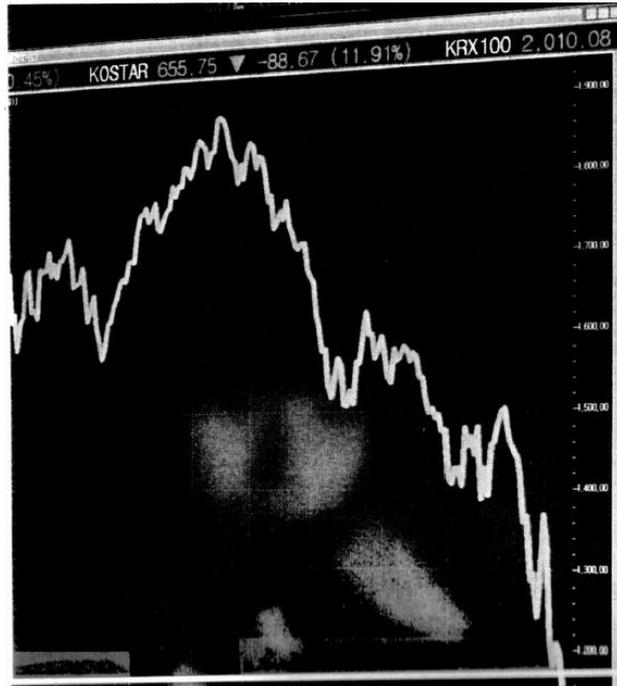


Ein Regelwerk für die Finanzmärkte



An den Börsen will kein Vertrauen aufkommen, obwohl die staatlichen Rettungspakete für die Banken im großen Ganzen Lob finden. Doch aus dem schnellen Krisenmanagement von Staat und Notenbanken können auch neue Probleme erwachsen, warnt der Ökonom Horst Siebert. Er sieht eine Gefahr darin, dass die Fed mit ihren Aktionen die Immobilienblase künstlich verlängert. Dies gefährde das Vertrauen in stabiles Geld. Als Schwäche der deutschen Bankenhilfe könnte sich die staatliche Einmischung in die Kreditvergabe an mittelständische Unternehmen herausstellen. Mit Skepsis registriert Siebert die Selbstverständlichkeit, mit der ungeachtet schlechter Erfahrungen allerorten enorme Konjunkturprogramme geplant werden. Seine größte Sorge richtet sich jedoch auf französische Ideen zur Verstaatlichung und Abschottung der Industrie. Hier werde das Regelwerk der internationalen Arbeitsteilung aufs Spiel gesetzt. (hig.)

Die aktuellen Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten rufen unangenehm in Erinnerung, dass Geld nicht neutral ist. Es ist kein Schleier, der wie ein zarter Bühnenvorhang vor der Realwirtschaft hängt und unter dem, wenn man

ihn lüftet, die Realwirtschaft völlig unbeeinflusst zum Vorschein käme. Die Wirklichkeit sieht anders aus. Monetäre und finanzielle Phänomene haben schwerwiegende Auswirkungen auf die reale Ökonomie. Inflationen können Volkswirtschaften zerrütten wie in Deutschland 1923. Deflationen gehen mit einem wirtschaftlichen Zusammenbruch einher; Währungskrisen lassen das Bruttoinlandsprodukt schrumpfen wie in der Asien-Krise 1997. Das Platzen von Finanzblasen führt zu einem Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Der Ansturm auf die Depositen einer Bank wie bei Northern Rock in Großbritannien und das Abschmelzen von Aktiva in den Bankbilanzen, die damit einhergehende Verdunstung von Liquidität und der Verlust des Vertrauens zwischen Banken wie in der derzeitigen Finanzkrise machen deutlich, dass der reale Teil der Volkswirtschaft von monetär-finanziellen Phänomenen betroffen werden kann: Das reale Bruttoinlandsprodukt Argentiniens ist in der Währungskrise 2001 bis 2002 um zwanzig Prozent geschrumpft. Japan ist nach dem Zerbersten der Blase 1989 für nahezu ein Jahrzehnt in eine Stagnation geraten und hat real das Dreifache seines Bruttoinlandsprodukts von 1990 verloren. Die Vereinigten Staaten haben in der Weltwirtschaftskrise ein Drittel ihres

Bruttoinlandsprodukts eingebüßt.

