

Die Bewältigung
der Finanzkrise
ist ohne Ursachenanalyse
unmöglich

Der Holzweg der Krisenmanager

Stefan Deges

Seit Ausbruch der Finanzkrise werden die Bretter, die die Welt bedeuten, im Halbjahresrhythmus verlegt und bestiegen. Zuletzt war das Ende Juni im kanadischen Toronto zu beobachten, als die Staats- und Regierungschefs der G20-Nationen wieder zu einem ihrer regelmäßigen Gipfel zusammentrafen. Sie posierten auf üppigen Podesten fürs Gruppenfoto und schritten sodann ans Werk, das etwas mit der Globalisierung, ihrer Gestaltung und vor allem mit der Regulierung von Finanzmärkten zu tun hat.

Gelegentlich aber stehen die Bretter, die die Welt bedeuten, auch für den Holzweg, auf dem sich die Krisenmanager seit gut zwei Jahren befinden. Zwar fanden sie in einigen Fällen Maßnahmen, die durchaus auf die Ursachen der Krise reagieren. Manche Regulierungsansätze sind auch durchaus wünschenswert, vielleicht sogar überfällig, obgleich sie in keinem ursächlichen Zusammenhang mit der Krise stehen. Die meisten Maßnahmen aber sind eher populistisch. Sie folgen innenpolitischem Kalkül, greifen Stimmungslagen auf, werden aber nichts zur Transparenz der Märkte oder zur Stabilisierung des Weltfinanzsystems beitragen.

Um zu erkennen, wann sich die „Regulierer“ verlaufen und wann sie wirksame Instrumente für die Finanzmärkte gefunden haben, ist ein Blick auf die Ursachen der Krise erforderlich. Hierbei gibt es zwei grundsätzliche Argumentationslinien: Erstens ist makroökonomisch vieles schiefgelaufen; mit niedrigen Zinsen

wurde ein kaskadenartiges Schuldenimperium aufgebaut, das erst Privatleute, dann Banken und schließlich ganze Staaten in die Pleite stürzt. Zweitens werden mikroökonomische Gründe angeführt, die sich mit dem Versagen der Finanzinstitute und der zuständigen Aufsichtsorgane beschäftigen.

Ein Zeitsprung ins Jahr 2003 hilft, die makroökonomischen Probleme zu erfassen. Seinerzeit schien die Welt in bester Ordnung: Die globale Wirtschaft war nach dem 11. September und dem Platzen der New-Economy-Blase auf den Wachstumskurs zurückgekehrt. In den USA und in Europa gab es lange keine nennenswerte Inflation mehr. Die Notenbanker klopfen sich auf die Schultern. Für stabile Preise zu sorgen war und ist ihre vorrangige Aufgabe. Wachsende Inflation hätten sie mit höheren Zinsen bekämpfen müssen. Doch es gab keine Inflation, also blieben die Zinsen niedrig.

Kritische Ökonomen warnten die Notenbanker damals: Die niedrige Preissteigerung sei nicht das Ergebnis kluger Zinspolitik. Vielmehr resultiere sie aus der Digitalisierung der Wirtschaft und aus einem Angebotsschock, vor allem durch China ausgelöst, das mit billigen Waren die Weltmärkte geflutet habe. Das Problem: Die US-Notenbank Fed blickte nur auf die kurzfristigen Inflationserwartungen der Konsumenten. Die Explosion von Aktienkursen, Hauspreisen und Rohstoffkosten interessierte die Fed nicht. So wurden Finanzmärkte mit Liquidität überschwemmt, die nördliche

Welt häufte Schulden an, weil Kredite billig waren. Das machte die Amerikaner zu Kredit-Junkies, die sich Geld liehen, um Häuser zu bauen, zu kaufen und zu verkaufen.

