

Die Redaktion der Zeitschrift "Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)"

Article

US-Finanzmarktkrise - eine ansteckende Krankheit? Die USA - das Mutterland der Finanzinnovationen

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

Provided in Cooperation with:

Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

Suggested Citation: Die Redaktion der Zeitschrift "Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)" (2008) : US-Finanzmarktkrise - eine ansteckende Krankheit? Die USA - das Mutterland der Finanzinnovationen, Wirtschaft und Gesellschaft (WuG), ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 34, Iss. 2, pp. 147-157

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/332758>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Editorial

US-Finanzmarktkrise – eine ansteckende Krankheit?

Die USA – das Mutterland der Finanzinnovationen

Seit etwa zwanzig Jahren haben die Finanzmärkte einen zunehmenden Einfluss auf die Konjunktur in den wohlhabenden Industrieländern. Ihren Ausgang genommen hat diese Entwicklung in den USA, von wo aus sich die Ideologie der Finanzmarktökonomie über die ganze Welt verbreitet hat. Die Auswirkungen des Siegeszugs der Finanzmarktideologie auf die Wirtschaftspolitik sind durchaus unterschiedlich – je nach dem Entwicklungsstand der Volkswirtschaft und der ordnungspolitischen Tradition eines Landes wurden entsprechende „Reformen“ durchgeführt, um den Finanzsektor von hemmenden Fesseln zu befreien bzw. seine Dynamik zu stimulieren. Ausgehend von jenem Sektor der Wirtschaft, der dem neoklassischen Ideal des „perfekten Marktes“ am nächsten kommt, würden durch eine verbesserte Allokation der Ressourcen in allen Bereichen der Produktion die Effizienz und Dynamik der gesamten Wirtschaft nachhaltig verbessert, Wachstum und Beschäftigung gesteigert.

Den Entwicklungs-, Schwellen- und Transformationsländern wurde vor allem die Herstellung eines möglichst freien Kapitalverkehrs mit dem Ausland als grundlegende „Reformmaßnahme“ empfohlen, um für das internationale Kapital attraktiv zu werden. In den EU-Ländern war der Kapitalverkehr aus überwiegend ganz pragmatischen Gründen bereits Ende der Achtzigerjahre liberalisiert. Wichtigster Bereich für die „Reform“ der Wirtschaft war der Staatssektor bzw. die Rückführung bestimmter Staatsaufgaben in den privaten Bereich. Eine Forcierung der privaten Vorsorge an Stelle oder zumindest zur Ergänzung der staatlich organisierten Sozialversicherung sollte die Masse des Anlagen suchenden Kapitals vermehren. Die Privatisierung von Staatsunternehmungen und von staatlich erbrachten Leistungen war dafür geeignet, parallel dazu das Angebot an Veranlagungsmöglichkeiten zu erhöhen.¹

Im Vergleich zum Ursprungsland der Finanzmarktideologie, den USA, waren die europäischen nur „nachholende“ Reformen. In den USA konnten Maßnahmen dieser Art kaum zusätzlichen Handlungsspielraum eröffnen. In der Pensions- und vor allem in der Krankenversicherung war in den USA der private Anteil traditionell sehr hoch. Staatliche Industrieunternehmungen und Banken hat es in den USA praktisch nie

gegeben, auch in der Infrastruktur wurde die private Leistungserbringung immer bevorzugt. Unter diesen Umständen waren neue Impulse notwendig, um die Position der Finanzmärkte in der Wirtschaft zu stärken – anders ausgedrückt: gefragt waren „Finanzinnovationen“, um den Finanzsektor in Schwung zu bringen.

Wenn in den USA die Börse und der Finanzsektor stets eine größere Bedeutung hatten als in Europa, so hatten dennoch nach dem Zweiten Weltkrieg zunächst realwirtschaftliche Faktoren den bestimmenden Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung des Landes. Das änderte sich allerdings, als nach dem ersten Ölpreisschock die fast drei Jahrzehnte währende Prosperitätsperiode geendet hatte und die USA von der Stagflationskrankheit heimgesucht wurden. Die Umorientierung auf Finanzmarktökonomie begann in der Ära von Präsident Ronald Reagan (1980-1988), der den Staat für ungeeignet hielt, wirtschaftliche Probleme zu lösen, während doch der Staat selbst das Problem darstellte, und der die *voodoo economics* der sog. Laffer-Kurve zu seiner wirtschaftspolitischen Leitvorstellung machte.

