang wird von „*ninja*“-*Loans* gesprochen (no income, no job or assets). Vor dem Hintergrund der Immobilienpreissteigerungen erklären sich auch die piggy backs (Huckepackkredite), bei denen eine immer weiter reichende Verschuldung in Form von Kreditkarten- oder Konsumfinanzierungen auf ein und dasselbe Objekt basiert wurden. Im Jahr 2003 etwa nahmen private Haushalte in den USA doppelt soviel Hypothekarkredite auf wie sie für den Erwerb von Wohneigentum verwendeten.

Diese Geschäftsexpansion konnte von den Banken praktisch ohne Ausweitung ihres aufsichtsrechtlich relevanten Eigenkapitals dargestellt werden. Dies wurde möglich durch die erst in den letzten 10 – 15 Jahren

voll entwickelte Finanztechnologie der *Verbriefung*. Dabei werden die von einer Bank an die privaten Haushalte herausgelegten Kredite an eine so genannte Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) übertragen, die nur mit diesen Krediten besicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities, ABS) bei Investoren platziert. Auf die Kredite von den Schuldern geleistete Zins- und Tilgungszahlungen werden an die Investoren durchgereicht, bei Ausfällen greifen bis zu einer bestimmten Höhe Sicherungszusagen. In der Welt der Verbriefung besteht allerdings die Gefahr, dass die Bank weniger sorgfältig prüft, weil sie die von ihr vergebenen Kredite nicht behält, sondern an den Kapitalmarkt weiterreicht („originate and distribute“). Mitte 2008 waren so bereits mehr als 60 % aller Hypotheken in den USA verbrieft.

Sowohl die Versicherungen bei der Formulierung ihrer Risikoprämie als auch die Rating-Agenturen bei ihrer Bewertung der Papiere haben aber offenbar ebenso wie die Banken *eine entsprechende Prüfung der Kredite unterlassen* – und auch die Wirtschaftsprüfer und die Bankenaufsicht hatten diesen Aspekt sowie den Blick auf das hohe Gesamtvolumen dieses Geschäftsfeldes im Bankensystem vernachlässigt.

Die auf diese Weise entstandenen *Wertpapiere wurden an Banken, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften auf der ganzen Welt verkauft*, weil sie attraktive Renditen für die Finanzbranche boten, in der die durch die Globalisierung zunehmende Konkurrenzintensität die Renditeerzielung in den klassischen Bankgeschäftsfeldern erschwerte, gleichzeitig aber den *Shareholder-Value-Druck zur Renditeerzielung* immer weiter erhöht hatte. Vielfach wurden die bereits verbrieften Papiere erneut, mitunter mehrfach „verpackt“ (CDO, Collateralized Debt Obligations). Auf diese Weise gelangten hypothekarisch besicherte Forderungen aus dem Subprime-Segment als Beimischung in die unterschiedlichsten, mitunter auch vermeintlich „sicheren“ Wertpapierkörbe (z. B. auch von Geldmarktfonds).

Auch schlechter bewertete Papiere (z. B. die so genannten „BBB-Papiere“ – also Titel kurz vor dem Ramschstatus –) wurden „veredelt“, indem die besten Kredite dieses Topfes herausgenommen und erneut in Wertpapiere gekleidet wurden („Aus Landwein wird Qualitätswein“). Diese Vielfachverbriefungen führten nicht nur zu Intransparenz über, sondern auch zu Verstärkungen der in den Emissionen enthaltenen Risiken. *Aus einem grundsätzlich sinnvollen Instrument der Risikoteilung (nämlich der Verbriefung) wurde so durch die Übertreibungen der Praxis aus (beherrschbarer) Komplexität eine (unbeherrschbare) Undurchsichtigkeit.*

Konkreter Krisenauslöser war nun zunächst ein *doppelter Preisschock*. Ab 2004 stiegen zum einen die *Leitzinsen* bis Mitte 2007 von 1 % auf 5,25 % an. Zum anderen ging der *Preisanstieg für Wohnungseigentum* in dramatischer Weise zurück. Diese beiden Entwicklungen sind nicht unabhängig voneinander. Die steigenden Zinsen machten es nämlich vielen Schuldnern unmöglich, Zins und Tilgung zu leisten, so dass sie ihre Immobilie verkaufen oder schlichtweg verlassen mussten. Letzteres ist in den USA aufgrund der fehlenden Meldepflicht sowie des nicht gegebenen Durchgriffsrechts der Banken auf das laufende Einkommen und sonstige Vermögen des privaten Haushalts mit vergleichsweise geringen Konsequenzen für den Schuldner verbunden – bis auf die Tatsache des notwendigen Umzugs in Mietwohnungen oder sogar Zelte.