Obendrein ließen sich dank der niedrigen Zinsen die mittlerweile berüchtigten *Structured Investment Vehicles* (SIV), also jene toxischen Wertpapiere, die bis heute die Bilanzen der Banken belasten, kurzfristig mit Schulden refinanzieren. Hätten die Zinsen nur etwas höher gelegen, wäre ein Großteil dieser SIVs wesentlich weniger attraktiv gewesen und womöglich nie in diesem Umfang entstanden. Die globale Talfahrt wäre damit ausgeblieben, allerdings hätte es auch einen Teil des beträchtlichen Weltwirtschaftswachstums in den Vorjahren nicht gegeben. Die führenden Geldpolitiker der USA glaubten, dass Geldpolitik nicht nur für niedrige Preise sorgt, sondern auch die Wirtschaft beflügeln soll. Die erste Erkenntnis einer volkswirtschaftlichen Analyse lautet also: Wachstum künstlich mit niedrigen Zinsen zu pushen führt an den Märkten zu Blasen, die eines Tages platzen.

Zur makroökonomischen Schiefelage trug noch eine zweite politische Fehlleistung bei: der Keynesianismus. Die Anhänger des britischen Ökonomen John Maynard Keynes setzen auf eine Politik, die die (nicht nur, aber vor allem) in Krisen ausfallende private Nachfrage durch Staatsausgaben ausgleicht. Auf diese Weise haben die meisten Wohlfahrtsstaaten einen mächtigen Schuldenberg angehäuft, weil sie neben dem Geld, das sie für soziale Wohltaten unter die Leute brachten, auch der Konjunktur kurzfristig auf die Sprünge halfen. Schuldenquoten von einhundert Prozent des Bruttoinlandsprodukts waren und sind in den vermeintlich reichen Industrienationen keine Seltenheit.

Jetzt, da nach den Finanzinstituten auch ganze Staaten zu wanken beginnen, geht diese Schuldenstrategie nicht mehr

auf. Staaten haben ihr Vertrauen verloren. Dabei hätte ein Blick in die Geschichtsbücher gereicht, um die Philosophie des Schuldentreibens zu entweihen und eine zweite wichtige Erkenntnis für die makroökonomische Balance zu erhalten. Denn die Gründe für fast alle Finanz- und Fiskalkrisen der Historie sind identisch: Länder, Bürger und Institutionen haben über ihre Verhältnisse gelebt – frei nach dem Motto: Nach mir die Sintflut.

Die bislang gefundenen Maßnahmen, die der Öffentlichkeit als unverzichtbar im Kampf gegen die Krise verkauft wurden, passen nicht so recht zu dieser Ursachenanalyse. Immer noch ist jedes Mittel zur „Beschleunigung“ des Wachstums genehm. In vielen Staaten wurde versucht, die ausfallende private Nachfrage mit milliarden schweren, auf Pump finanzierten Rettungsprogrammen zu kompensieren. Keynes lässt grüßen.

Verdrängte Zukunft

Man würde gern entgegnen: Deutschland hat nun eine Schuldenbremse, und es gibt Überlegungen, dieses Konzept auf andere Euro-Länder zu übertragen. Aber zunächst fließt das Geld weiter, zunächst erhöhen die Staaten ihre Verbindlichkeiten, zunächst vertrauen sie auf niedrige Zinsen, zunächst wollen sie Wachstum, zunächst spielen die Lasten der Zukunft keine Rolle. Das konjunkturelle Flämmchen, das zum Beispiel mit dem hiesigen Wachstumsbeschleunigungsgesetz am Lodern gehalten werden soll, wird künftigen Generationen als Flächenbrand wiederbegegnen.

So wuchern die Schulden weiter. Denn im Grundsatz wollen die Staaten mit ihren Ausgabenprogrammen genau das fortführen, was bisher die privaten Haushalte (vor allem in den USA) betrieben haben: Leben auf Pump. Also wird mit Schulden weiter über alle Verhältnisse gelebt. So soll ein 100-Milliarden-Euro-Deutschlandfonds den Unternehmen

hierzulande Geld leihen, denen die Banken nichts mehr geben wollen. Noch umfangreicher als der Deutschlandfonds ist der Rettungsfonds auf europäischer Ebene bestückt, der notfalls auf 750 Milliarden Euro zurückgreifen kann. Und die Notenbanken geben sich nicht mit der Rolle zufrieden, für Geldwertstabilität zu sorgen. Sie erweisen sich als gefügige Sekundanten, die der Politik zu günstigsten Konditionen Geld bereitstellen.