Die Achtzigerjahre brachten in den USA auch den Durchbruch der ersten großen „Finanzinnovation“, der Ausgabe von „*junk bonds*“ zur Finanzierung von feindlichen Firmenübernahmen.² Die Investmentbank Drexel, Burnham & Lambert hatte sich als erste der *junk bonds* (hoch riskante, aber mit hohen Ertragserwartungen lancierte Anleihen) bedient, um Unternehmungen, deren Substanzwert sie höher bewertete als den Börsenwert, unter ihre Kontrolle zu bringen, zu zerschlagen und die wertvollen Vermögensbestandteile einzeln zu verkaufen. Dass dabei häufig erpresserisch vorgegangen wurde, hat der Prozess gegen Michael Milken später gezeigt, aber nicht verhindert, dass diese Art der Firmenpiraterie zur bevorzugten Finanzmarktmode der Achtzigerjahre wurde. Den Lobbyisten der *junk bond industry* gelang es, Gesetzesinitiativen im Kongress zur Begrenzung des Übernahme-Monopolyspiels abzuwenden. Die Anti-Gewerkschaftsgesetze während der Ära Reagan erleichterte es den feindlichen Übernehmern eines Unternehmens, dessen Mitarbeiter ohne langwierige gerichtliche Auseinandersetzungen und große Kosten loszuwerden.

In der Ära Reagan wurde der schon zuvor eingeleitete Prozess der „Deregulierung“ der Netzwerkindustrien intensiv vorangetrieben, womit der Boden für die nächste Welle der Finanzinnovationen bereitet wurde. Telefonie, Stromerzeugung und -versorgung und andere Netzwerkindustrien waren zwar private Unternehmungen, die jedoch als technische Monopole in ihren Preisfestsetzungen und teilweise in ihren Lieferbeziehungen der staatlichen Aufsicht und Genehmigungspflicht unterlagen. Die technische Revolutionierung der Telefonie durch die Mikroelektronik und die Auswirkungen der letzteren auf andere Indust-

rien waren der Anlass dafür, dass die Bewirtschaftung der Netzwerkindustrien aufgehoben und diese der Steuerung durch den Marktmechanismus überantwortet wurden. Im Zuge dieser Maßnahmen wurden auch Beschränkungen des Handels mit Strom aufgehoben, der Börsenhandel von zukünftigen Bezügen von Strom, Gas, Vermietung von Leitungskapazitäten zugelassen, u. a. m.

Einen weiteren wichtigen Durchbruch neben der Deregulierung der Netzwerkindustrien und der Gestaltung der Börsenaufsicht erzielte der Finanzsektor in den USA im Bereich der Rechnungslegungsvorschriften. Unter Überdehnung des Prinzips der tagesaktuellen Bewertung von Vermögensgegenständen wurden die Möglichkeiten bedeutend erweitert, unter dem Schlagwort „*fair value*“ Gegenstände, für die es keine börsen- oder sonstigen marktmäßigen Notierungen gibt, nach Ertragserwartungen zu bewerten, die nach Bedarf optimistisch waren. Das *fair value*-Prinzip wurde später auch in den europäischen Rechnungslegungsvorschriften (IFRS) verankert. Die Ausgliederung von Verpflichtungen und Verlusten, die Gründung von „Zweckgesellschaften“ verschiedenster Art wurden erleichtert.

Die wichtigste Finanzinnovation der Neunzigerjahre war der massive Einsatz von Risikokapital zur Finanzierung von Neugründungen im Bereich des IKT-Sektors. Viele dieser Unternehmungen waren als Dienstleistungs- oder Industrieunternehmungen tatsächlich erfolgreich. An die Börse gebracht, brachten sie eine Haussebewegung an der Technologiebörse NASDAQ in Gang, deren Absturz nach 2001 an Drastik den Kursverfall der NYSE bei weitem übertraf.