Hintergrund ist dabei die in den USA verbreitete Variante der „*2/28er Hypothek*“. Feste, häufig stark subventionierte Zinszahlungen werden in diesen Konstruktionen im Gegensatz zu deutschen Hypothekenfinanzierungen mit langfristiger Festzinsbindung nur für die ersten zwei Jahre vereinbart, danach gelten variable Zinsen, was den Haushalten in Zeiten des Zinsanstiegs zum Verhängnis wurde. Zwar hatte die US-Notenbank inzwischen in rasantem Tempo ihren Leitzins heruntergeschleust, doch es stieg die Zahl der Haushalte, die ihre Verpflichtungen aufgrund von Arbeitslosigkeit nicht erfüllen konnten oder schlicht wegen zu niedriger Hauspreise nicht erfüllen wollten.

Zentrales Defizit der Banken (vor allem in den USA) war aber nicht nur die *mangelnde Bonitätsprüfung bzw. -prognose für Stressfälle*. Völlig *unterschätzt* wurde von den Kreditinstituten und Kapitalsammelstellen weltweit das *Liquiditätsrisiko*. Die sich ab Frühjahr 2007 einstellenden Ausfälle bei den Subprime-Papieren führten zu einem bisher nicht dagewesenen *Vertrauensverlust* zunächst gegenüber diesen Papieren und den sie haltenden Finanzinstituten. Durch dieses „*Headline-Risiko*“ wurden die Wertpapiere praktisch kollektiv und ohne Einzelbetrachtung illiquide, d. h. praktisch unverkäuflich. Gleichzeitig konnten die Banken aber auch nicht in gewohntem Maße auf die Refinanzierung untereinander zurückgreifen, da sie sich wegen des nicht bekannten Umfangs solcher Papiere in ihren Bilanzen gegenseitig nicht mehr trauten.

Viele Banken besaßen indes zu wenig „*Puffer*“, um Verluste aufzufangen bzw. Liquiditätsdefizite temporär zu überbrücken. Der Grund liegt in der extremen Ausnutzung des so genannten *Leverage-(= Hebel-) Effekts*, bei dem Geschäfte zur Maximierung der Rendite der Eigentümer mit möglichst wenig Eigenkapital unterlegt werden. Dieses ist zwar teurer als Fremdkapital, dient dafür aber als Ausgleich für Verluste und

steht dauerhaft zur Verfügung. Sofern die von einer Bank oder Unternehmung unternommenen Investitionen zu Renditen oberhalb der Kapitalkosten führen, stellt sich eine positive Hebelwirkung ein. Sinken die Renditen der Investitionen – so bei massiven Abschreibungen auf Wertpapiere –, wird die Eigenkapitalrendite aber ebenso schnell heruntergeholt, denn die auf das relativ umfangreiche Fremdkapital anfallenden Zinsen sind unabhängig von der Gewinnentwicklung zu zahlen.

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

Wenn aber im Frühjahr 2008 der Eindruck entstand, die Finanzmarktkrise habe sich beruhigt, so hing dies vor allem mit den *massiven Liquiditätsspritzen der Notenbanken* zusammen, die weitere Marktverklemmungen zunächst verhinderten. Doch zum einen waren die Probleme der Subprime-Schuldner nach wie vor ungelöst, zum anderen hatten bereits *Übersprungseffekte auf andere Finanzmärkte* und dann auch auf die Realwirtschaft eingesetzt, der *Vertrauensverlust hatte sich verselbstständigt*. Offenbar war der Schock über die jahrelang intransparenten Probleme des Bankensektors so massiv, dass *aus einer ursprünglich eng begrenzten Finanzsegment- eine globale Finanzsystem- und schließlich sogar Weltwirtschaftskrise resultierte*. *Insofern ist der Zusammenbruch des Vertrauenssystems der Krisenauslöser schlechthin*.