Noch viel dramatischer ist die Beschleunigung der Staatsverschuldung im Übrigen in den USA. Auch dort sind die Reaktionen auf die makroökonomische Schieflage bislang nicht dazu angetan, die Probleme zu lindern. US-Finanzminister Geithner gab sich kürzlich sogar irritiert, dass in Europa über Sparpakete nachgedacht wird. Doch die Sintflut wird eines Tages einsetzen.

Die Ursachenanalyse auf Ebene der Mikroökonomie gestaltet sich etwas komplizierter, weil hierzu das Verhalten einer großen Zahl von Marktteilnehmern zu untersuchen ist. Anleger, Mitarbeiter der Banken und Fonds, Finanzkontrolleure und die Experten der Ratingagenturen – sie alle haben Fehler gemacht, die zum Gesamtproblem beigetragen haben.

Um ein klares Bild zu erhalten, was mikroökonomisch falsch gelaufen ist in den Jahren vor der Krise, liefern die Protokolle des Bundestagsuntersuchungsausschusses zur Beinahepleite der Hypo Real Estate (HRE) perfektes Anschauungsmaterial. Der Untersuchungsausschuss nahm im Jahr 2009 die Details der Rettung eines sogenannten systemrelevanten Instituts unter die Lupe. Was bei der HRE und zeitgleich in der Politik und bei den Aufsehern geschah, kann als Muster für eine Vielzahl von Instituten herangezogen werden.

Politiker klärten im Ausschuss, wann die Beamten der Bankenaufsicht definitiv von der Schieflage der HRE wussten, wann die Politik, wann das Bankmanage-

ment und wann die Aufsichtsräte. Man wollte wissen, warum nicht schon viel früher Notfallpläne erarbeitet, Krisenstäbe eingerichtet und Bankmanager abberufen wurden. Banker, Aufsichtsräte, Vorstände, Beamte aus Bankenaufsicht und Bundesbank, Ministeriale und Angestellte des öffentlichen Dienstes, die ihre Aussage vor dem Ausschuss machten, sollten Licht ins Dunkel der HRE-Rettung bringen. Grundsätzlich ging es um Fragen nach dem Ursprung der Krise: Wie kam es zu der Schieflage, und warum hat es keiner verhindert?

Herauskristallisiert hat sich im Untersuchungsausschuss vor allem eines: In einem Rechtsstaat wie dem unseren gibt es letztendlich keine Verantwortlichen für eine derartige Katastrophe. Wer Verantwortung trägt, duckt sich weg, sobald etwas schief läuft. Die Spitzenpositionen in Konzernen, Politik und Behörden sind besetzt mit Persönlichkeiten, die sich keine Fehler nachweisen lassen.

Dass Fehler gemacht wurden, bestreitet niemand. Doch nachweisbar sind sie nicht, zumindest so lange nicht, wie die Beweispflicht bei den Geschädigten liegt, also bei denjenigen, die außerstande sind, hinter die Kulissen der Machtzirkel und Managerriegen zu blicken. Und selbst wenn ein Verantwortlicher offenkundig einen Fehler macht, muss sich erst einmal eine Wirtschaftskanzlei finden, die es wagt, sich mit den zahlungskräftigsten Kunden aus der Konzernwelt anzulegen. Die juristische Aufarbeitung der Krise gelingt nicht richtig – auch weil im Grunde die Verantwortlichen in den Unternehmen, Behörden und Ministerien immer noch das Sagen haben.

Anhaltspunkte vernünftiger Regulierung

Dennoch kann eine Kurzübersicht über die gesicherten Erkenntnisse der Krisenanalyse Anhaltspunkte für die vernünftige Regulierung geben:

Erstens: Selbst mittelgroße Banken wie die HRE waren und sind zu groß beziehungsweise zu vernetzt mit den Finanzmärkten, als dass man ihre Pleite einfach hinnehmen könnte. Sie bündeln Zahlungsverpflichtungen, deren Ausfall höchstwahrscheinlich den ganzen Bankenmarkt in Mitleidenschaft ziehen würde.