Die *new economy*-Euphorie der Neunzigerjahre war ein beispielloses Amalgam von zum Teil durch technische Innovationen fundierten Zukunftsvorstellungen mit Finanzmarktphantasien, die aufgrund von neu geschaffenen Instrumenten der „kreativen Buchführung“, der Hebung von ungeahnten Ertragspotenzialen durch Synergieeffekte von Fusionen, der Anreizwirkung von Hunderte Millionen schweren Aktienoptionen-Programmen für Manager eine kontinuierlich-permanente Zunahme von Erträgen und Vermögenswerten versprachen, und als Zugabe das Ende des Konjunkturzyklus bis hin zu immerwährender Prosperität.

Beim Zusammenbruch der *new economy*-Blase 2001/02 war die nächste Vermögenspreishausse bereits im Aufbau begriffen: der Immobilienpreisboom. Als Finanzinnovation kann man die Etablierung von „Strukturvertrieben“ (besser: Keilerorganisationen) nicht bezeichnen, die den „Verkauf“ von Hypotheken dadurch immer weiter ausdehnten, dass auf steigende Grundstücksbewertungen immer höhere Hypotheken gegeben und Haushalte zu Hauskäufen überredet wurden, die weder über Eigenmittel noch über Einkommen für die später fälligen

Ratenzahlungen verfügten. Die Finanzinnovation der letzten Welle bestand vielmehr in der besonderen Form der Verbriefung dieser Hypothekendarlehen in Form der sog. CDO's (*collateralized debt obligations*) und MBS (*mortgage-backed securities*), die nicht von den Banken selbst begeben wurden, sondern von eigens dafür gegründeten Zweckgesellschaften (SPV's, *special purpose vehicles*). Verbriefung von Hypothekendarlehen ist im traditionellen europäischen Bankgeschäft seit langem gängige Praxis in Form der Hypothekarschuldverschreibungen der Hypothekenbanken, die allerdings seit einiger Zeit aus der Mode gekommen sind. Die Bank erhält vom Zeichner der Anleihen das Geld für zuvor gewährte Hypothekarkredite zurück und kann damit neue Darlehen ausgeben. Die Hypothekenbank behält die Verwaltung des Kredits und haftet auch für das Ausfallrisiko des Schuldners, sie hat daher jede Veranlassung, die Bonität der Darlehensnehmer und den Wert der Sicherheiten sorgfältig abzuschätzen. All dies ist bei den neuen, innovativen Instrumenten nicht mehr gegeben. Die ursprünglich den Kredit gewährende Bank scheidet völlig aus dem Schuldverhältnis aus, sodass sich ihr Interesse auf das Kassieren möglichst hoher Abschlussprovisionen, Bearbeitungsgebühren und Verkaufserlöse für die Zertifikate konzentriert – ideale Bedingungen also für moralische Versuchung bei allen Beteiligten.

Dass der Zusammenhang von Finanzinnovationen und massivem Betrug in allen dreien der hier dargestellten Spekulationswellen manifest geworden ist, weist darauf hin, dass der Zusammenhang kein bloß zufälliger, sondern ein systematischer ist. Michael Milken, der Pionier der *junk bond*-finanzierten Übernahmen, wurde zu einer mehrjährigen Gefängnisstrafe verurteilt. Die Manager von Enron, das lange Zeit als Modellfall eines innovativen Finanzunternehmens galt, landeten nach dessen spektakulärem Konkurs ebenfalls im Gefängnis. Bilanzfälschung und andere Formen des Betrugs waren eine geradezu massenhafte Erscheinung der *new economy*-Blase. Die Zeit seit dem Platzen der Immobilienblase ist noch zu kurz für eine umfassende Aufdeckung und gerichtliche Abhandlung der Missbräuche und Betrügereien, die diesen Boom in Schwindel erregende Höhen trugen – die anekdotische Evidenz lässt vermuten, dass ihr Beitrag substantiell war.