Es entstand ein *Teufelskreis aus Forderungsabwertung, Zweifeln an der Bonität speziell von Banken, daraus resultierenden Liquiditätsproblemen und Versuchen der Risikoreduktion durch Einschränkungen der Kreditvergabe*. Gerade Letzteres im Verbund mit den Belastungen der privaten Hypothekenschuldner führte in den USA zu deutlichen Rückgängen des Konsums, was sich zunächst in der Automobilindustrie, im weiteren Jahresverlauf auf nahezu allen Güter- und Dienstleistungs-

märkten zeigte. Die rezessive volkswirtschaftliche Entwicklung machte wiederum neue Wertberichtigungen in weiteren Segmenten des Firmenkundengeschäfts (z. B. dem Bereich der Unternehmenskäufe und -verkäufe) erforderlich.

Die US-Regierung versuchte diesen Prozess mit umfangreichen *Bankenrettungspaketen* und *Konjunkturlösungen* in Höhe von letztlich rd. 2 Bio US-\$ zu stoppen. Um aber keine Hoffnungen auf unbegrenzte staatliche Rettungsaktionen (bail out) zu wecken, ließ man dagegen kurz darauf, am 15. September, die Investmentbank *Lehman Brothers* in die *Insolvenz* abrutschen – im Übrigen am selben Tag, an dem Damian Hirst bei der Versteigerung von 223 Werken aus dem Jahr 2008 das Rekordergebnis für einen Einzelkünstler von 140 Mio. € erzielte. Trotz der nachfolgenden Rettungsaktion für den weltweit größten Versicherer AIG ging damit der verbliebene Rest an Vertrauen in die Stabilisierbarkeit des Finanzsystems verloren. In den USA mussten weitere Finanzinstitute Insolvenz anmelden, staatlich gerettet oder zwangsweise fusioniert werden. Weltweit kam es in der Folge zu dramatischen Einbrüchen an den Aktienmärkten, die speziell im Oktober 2008 an die Zeit der Weltwirtschaftskrise heranreichten. Der Deutsche Aktienindex DAX verlor allein zwischen dem 6. und 10. Oktober 22 % seines Werts.

Auch hier zu Lande ging die Entwicklung nicht spurlos an der *Konjunktur* vorüber. Die bis zur Jahresmitte 2008 noch sehr optimistischen Wachstumsprognosen wurden in immer kürzeren Abständen drastisch nach unten korrigiert. Die in zuvor ungeahnter Geschwindigkeit rückläufige Konjunktur hinterließ tiefe *Einbrüche in allen Branchen*. Sowohl bei manchen Großunternehmen, die wie Opel besonders im Blickpunkt der Öffentlichkeit standen, als auch bei mittelständischen Unternehmen – so z. B. im Bereich der Automobilzulieferung – war das Bild durch Produktionsrückgänge, Kurzarbeit und mitunter sogar die Einleitung von Insolvenzverfahren geprägt. Diese Entwicklung setzte sich im Jahr 2009 beschleunigt fort und führte letztlich zu einem Einbruch des Bruttoinlandsprodukts um in der Nachkriegszeit noch nie gesehene 5 %.

2. Tunnelblick: Eine Bilanz der Krisenbekämpfung

Das über die Liquiditätsspritzen und Zinssenkungen der Notenbanken hinaus von den Einzelstaaten zur Krisenbekämpfung eingesetzte Instrumentarium ähnelte sich weltweit. Im Gegensatz zur Weltwirtschaftskrise waren die *Maßnahmen koordiniert* und (wohl auch aufgrund der