Zweitens: Die Eigenkapitalregeln der Banken, also die Pflicht der Finanzinstitute, eingegangene Risiken mit eigenem Geld abzusichern, ließen sich zu leicht über die bereits erwähnten *Structured Investment Vehicles* (SIV) und über Zweckgesellschaften mit Sitz im Ausland umgehen.

Drittens: Da die deutschen Aufsichtsbehörden die Bücher ausländischer Institute nicht einsehen durften, konnten sie nicht sicher beurteilen, wie sich die Auslandsbeteiligungen deutscher Banken auf deren Bilanz auswirken. Zwar war allen Verantwortlichen bekannt, dass das deutsche Kreditwesengesetz (KWG) unzureichend war, um eine ordentliche Finanzaufsicht zu garantieren. Aber Bundesbank und Finanzministerium waren nicht gewillt, an diesem Zustand etwas zu ändern. Wo also Befugnisse der Behörden nicht ausreichten, haben Politiker bewusst Lücken in Kauf genommen, um Wachstum zu generieren. Und wo die Befugnisse ausgereicht haben, wurde zu oft nicht durchgegriffen.

Viertens: Ratingagenturen waren offensichtlich nicht in der Lage, die wahren Risiken von Finanzprodukten zu beurteilen. Solange die Zinsen niedrig und die Refinanzierung günstig war, erhielten die meisten Papiere hervorragende Noten. Das hat den Kontrolleuren in den Banken den Job vereinfacht, da diese sich auf das Urteil der Ratingagenturen verlassen durften. Seither sehen sich die Agenturen dem Vorwurf ausgesetzt, bewusst zu freundlich geurteilt zu haben, weil sie an Folgeaufträgen interessiert waren.

Fünftens: Liest man die mehreren Tausend Seiten des Untersuchungsausschus-

ses zur HRE-Rettung, besteht kein Zweifel, dass die Gehaltsstrukturen in den Banken nichts mit den Problemen der HRE zu tun haben. Die beteiligten Banker müssten auch bei geringeren Bezügen das Risiko ihrer Institute in die Höhe treiben, weil nur dort eine ordentliche Rendite lauert. Ebenso wenig hatten die Spekulanten mit der Krise zu tun, im Gegenteil. Als zum Beispiel Griechenland im Frühjahr 2010 strauchelte, waren es Hedgefonds, die noch Geld auf dem Peloponnes investierten.

Populäre Vorurteile statt Analyse

Diese Aspekte lassen sich in zwei Forderungen bündeln: Erstens müssen alle Papiere und Risiken für die Aufsichtsbehörden des Landes, das notfalls die Zechen zahlt, einsehbar und beurteilbar sein (mehr Transparenz). Zweitens funktionieren gute regulatorische Strukturen nur dann, wenn die Regulierer ihren Job machen (bessere Überwachung).

Angesichts dieser Ursachenanalyse muss das Krisenmanagement zu denken geben: Einig war man sich sofort bei den Bezügen der Banker. Boni waren angeblich zu hoch und orientierten sich an zu kurzfristigen Zielen. Statt aber über Gehaltsgrenzen zu sprechen, sollte sich die Debatte besser auf das Gesamtgefüge von Verantwortung, Befugnissen, Entlohnung und persönlichem Risiko konzentrieren. Wenn im Nachhinein niemand aus dem Management oder aus den Handelsabteilungen für den Niedergang eines Instituts verantwortlich gemacht werden kann, stellt sich die Frage, warum man im Vorfeld als Topmanager oder sogenannter Topbanker eine exponierte Stellung einnehmen durfte. Das berührt die Balance der Sozialen Marktwirtschaft und kommt bei der Neuordnung der Finanzmärkte zu kurz.

Stattdessen hat sich eine feindselige Haltung gegenüber Spekulanten entwickelt, die mit den Ursachen der Krise

eigentlich nicht in Verbindung standen. So werden ungedeckte Leerverkäufe verboten, obwohl auch Laien einleuchtet, dass Märkte, die künstlich klein gehalten werden, viel sensibler auf den Einfluss von Spekulanten reagieren.