Da Geld keinen Schleier darstellt, ist ein institutionelles Regelwerk unerlässlich, das Verwerfungen im monetär-finanziellen Bereich vermeidet. Ein solcher institutioneller Rahmen hat in einer Marktwirtschaft eine ähnliche Qualität wie die Wettbewerbsregeln, die Monopole zu verhindern haben. So sahen es Vordenker der Marktwirtschaft wie Walter Eucken, die sich als Ordoliberaler verstanden und nach Ordnungen suchten, anders als es der Begriff neoliberal suggeriert.

Ein solches Regelwerk muss möglichst alle Anlässe für Krisen ausschließen. Dabei ist an den Funktionen des monetären Bereichs und der Finanzmärkte anzuknüpfen: Die Aufgabe der Notenbanken liegt darin, den Volkswirtschaften Geld als Schmiermittel zur Verfügung zu stellen, ohne dass es zu Inflation und zu Finanzblasen kommt, und zudem die Funktionsweise des Finanzsystems zu gewährleisten. Der Finanzmarkt muss Ersparnisse zu den Investitionen lenken, Transaktionen finanzieren, Risiken transformieren, reduzieren und managen und den Märkten verlässliche Informationssignale durch Preise geben. Schließlich müssen in den Volkswirtschaften Bedingungen der Stabilität dafür sorgen, dass es nicht zu Währungskrisen kommt.

Für die Geldpolitik sind die Unabhängigkeit der Notenbank und das Alimentierungsverbot von Budgetdefiziten des Staates konstitutive Elemente. Diese Regeln haben allerdings eine exzessive Vermehrung der Geldmenge mit der Folge einer finanziellen Blase wie in Japan oder niedrige Zinsen wie bei der Immobilienblase in den Vereinigten Staaten nicht verhindern können. Auf dem Finanzmarkt geht es hingegen um Regeln, die sich die Banken selbst geben (etwa Anreize für die Manager). Es geht um Sicherheitsnetze des Bankensektors wie Einlagensicherungsfonds. Es geht um gesetzliche Normen und Regulierungsansätze. Es ist weitgehend ungeklärt, wie der ideale institutionelle Rahmen aus diesen vier Elementen aussieht.

Die Eigenverantwortung der Finanzinstitute.

Eine Lehre aus der aktuellen Finanzkrise lautet, dass es im Interesse der einzelnen Bank liegen muss, Anreize für die Mitarbeiter so zu setzen, dass sich Risiken nicht akkumulieren und die Existenz einer Bank aufs Spiel setzen können. In einer Rezession und wenn eine Finanzblase platzt, schmelzen Anlagewerte dahin, die Risiken in der Bankbilanz nehmen zu. Ereignisse mit äußerst geringer Wahrscheinlichkeit, aber hohem Schaden, also die selten vorkommenden "schwarzen Schwäne", dürfen bei der Risikoanalyse nicht verdrängt werden. Deshalb sind Hebel mit einem Verhältnis zwischen Fremdkapital und Eigenkapital

von über 20 zu 1, wie sie bei Investmentbanken üblich waren, nicht vertretbar. Auch ist beim Risikomanagement einer Bank zu berücksichtigen, dass sich die zu einem Zeitpunkt durch Preise ausgedrückten Risiken ändern werden, wenn bei einer anderen Bank Anlagenwerte stark an Wert verlieren.

Solide Bankprinzipien sollten in Geschäftsmodellen nicht vergessen werden. So sollte selbstverständlich sein, dass Bilanzwahrheit herrschen muss und Risiken in der Bilanz auszuweisen sind und nicht über technische Konstruktionen wie Zweckgesellschaften (Conduits) aus der Bilanz entfernt werden, obwohl sie einen im Ernstfall wie bei der Industriekreditbank IKB doch wieder einholen. Es hilft auch, sich an etablierte Grundsätze zu erinnern, etwa daran, dass langfristige Projekte nur mit Umsicht kurzfristig finanziert werden sollten, und die Erfahrungen früherer Bankpleiten wie die Münemann-Pleite 1970 ("Aus kurz mach lang") nicht zu vergessen.

Sicherlich ist es auch im Eigeninteresse des Bankensektors, eigene Sicherheitsnetze wie Einlagensicherungsfonds zu schaffen, um mit einzelnen Bankzusammenbrüchen fertig zu werden. Allerdings versagen solche Mechanismen, wenn eine Krise alle Banken erfasst. Sie international zu etablieren ist zudem deshalb schwierig, weil einzelne Finanzinstitute ein Interesse haben, durch Produktinnovationen ihren Gewinn zu steigern, und sie kaum Verlangen zeigen, sich in einem Sicherheitsnetz zu integrieren. Auf die Selbstregulierung der Banken wird man nicht setzen können.