Erfahrungen der 1920er/30er-Jahre) *durch hohe Volumina gekennzeichnet*. Im Mittelpunkt standen Aufkäufe ausfallgefährdeter Kredite und Wertpapiere (so beim Hilfspaket der US-Regierung), Eigenkapitalhilfen (prominent in Großbritannien), Garantien von Spareinlagen (z. B. in Irland) sowie von Interbankengeschäften (etwa in Spanien). In Deutschland hat erst die zweimalige Bereitstellung von Liquidität für die Hypo Real Estate über insgesamt 100 Mrd. € auf staatlicher Seite die Bereitschaft ausgelöst, *von einer Einzelfall- zu einer Systemhilfe* überzugehen. Am 5. Oktober 2009 wurden zunächst sämtliche Spareinlagen mit einer Staatsgarantie versehen, kurz darauf legte die Bundesregierung am 13. Oktober 2009 nach internationalen Konsultationen das „Maßnahmenpaket zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Vermeidung negativer Auswirkungen auf die Realwirtschaft“ vor. Im Zentrum stand dabei das „Finanzmarktstabilisierungsgesetz“. Von Banken konnten danach Staatshilfen unterschiedlicher Art beantragt werden. Sie reichten von der Garantie für ihre Verbindlichkeiten (Rahmen 400 Mrd. €), über den staatlichen Erwerb von Problemaktiva bis hin zur Rekapitalisierung durch die Zufuhr von Eigenkapital durch den Staat (zusammen 80 Mrd. €).

Mit der Inanspruchnahme der Staatshilfen waren indes *Auflagen* verbunden: Als Gegenleistung für Garantien war eine „marktgerechte Vergütung“ zu zahlen, außerdem war die Garantiehöhe an die Eigenmittelausstattung gekoppelt. Zudem wurden die Anreizwirkung und Angemessenheit des Vergütungssystems der jeweiligen Bank untersucht; die Vergütung von Organmitgliedern sollte 500 T € p. a. nicht überschreiten, die Einräumung von Boni wurde stark eingeschränkt.

Im Mai 2009 wurde den Kreditinstituten im so genannten „*Bad-Bank-Gesetz*“ darüber hinaus die Möglichkeit eröffnet, sich von „toxischen“ Wertpapieren (und darüber hinaus weiteren Aktiva) zu entledigen, indem sie diese auf eine Zweckgesellschaft oder „Abwicklungsanstalt“ übertragen und im Gegenzug vom Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) garantierte Anleihen bzw. Garantiezusagen erhalten. Eventuell in der Zukunft anfallende, weitere Wertverluste müssen in späteren Jahren von den Eigentümern der Bank aufgefangen werden.

Ende 2010 summierten sich die vom Bund und den Ländern gewährten *Stabilisierungshilfen* auf rd. 260 Mrd. €. Nimmt man die EU 27, Großbritannien und die USA zusammen, dann wurden staatliche Rettungsmaßnahmen von über 3 Bio. € in Anspruch genommen, die den Banken eingeräumten Möglichkeiten der Rekapitalisierung, Risikoübernahme und Garantiezuhaltung reichen noch weit darüber hinaus. Zudem

haben die Staaten weltweit Konjunkturpakete in nie gekannten Dimensionen aufgelegt, vor allem in Form von Steuererleichterungen und Infrastrukturinvestitionen – so z. B. in den USA (613 Mrd. €), Japan (560 Mrd. €), China (460 Mrd. €) und der Bundesrepublik (80 Mrd. €).

Untersucht man die konjunkturellen Einbrüche nach schweren Bank- und Finanzkrisen in der Nachkriegszeit, dann zeigt sich, dass Volkswirtschaften im Durchschnitt auch zehn Jahre nach Krisenausbruch noch nicht wieder ihren ursprünglichen Wachstumspfad des Vorkrisenjahrzehnts erreicht hatten. Doch im Gegensatz dazu und zum Trend in den anderen europäischen Staaten wird der 2010 mit einer Steigerung des Bruttoinlandsprodukts von 3,7 % überraschend stark einsetzende *deutsche Aufschwung* fast auf dem Wachstumsniveau von Lateinamerika, Südost-Asien und Russland liegen. Selbst wenn sich das Wachstum 2011 etwas abschwächen sollte, bleibt es noch so stark wie in nur wenigen Jahren der Nachkriegszeit, und Deutschland kann den seit 1991 berechneten, langfristigen Wachstumstrend schon wieder erreichen. Während die Arbeitslosenquote in Europa stark angestiegen ist und auf hohem Niveau verharrt, sinkt sie in Deutschland und dürfte mit einem Stand von weniger als 3 Millionen Arbeitslosen im Jahr 2011 so gute Werte wie seit 1992 nicht mehr erreichen. Dabei ist nicht nur die gemeldete, sondern auch die verdeckte Arbeitslosigkeit in Deutschland eindeutig rückläufig.