Die Finanzialisierung der Wirtschaft durch immer neue Finanzinnovationen hat inzwischen die Dynamik der US-Wirtschaft einschneidend verändert. Wie ein Kommentator jüngst treffend bemerkt hat, ist an die Stelle des früheren Konjunkturzyklus (*business cycle*) der „*bubble cycle*“ getreten.³ Wo früher der Rhythmus von Beschleunigung und Abschwächung des Wirtschaftswachstums im Wesentlichen durch den realwirtschaftlichen Investitionszyklus geprägt wurde, ist es inzwischen

ein Zyklus von spekulativer Hausse, deren Überschießen und darauffolgendem Zusammenbruch, der Dynamik von Wirtschaftswachstum und Arbeitsmarktentwicklung bestimmt. Die Wachstumsimpulse, die vom privaten Konsum ausgehen, resultieren nicht mehr aus einem beschleunigten Wachstum der Realeinkommen in der Aufschwungsphase, sondern aus Vermögenszuwächsen der Haushalte während der Haussebewegung. Der Nachteil dieser Art von Konsumboom besteht darin, dass die Vermögenszuwächse nicht oder nur zum Teil dauerhaft sind und ihre Realisierung häufig die Aufnahme von Schulden erfordert. Wenn dann die Vermögenswerte zusammenschrumpfen, bleiben viele auf ihren Schulden sitzen – dafür ist die jüngste Immobilienblase ein extremes Beispiel.

Vieles spricht für die These, dass die USA in ihrer Wirtschaftsentwicklung mittlerweile vom Hochkommen immer neuer spekulativer Blasen abhängig sind. Abhängig von dieser Art von Dynamik ist nicht zuletzt auch der Finanzsektor, der zwar auf drohende Verluste etwas früher reagieren und dadurch den Schaden für sich selbst kleiner halten kann, aber nur in Boomphasen hohe Gewinne erzielt. Es sieht vielleicht zu sehr nach Verschwörungstheorie aus, wenn man meint, dass diese Branche bereits ihre Kräfte sammelt und sich neu formiert für die nächste Kursrallye, für die sich die Rohstoffe, insbesondere jene, die zur Energieerzeugung geeignet sind, anbieten. Man könnte spektakuläre, aber sachlich sehr schwach fundierte Aktionen wie die Veröffentlichung einer Prognose durch das kanadische Finanzdienstleistungsunternehmen CBIC für einen Erdölpreis von 225 US-\$ pro Fass schon im Jahr 2012⁴ als Versuch deuten, Signale zu diesem Zweck auszusenden. Wer das gezielte Lancieren einer neuen Spekulationswelle durch eine kollektive Aktion der gesamten Finanzmarktbranche für möglich hält, muss davon ausgehen, dass das Gedächtnis des Anlagen suchenden Publikums sehr kurz ist und negative Erfahrungen innerhalb von ein bis zwei Jahren verdrängt werden. Die rasche Abfolge von Immobilienblase und *new economy*-Blase stützt eine solche Einschätzung.

Wenn aber das Anlageverhalten als Folge der wiederholten negativen Erfahrungen vorsichtiger geworden und stärker von Attentismus geprägt ist, wenn die Rohstoffmärkte wegen ihrer Heterogenität keine tragfähige Grundlage für einen nächsten großen spekulativen Boom hergeben – dann wären die Aussichten für die US-Wirtschaft kurz- und mittelfristig ungünstig zu beurteilen. Die Abwertung des Dollars erscheint zwar geeignet, die Realwirtschaft der USA durch eine verbesserte Wettbewerbsposition auf dem großen Binnenmarkt und durch beschleunigtes Exportwachstum zu stimulieren. Allerdings ist fraglich, wie schnell eine Wirtschaft eine solche Neuorientierung vollziehen kann, die in ihrer Dynamik in den letzten Jahrzehnten so einseitig auf

die Erzielung schneller Gewinne durch finanzielle Manipulationen eingestellt war.

Und Europa?