Aufgaben der Regulierung.

Bei den gesetzlichen Regelungen und der Regulierung spielt an vorderster Stelle eine Rolle, ob das Bankensystem robust organisiert ist, insbesondere ob die Geschäfte der Finanzinstitute mit genügend Eigenkapital unterlegt sind, um stürmischen Zeiten zu trotzen. Offenbar hat sich der Ansatz der Universalbanken gegenüber den Investmentbanken bewährt. Bilanz- und Verfahrensregeln nehmen eine zentrale Stellung ein. Der Fall des Energieunternehmens Enron 2001 in den Vereinigten Staaten hat deutlich gemacht, dass der Kapitalmarkt seine Aufgabe, die Ersparnisse zu den Investitionen zu lenken, nicht glaubwürdig erfüllen kann, wenn keine Bilanzwahrheit herrscht. Die aktuelle Bankenkrise hat drastisch vor Augen geführt, dass Bankbilanzen die Risiken einer Bank angemessen wiedergeben müssen. Die Regulierung muss darauf hinwirken, dass Risiken nicht aus der Bankbilanz ausgelagert werden können. Sie sollte Banken davon überzeugen, dass ein robustes Eigenkapital- und Liquiditätskissen in deren Selbstinteresse ist, und dies auch durchsetzen. Die Bedingungen für die

Abgabe von Risiken durch Verbriefung sind zu überprüfen. Die Regulierung hat verzerrenden Anreizstrukturen für Bankmanager Einhalt zu gebieten, Marktpraktiken zu beobachten und die Fristentransformation außerhalb des engeren Bankensektors zu beachten. Deshalb ist Transparenz geboten. Wie die Krise zeigt, hat es seinen Preis, wenn sich Finanzinstitute außerhalb der Regulierung bewegen.

Wirtschaftsprüfungsgesellschaften haben es als ihre Aufgabe anzusehen, verlässliche Daten zu testen. Rating-Agenturen sollten ihre Einstufungen glaubwürdiger machen und verdeutlichen, dass ein Rating zeitpunktbezogen ist und nicht unter allen Bedingungen gelten kann. Sie haben ihren Interessenkonflikt zu lösen, der dadurch entsteht, dass sie von den Wertpapierhäusern bezahlt werden; freilich darf dies nicht neue Interessenkonflikte wie bei einer Vergütung durch die Investoren begründen. Die Finanzaufsicht sollte die Qualität der Rating-Agenturen ex post vergleichen und überprüfen. Sie muss sich selbst effizienter machen, um Systemrisiken zu erkennen. Ein zentrales Problem ist allerdings darin zu sehen, dass Standards, etwa solche für Kapitalerfordernisse wie in Basel II international vereinbart, nicht unabhängig davon gelten können, ob sich die Wirtschaft in der Hochkonjunktur oder in einer Rezession befindet und ob sich im Bankensektor gerade ein Abschmelzen von Aktiva mit beachtlichen Wertberichtigungen vollzieht.

Fehlschläge der Regulierung.

Das grundsätzliche Problem der Regulierung liegt darin, dass Finanzinstitute durch Produktinnovationen, die ihren Gewinn steigern, gegenüber dem Regulierer die Nase vorn haben wollen. Dann muss der Regulierer nachziehen. Dabei ist die Information asymmetrisch zwischen Regulierer und Banken verteilt. Zudem ist der Regulierer wie auch der Gesetzgeber mit einem Hayekischen Informationsproblem konfrontiert, da zukünftige Zustände der Welt nicht bekannt sind und die Regulierung solche Situationen im Voraus nicht perfekt erfassen kann. Ein Regelwerk zu entwerfen ist ein komplexes Unterfangen, da der Prinzipal - derzeit die Politik - das Verhalten der Agenten - also der Finanzinstitute - nur unvollkommen beobachten kann, etwa deren Bemühungen, für Finanzstabilität zu sorgen oder den Regeln auszuweichen.