Die Ursache hierfür liegt zum einen darin, dass bei den Unternehmen und den Konsumenten das *Vertrauen* in die wirtschaftliche Entwicklung *wieder deutlich zugenommen* hat, der tiefe Einbruch als Folge der Lehman-Pleite wieder so gut wie ausgeglichen ist. Zum anderen zeigt sich aber auch, dass diese Entwicklung kein Resultat der staatlichen Konjunkturprogramme, sondern der *Lohnzurückhaltung* in den vergangenen Jahren ist. Denn während die Lohnstückkosten gerade in Peripherie-Staaten der Europäischen Gemeinschaft wie Irland, Italien, Griechenland oder Spanien im vergangenen Jahrzehnt fast explodierten, blieben sie hier zu Lande nahezu konstant. Damit wird aber auch deutlich, wer den „Preis“ für die verbesserte internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands bezahlt hat.

3. Rundblick: Von der Wirtschafts- zur Politikkrise

Bankenrettung und Konjunkturstimulierung haben die Staatsverschuldung international an den Rand der Tragfähigkeit geführt und eine Krise der europäischen Politik ausgelöst. Allein in Deutschland beträgt

die Neuverschuldung im Haushalt des Bundes für 2010 und 2011 jeweils rd. 50 Mrd. €, das Budgetdefizit steigt 2010 auf knapp 4 %, und die Schuldenstandsquote wird Ende 2010 einschließlich der Hilfen für den Finanzsektor bei voraussichtlich 85 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) liegen. Die Maastricht-Grenzen von 3 bzw. 60 % werden damit deutlich überschritten. Die öffentliche Verschuldung im gesamten Euro-Raum in Relation zum BIP wird innerhalb von nur drei Jahren zwischen 2007 und 2010 um gut 18 Prozentpunkte zunehmen. In den USA wird die Verschuldung in diesem Zeitraum sogar um 30 Prozentpunkte ansteigen. Während die Verschuldung in den G7-Ländern 2007 vor der Finanz- und Wirtschaftskrise durchschnittlich 83 % des BIP betrug, wird sie bis Ende 2010 auf 110 % wachsen – mit weiter steigender Tendenz.

Besonders dramatisch stellt sich die Haushaltslage in den so genannten „PIIGS“-Staaten (Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien) dar. Die Ursachen sind dabei sehr unterschiedlich. Irland profilierte sich ab den 1990er Jahren als Niedrigsteuerland (Unternehmenssteuer 12,5 % gegenüber 29,8 % in Deutschland) und erreichte damit Wachstumsraten von über 10 % und ein derzeit noch um 10 % höheres BIP pro Kopf als Deutschland. Insofern fuhr das Land einen wirtschaftlich erfolgreichen Kurs, musste jedoch durch die Kosten der Bankenrettung fast einen Offenbarungseid leisten. Griechenland versäumte in den letzten 10 Jahren dagegen dringend notwendige Reformen in Wirtschaft und Staatshaushalt und konnte allein durch das Schönen von Statistiken die europäischen Stabilitätskriterien „einhalten“.

Nachdem Griechenland im Mai 2010 bereits Hilfen über 110 Mrd. € von der Staatengemeinschaft gewährt worden waren, musste sich im November auch Irland mit beantragten 90 Mrd. € unter den Rettungsschirm begeben, den die EU-Staaten und der IWF im Frühsommer in Höhe von 750 Mrd. € aufgespannt hatten, nachdem die Risikoaufschläge der Anleihen von PIIGS-Staaten und damit die Kosten der Geldbeschaffung explodiert waren. *Damit wurde gegen die „No-bail-out-Klausel“ aus dem Maastricht-Vertrag verstoßen.* Ganz bewusst hatten ja die Beitrittsländer der Euro-Zone ihre geldpolitische Souveränität auf die Europäische Zentralbank übertragen, waren danach aber für ihre öffentlichen Finanzen selbst verantwortlich; die Mitgliedsländer hafteten nicht untereinander. Dieses Prinzip wurde spätestens mit dem neuen „*permanenten Krisenmechanismus*“ aufgegeben, obwohl Griechenland mit einem Haushaltsdefizit von über 15 %, Irland gar 32 % des BIP in eklatanter Weise gegen die gemeinsamen Prinzipien verstoßen haben.