Wenn Europa von der jüngsten Finanzmarktkrise in viel geringerem Ausmaß betroffen ist, so ist dies einer deutlich stärker traditionell-konservativen Grundhaltung sowohl bei den Akteuren des Finanzsektors als auch in der Bevölkerung zuzuschreiben. Zum Ausdruck kommt diese Haltung zum einen in einer gewissen Zurückhaltung und Vorsicht bei Finanzinnovationen. So etwa verfolgte zwar der für Binnenmarkt zuständige EU-Kommissar McCreevy seit einiger Zeit das Projekt, den langweiligen kontinentalen Hypothekenmarkt für eine grenzüberschreitende Konkurrenz zu öffnen, um die Verbreitung von dynamischeren Finanzierungs- und Refinanzierungsmethoden zu fördern. Das Weißbuch der Kommission wurde allerdings zum Zeitpunkt seiner Veröffentlichung (Dezember 2007) vom Zusammenbruch des US-Hypothekenmarktes und der davon ausgehenden Bankenkrise eingeholt. In den Erläuterungen („FAQs“) heißt es, dass die Kommission bei ihrem weiteren Vorgehen in dieser Sache die aktuellen Entwicklungen beobachten und dabei Anreize der Kredit gewährenden Banken, die Risiken aus der Bilanz zu verschieben, sowie prudentiellen Standards und Transparenzernforderungen bei der Verbriefung von Forderungen besonderes Augenmerk zuwenden würde. Die Resultate dieser eingehenden Beobachtung in den letzten Monaten müssten eigentlich ausreichen, um die weitere Betreibung des Vorhabens wenigstens als inopportun erscheinen zu lassen. Ob der marktfundamentalistische Glaube des Kommissars, der u. a. auch das Glücksspiel als Finanzdienstleistung aus dem Korsett des Staatsmonopols befreien will, dadurch ernsthaft erschüttert ist, bleibt abzuwarten. Noch größere Wertverluste blieben Europa auch dadurch erspart, dass die Bankengesetze der meisten Mitgliedstaaten der EU gegenüber der Auslagerung von Forderungen in Zweckgesellschaften wesentlich restriktiver sind als in den USA und die Gesetzgebung dem Verlangen nach diesbezüglichen Erleichterungen nicht nachgekommen ist.

Nach Monaten der Unsicherheit scheint nunmehr hinreichend klar geworden zu sein, dass das europäische Bankensystem direkt nur punktuell massiv betroffen ist. Die Fälle der schweizerischen UBS, die 40 Milliarden Schweizerfranken bzw. 80 Prozent ihres Eigenkapitals abschreiben musste, der etwas weniger hart getroffenen Credit Suisse, einiger deutscher Großbanken u. a. sind doch eher brisante Einzelercheinungen geblieben. Problematisch sind die Verluste der Bayerischen und der Sächsischen Landesbank allerdings insofern, als es sich bei diesen um öffentlich-rechtliche Banken handelt, deren Auf-

gabe sicher nicht darin besteht, durch riskante Veranlagungen in ausländischen Papieren schnelle Gewinne zu erzielen. Viele europäische Banken haben sich vor allem deswegen weniger für diese Investments interessiert, weil ihre Aufmerksamkeit immer noch stark von der Erschließung des osteuropäischen Marktes (innerhalb und außerhalb der EU) in Anspruch genommen wird. In besonderem Maße trifft dies auf die österreichischen Banken zu, die insgesamt nur etwas mehr als eine Milliarde Euro an Ausfällen durch die MBS etc. gemeldet haben.

Die Vertrauenskrise und in deren Gefolge die Liquiditätsklemme ist dem europäischen Bankenapparat dennoch nicht erspart geblieben. Die zeitweise stark reduzierte Liquidität des europäischen Geldmarktes veranlasst die Banken dazu, bei Ausleihungen zurückhaltend zu sein, mit den entsprechenden negativen Effekten für die Realwirtschaft. Dass die Abschwächung des Wirtschaftswachstums in Europa nun etwas stärker sein wird, als vor Jahresfrist prognostiziert, ist auch auf die erwartete Rezession in den USA und auf die Verschlechterung der Erwartungen von Unternehmungen und Konsumenten zurückzuführen.