Grundsätzlich sind internationale Verfahrensweisen wünschenswert, da wegen der Verflechtungen die Lösung des einen Landes des anderen Landes Problem darstellt. Auf der im November geplanten Weltfinanzkonferenz wird allerdings deutlich werden, dass die Staaten den Finanzsektor und Finanzinnovationen in ihrer Wirtschaftspolitik unterschiedlich gewichten. Zudem wird auch

relevant sein, dass im Fall einer Krise ein Rettungsplan mit nationalen Steuergeldern unterlegt werden muss. Die Bereitschaft, anderen Staaten ein Mitspracherecht bei der Verwendung der eigenen Steuereinnahmen einzuräumen, ist begrenzt, selbst in der EU. Deshalb dürfte die Neigung wenig entwickelt sein, den Internationalen Währungsfonds mit Sanktionen auszustatten, zumal die Schwellenländer dem IWF mit Skepsis begegnen. Die Staaten haben schließlich auch unterschiedliche Einstellungen darüber, inwieweit Konsum und Investition durch reale Ersparnisse gesamtwirtschaftlich zu unterlegen sind.

Wie schwierig die Regulierung in konkreten Situationen ist, zeigen die vielfältigen Ursachen der "Subprime"-Krise: Die Geldpolitik der Fed mit einem Zinssatz von zeitweise einem Prozent, bei dem es sich lohnte, eine Hypothek aufzunehmen; die amerikanische Praxis der Hypothekenbanken, vom Hypothekennehmer kein Eigenkapital mehr zu verlangen anstatt 20 Prozent wie bisher üblich; die weitverbreitete Ansicht, dass die Hypotheken letztlich aus der Wertsteigerung des Hauses zu bedienen seien; die Tatsache, dass die quasistaatlichen Fannie Mae und Freddie Mac den Hypothekenbanken die Hypotheken abkauften und damit mehr Liquidität in das System pumpeten; das Phänomen, dass die staatliche Aufsicht über beide Institutionen versagte und die gesetzliche Grundlage beider Institutionen von 1968 von vornherein verfehlt war; die Einschätzung der Politik, dass es wünschenswert war, dass möglichst viele Amerikaner sich den Wunsch nach einem eigenen Haus erfüllen konnten, und schließlich die Verbriefung und Neubündelung von minderwertigen Hypotheken durch Zweckgesellschaften und Investmentbanken, über die die faulen Papiere auf Deutschland ausstrahlten, ohne dass die Regulierung bei uns eingeschritten wäre. Das Fazit: Diese Krise ist kein Phänomen, das exogen auf den Bankenbereich zugekommen ist; es ist eine endogene Krise, die sich aus dem System selbst entwickelt hat. Zudem muss man von Regulierungsversagen sprechen.

Auch andere Erfahrungen mit der Regulierung weisen darauf hin, dass Regulierung kein Allheilmittel ist. Sie kann durchaus neue Fehlanreize in das System bringen. Ein Beispiel ist die amerikanische Sparkassenkrise in den achtziger Jahren, bei der 747 Sparkassen zusammengebrochen sind. Die Ursache lag darin, dass die Regulierung besonders riskante Ausleihen im Immobilienbereich der Sparkassen schützte, was diese dazu veranlasste, vermehrt riskante Kredite zu vergeben. Staatsgarantien für Einlagen, wie sie nun praktiziert werden, können in der langen Frist ebenfalls verzerrende Wirkung haben. Der amerikanische Regulierer hat auch nicht die Enron-Krise erkannt. Regulierung ist also nur dann angebracht, wenn sie keine neuen Fehlanreize setzt, das heißt, wenn sie mehr Nutzen stiftet, als

sie volkswirtschaftliche Kosten verursacht.

Neben dem schon angesprochenen Informationsproblem ist Regulierung auch dem Phänomen ausgesetzt, dass sie "vereinnahmt" wird. Es besteht die Gefahr, dass die Regulierten sich der institutionellen Regelung bemächtigen. Gerade die asymmetrische Information ist ein Grund dafür, sich der Sachkenntnis der Betroffenen zu versichern, die dabei ihren Einfluss geltend machen können. Die Regulierung kann aber auch vom politischen Prozess vereinnahmt werden, wie das Beispiel Fannie Mae und Freddie Mac zeigt. Ich bin deshalb skeptisch gegenüber dem Vorschlag von Joseph Stiglitz, dass die Kunden der Banken, die von Finanzprodukten betroffen sind, in den Aufsichtsgremien der Regulierung vertreten sein sollen. Gegen eine solche Idee spricht die bittere Erfahrung, die etwa Deutschland mit der Politisierung der Geldpolitik in den dreißiger Jahren gemacht hat und die die Unabhängigkeit der Notenbank und die Entpolitisierung der Geldversorgung zwingend begründet.