Auch die Eigenkapitalhinterlegung der Banken ist seit zwei Jahren ein Dauerbrenner. Dabei waren vor der Krise selbst jene Institute besser als vorgeschrieben mit Eigenkapital ausgestattet, die als Erste in die Pleite marschierten. Nicht diskutiert wird dagegen das Problem, dass am Ende ja ein Staat für die Banken geradestehen muss. Demnach macht es einen Unterschied, ob eine Bank ihren Sitz in einem Land mit großem oder mit kleinem Steueraufkommen hat. Das aber würde bedeuten, dass kleine Länder höhere Sicherungsanforderungen an ihre Banken stellen müssten als Staaten mit großen Einnahmen. Nicht internationale, sondern nationale Regeln entscheiden also über die Sicherheit des Finanzsektors.

Auch die Debatte über eine Reform der Finanzaufsicht ist sonderbar: Die Bundesbank wird zur zentralen Aufsichtsbehörde geadelt. Dabei hat sie bislang nichts zur Klärung der Frage beigetragen, warum sie von der Krise derart überrascht wurde. „Aufgrund der Geschäftsbeziehungen mit den Kreditinstituten und ihrer Präsenz vor Ort sowie generell ihrer Marktnähe verfügt die Bundesbank über weitreichende Erkenntnisse aus dem Finanzsektor sowie über sachkompetentes Personal für Fragen des Finanzmarkts und dessen Stabilität“, lobt sich die Bundesbank auf ihrer Homepage selbst. Vor dem HRE-Untersuchungsausschuss dagegen brillierte die Bundesbank mit Erklärungen, warum man von all den Problemen nichts wissen konnte. Warum also reformiert Deutschland seine Finanzaufsicht, wenn doch die Aufseher nichts falsch gemacht haben? Derweil verheddert sich die Debatte um eine notwendige europäische Aufsicht in nationalstaat-

licher Kleingeistigkeit – angeblich weil hoheitliche Aufgaben mit fiskalischen Auswirkungen berührt sind.

Als Nächstes sind es die Ratingagenturen, über die die Politik den Stab gebrochen hat. Sie sollen überwacht werden, allerdings nicht mehr weil sie zu lasch sind, sondern weil sie zuletzt zu kritisch waren. Sie haben Griechenland und Spanien abgewertet, was nach Lage der Staatsfinanzen überfällig war. Das erschwert der Politik das Leben auf Pump. Wollte man tatsächlich für mehr Transparenz bei den Ratingagenturen sorgen, müsste entweder der Einfluss der Ratingnoten reduziert werden, oder man müsste für mehr Wettbewerb in der Branche sorgen. Beides ist nicht in Sicht. Also wird es künftig eine neue Behörde mit weiteren Kontrolleuren geben, ohne dass sich an der Bedeutung der Notenvergabe durch die drei globalen Agenturen etwas ändert.

Natürlich darf nicht verschwiegen werden, dass als Sofortmaßnahme nach Krisenausbruch eine sehr wertvolle Regeländerung beschlossen wurde: Banken dürfen nicht mehr Risiken dem Zugriff der Aufsichtsbehörden entziehen, indem sie zum Beispiel *Structured Investment Vehicles* in Zweckgesellschaften auslagern, die irgendwo im Ausland firmieren. Befremdlich erscheint angesichts dieser weisen Maßnahme jedoch, dass ausgerechnet die Politik nun eine Zweckgesellschaft als letzte Rettung erfindet. Der neu geschaffene 750-Milliarden-Euro-Fonds, aus dem Not leidende Euro-Staaten Kredite erhalten sollen, ist eine solche Zweckgesellschaft. Anders als bei den Banken aber tauchen die damit verbundenen Risiken nicht in den Haushaltszahlen der Länder auf, die im Ernstfall bezahlen müssen.

Im November ist es wieder so weit, dann werden die Bretter, die die Welt bedeuten, im südkoreanischen Incheon verlegt, um den Staatschefs eine Plattform zu bieten. Ob sie sich entscheiden, den Holzweg zu verlassen?