Dieser Weg mag dennoch zwar alternativlos gewesen sein, wollte man die Gemeinschaftswährung nicht scheitern lassen – und im Übrigen nicht wieder die Banken gefährden: Allein an Griechenland und Irland haben deutsche Kreditinstitute rund 170 Mrd. € ausgeliehen. Allerdings hat die Bereitstellung von Hilfsleistungen (Deutschland: 147 Mrd. für den EU-Rettungsschirm) auch die *Bonität der noch starken Euro-Länder so stark beschädigt*, dass sie mittlerweile niedriger als die von Unternehmen eingestuft wird: Will sich ein Investor gegen einen Ausfall eines 10 Mio. €-Kredits an BASF oder Henkel über 5 Jahre absichern, kostet ihn das 50.000 €; die entsprechende Absicherung gegen einen Ausfall der Bundesrepublik 2.000 € mehr. Insofern wird die Lösung des Schuldenproblems nur durch eine wesentlich stärkere und frühere (nicht erst 2013) Einbeziehung privater Gläubiger durch Streckungen bzw. Teilerlasse des Kapitaldienstes gelingen. Dies dürfte gerade Banken und andere Kapitalsammelstellen belasten, scheint aber der einzige Ausweg. Denn wie die blutigen Straßenschlachten in Athen exemplarisch zeigen, sind die Staaten kaum in der Lage, die von EU und IWF verordneten Sparmaßnahmen kurzfristig umzusetzen.

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

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

werden müssen: Wer rettet die Retter, damit sie auch zukünftig noch oder wieder retten können? Europa kann in diesem Kontext nur dann eine Rolle spielen, wenn *statt des Weges in die Transfer- derjenige zu einer wirklichen politischen Union* gegangen wird. Dieses Versäumnis der 1990er-Jahre nachzuholen, könnte die größte Chance der dramatischen Finanzkrise sein.

4. Rückblick: Lehren aus vergangenen Finanzkrisen

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

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

Diese Krisenerklärung setzt allerdings voraus, dass die staatliche Finanzmarktaufsicht und Wirtschaftspolitik den beschriebenen Entwicklungen zusieht, ohne rechtzeitig einzugreifen. Wenn jedoch *staatliches Handeln krisenverschärfend oder sogar krisenverursachend* war, muss eine inhärente Instabilität von Marktwirtschaften nicht die alleinige, viel-

leicht noch nicht einmal die eigentliche Krisenursache sein. Sie kann vielmehr ganz oder teilweise die Folge von Fehlhandlungen politischer Institutionen sein, worin dann das wahre Problem zu sehen wäre. Eine Reihe von Fakten sprechen mit Blick auf die aktuelle Krise tatsächlich für Staatsversagen: Auf die über viele Jahre zu stark expansive staatliche Geldpolitik in den USA und anderswo, den staatlichen Druck auf die Banken zur Vergabe von Krediten an Subprime-Schuldner, die Rolle der halbstaatlichen Finanzinstitute Fannie Mae und Freddy Mac sowie die durch die staatliche chinesische Wechselkurspolitik wesentlich mitverursachte „global savings glut“ ist zuvor schon hingewiesen worden. Auch die Fehler der staatlichen Banken- und Finanzmarktaufsicht sowie die staatliche Unterstützung der Landesbanken in Deutschland wurde angesprochen.