Eine grundlegend zu klärende Frage in einem neuen Regelwerk besteht darin, wie Staaten glaubwürdig machen können, dass Finanzinstitute im Fall des Falles nicht vom Staat herausgehauen werden, sondern dass sie damit rechnen müssen, dass die Eigentümer ihr Kapital verlieren und die Manager ausgewechselt werden. Wegen der Auswirkung von Bankzusammenbrüchen auf die Allgemeinheit liegt die Schwierigkeit darin, wie die Politik eine solche Drohung glaubwürdig machen kann.

Krisenmanagement mit unsicheren Folgen?

Das Management gegen die vier Elemente der Krise - die Hypothekenkrise in den Vereinigten Staaten, das Abschmelzen von Aktiva in den Bankbilanzen und damit die Liquiditätskrise, auch in Europa, die Kreditklemme, die sich auf die Realwirtschaft auszuwirken beginnt, und schließlich die Verunsicherung von Konsumenten und Investoren - ist dadurch gekennzeichnet, dass die großen Notenbanken massiv Liquidität in das Finanzsystem gepumpt haben, um die Liquiditätskrise zu überwinden. In den Vereinigten Staaten vergibt die Notenbank Fed mittlerweile direkt Kredite an Unternehmen, nachdem sie Kredite bei der Übernahme von Bear Stearns und sogar über 120 Milliarden Dollar für den vom Staat übernommenen Versicherer American International Group bereitgestellt hat. Regierungen versuchen Einzelfalllösungen, nehmen die faulen Kredite aus dem System heraus oder führen den Banken Kapital zu, indem sie ihnen die Option einräumen, sich gegen Auflagen teilweise nationalisieren zu lassen. Das entscheidende Argument dafür lautet, dass der Schaden größer gewesen wäre, wenn anstelle all dieser Maßnahmen das Finanzsystem zusammengebrochen wäre. Das Ziel ist, das

Vertrauen zwischen den Banken wiederherzustellen.

Für die Fed kann sich die Bereitstellung von Krediten als ein Zielkonflikt zwischen der Notwendigkeit, die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems aufrechtzuerhalten, und dem Ziel, keine Inflationserwartungen aufkommen zu lassen, erweisen, da die Fed bei der Kreditgewährung an die Stelle steuerfinanzierter Beihilfen durch die Finanzpolitik tritt und der Alimentierung des staatlichen Budgets nahekommmt. In gewisser Weise wird dadurch die Immobilienblase, die sich ja über die Notwendigkeit hinweggesetzt hat, privaten Hausbau aus realen Ersparnissen zu finanzieren, künstlich am Leben erhalten. Wenig wäre gewonnen, wenn das Vertrauen in stabiles Geld verlorenginge.

Auch das Rettungspaket der deutschen Regierung zielt darauf ab, das Vertrauen in das Bankensystem wiederherzustellen. Man kann hoffen, dass dies gelingt. Dabei trauen die Deutschen staatlichen Interventionen viel zu, zumal einige Auflagen der staatlichen Hilfe wie Zinszahlungen bei Kreditgewährung angemessen erscheinen und die Einschränkung von Gehältern in der Öffentlichkeit gut ankommt. Allerdings sind im Detail eine ganze Reihe diskretionärer Entscheidungen des Stabilisierungsfonds notwendig, und eine staatliche Institution ist schwerlich in der Lage, ein bestimmtes Geschäftsmodell wie die Vergabe von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen bei den Banken umzusetzen. Bisher ist der Staat auch nicht dadurch aufgefallen, dass er in solchen Details besonders leistungsfähig ist. Nicht zuletzt seine Repräsentanz in den Aufsichtsräten der in Not geratenen Banken wie der Industriekreditbank oder den Landesbanken wie aber auch das mangelnde Funktionieren der Finanzaufsicht lassen Vorsicht ange raten sein.

Dass angesichts des umfangreichen Rettungspakets Konjunkturprogramme nun als selbstverständlich erscheinen, und dies trotz aller schlechten Erfahrungen, ist eine bedenkliche Folge des Krisenmanagements im Finanzbereich. Noch ärger kann es werden, wenn die Idee Nicolas Sarkozys in Europa um sich greift, dass die Nationalisierung von Industrien in Europa jetzt in den staatlichen Instrumentenkasten aufgenommen werden soll. Wir sind in der Weltwirtschaft dann nicht mehr weit von den destabilisierenden und abschottenden Interventionen der dreißiger Jahre. Das Regelwerk für die weltweite Arbeitsteilung auf den Gütermärkten darf nicht aufs Spiel gesetzt werden.

Horst Siebert