Auch eingehende *Untersuchungen vorangegangener Bank- und Finanzkrisen aus den letzten Jahrhunderten zeigen, dass diese weder Zufallsergebnisse noch in kapitalistischen Systemen zwangsläufig auftretende Phänomene* sind. In vielen Fällen lässt sich zeigen, dass staatliche Institutionen die Finanzmarktspieler zu Risiken geradezu eingeladen, das Finanzsystem destabilisiert oder aufkommende (realwirtschaftliche) Krisen fehlerhaft bekämpft und insofern verschärft haben. „Paradebeispiele“ hierfür sind die ebenfalls durch Niedrigzinspolitik, leichtfertige Kreditvergaben an den Immobiliensektor und Fehler in der Bankenaufsicht verursachten Bankenkrisen der 1980er/1990er-Jahre in den USA und Japan. Natürlich lassen sich aufgrund sich ändernder historischer Rahmenbedingungen Krisenabläufe nicht 1:1 vergleichen. Doch statt Gemeinsamkeiten, quasi Krisenmuster, zu erkennen, herrscht in der Öffentlichkeit, der Politik und zum Teil auch der Wissenschaft vielfach die „*Dieses Mal ist es alles anders*“-Denkhaltung vor, die keine Lehren aus der Vergangenheit zieht und damit dazu beiträgt, dass sich Finanzkrisen wiederholen.

Wohlgemerkt: „Schuld“ trägt natürlich nicht allein der Staat. Aber durch das Setzen von Rahmenbedingungen beeinflusst er die Handlungsspielräume der Wirtschaftssubjekte maßgeblich. Insofern ist von großer Bedeutung, welche regulatorischen Konsequenzen aus der Krise gezogen werden, die sich an dieser Stelle nicht vertiefen lassen.

5. Ausblick: Ist der Kapitalismus am Ende?

Die Vehemenz, mit der in weiten Teilen der Öffentlichkeit wieder nach einem „starken Staat“ gerufen wird, zeigt, wie einschneidend die Finanz-

krise das *Vertrauen nicht nur in das Banken-, sondern das Wirtschaftssystem insgesamt beschädigt* hat. Die Marktwirtschaften westlicher Prägung stehen nicht nur wegen ihrer Instabilitäten und damit verbundenen Vermögensverlusten vieler Privater am Pranger. Gerade das Verhalten einiger weniger Banken und Banker, die z. B. trotz der in erster Linie durch die Hilfszahlungen der Staaten – also öffentliche Gelder – reanimierten Wirtschaftslage ihre Politik der Bonus-Zahlungen in Milliardenhöhe (Goldman Sachs), mitunter sogar in Verlustjahren (UBS), fortsetzen, findet in der Bevölkerung kein Verständnis.

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

Literaturhinweise

Balzli, B. u. a. (2008): Der Bankraub, in: Spiegel, 47/2008, S. 44 – 80.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2008, 2009, 2010): 78. – 80. Jahresbericht, Basel.

Bonn, J. K. (1998): Bankenkrisen und Bankenregulierung, Wiesbaden.

Deutsche Bundesbank (2008, 2009, 2010): Finanzmarktstabilitätsberichte, Frankfurt/M.

- Honegger, C. / Neckel, S. / Magnin, C. (2010): Strukturierte Verantwortungslosigkeit. Berichte aus der Bankenwelt, Berlin.
- Issing, O. (2010): Die Europäische Währungsunion am Scheideweg, in: FAZ v. 29.1.2010, S. 12.
- Marx, R. (2009): Das Kapital. Plädoyer für den Menschen, München.
- Paul, S. (2008): Sturm – Finanzmarktkrise und Konsequenzen für die Bankenaufsicht, in: institut für kredit- und finanzwirtschaft: wissen & handeln 08, Bochum, http://www.ruhr-uni-bochum.de/fin-kred/dl/wissen_und_handeln_08.pdf.
- Paul, S. (2010): Heilung? – Das Weltfinanzsystem im Umbruch, in: institut für kredit- und finanzwirtschaft: wissen & handeln 09, Bochum, http://www.ruhr-uni-bochum.de/fin-kred/dl/wissen_und_handeln_09.pdf.
- Reinhart, C. / Rogoff, K.S. (2010): Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen, München.
- Rudolph, B. (2008): Lehren aus den Ursachen und dem Verlauf der internationalen Finanzkrise, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 60. Jg., S. 713 – 741.
- Sinn, H.-W. (2009): Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist, Berlin.
- Tichy, G. (2010): War die Finanzkrise vorhersehbar?, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 11. Jg., S. 356 – 382.
- Windolf, P. (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus, Wiesbaden.

Zur Person des Verfassers

Professor Dr. Stephan Paul, Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft, Ruhr-Universität Bochum.