Unübersehbar sind die Unterschiede zwischen den USA und Europa auch in Bezug auf die Bereitschaft der Haushalte zur Schuldenfinanzierung von Konsumausgaben und zur Benutzung von Grundstücken, Häusern und Wohnungen zur Ausdehnung des Verschuldungsspielraumes über diejenigen Grenzen hinaus, die durch das laufende Einkommen gesetzt sind. Der europäische Konjunkturzyklus ist kein „bubble cycle“, bei dem der Aufschwung von einer aus steigenden Vermögenspreisen finanzierten Konsumexpansion getragen wird. Erscheinungen diese Art bleiben auf wenige Länder begrenzt (Spanien, Großbritannien). In der gegenwärtigen Konstellation bedeutet dies allerdings, dass die Konjunkturaufschwünge hier immer aus Mangel an Binnennachfrage, nämlich Konsumnachfrage, schwach bleiben, da es in den meisten Ländern des Euro-Gebiets keine nennenswerten Reallohnsteigerungen pro Kopf mehr gibt. Die größere Stetigkeit der europäischen Wirtschaftsentwicklung birgt weniger die Gefahr dramatischer Abstürze, auch wenn 2001/02 der Fall der Börsenkurse in Europa nicht geringer war als in den USA, Europa also die Nachteile des Finanzmarktzyklus stark zu spüren bekam, ohne den Vorteil einer ähnlich kräftigen Aufschwungsphase. Ob es langfristig ein Vorteil ist, dass die Bewegung der Vermögenspreise weniger Bedeutung für den Konjunkturzyklus hat, wird das nächste Jahrzehnt zeigen.

Keinen Grund zur Schadenfreude haben die Freunde der „stabilitätsorientierten“ Zinspolitik der EZB, die die Schuld am Desaster der Finanzmärkte der USA der Geldpolitik des Federal Reserve Board unter dem Präsidenten Alan Greenspan in die Schuhe schieben und im Umkehrschluss die EZB-Politik für die einzig richtige erklären wollen. Die

Notenbankpolitik der USA bleibt ein Lehrstück für das große Potenzial einer expansiven Geldpolitik, denn die Ursache dafür, wie die Kreditausweitungsmöglichkeiten im konkreten Fall genutzt wurden, liegt nicht in der Zins- und Kreditpolitik selbst. Mit schuld an der Misere ist die Fed „nur“ insofern, als sie wiederholte und begründete Warnungen vor den gefährlichen Praktiken der Vermarktung von Hypotheken bzw. Hinweise auf die problematischen Formen der Verbriefung solcher Forderungen nicht ernst genommen oder sogar bagatellisiert hat. Die EZB kann nicht das Verdienst für sich in Anspruch nehmen, durch ihre mit dem Hinweis auf Inflationsgefahren begründeten Sturheit Europa vor dem Ungemach einer schweren Finanzmarktkrise bewahrt zu haben, da nicht anzunehmen ist, dass eine expansivere Geldpolitik zu ähnlichen Praktiken und Missbräuchen Anlass gegeben hätte wie in den USA.

Immerhin hat die EZB in den letzten Monaten so viel Pragmatismus bewiesen, dass sie ihr immer wieder beschworenes Inflationsziel von „bis zu 2 Prozent“ bei monatlichen Inflationsraten von weit über 3 Prozent erst einmal schubladiert und viel Geld in den Interbankenmarkt gepumpt hat. Es bleibt zu hoffen, dass die EZB im zweiten Halbjahr über ihren Schatten springen und die Leitzinsen nicht erhöhen wird, sondern angesichts eines nachlassenden Wirtschaftswachstums und einer sinkenden Kapazitätsauslastung zu einer Zinssenkung bereit sein wird. Mit zunehmender Transparenz, welche Institute von der Hypothekenschuldkrise betroffen bzw. nicht betroffen sind, sollte in nächster Zeit auch das Misstrauen der Banken untereinander wieder abgebaut und die Liquiditätslage wieder normalisiert werden. Dies ist die Voraussetzung dafür, dass die Bankenkrise in Europa überwunden werden kann.

Welche Lehren und Maßnahmen?

Wenn Europa den USA auf dem Gebiet der Finanzinnovationen bisher nur halbherzig gefolgt ist, so hat sich dies zuletzt klar als Vorteil herausgestellt. Die grundlegende Lehre aus der letzten Finanzmarktkrise kann daher nur sein, den Weg der Anpassung und Nachahmung nicht weiter zu gehen, sondern im Gegenteil dort, wo die Fehler und Missbräuche am klarsten zu Tage getreten sind, dezidiert andere Wege zu beschreiten. Erfolgreiche Krisenvorbeugung sollte man sich nicht von der Schaffung einer zentralisierten europäischen oder sogar Weltbankenaufsicht erwarten. In solchen Vorschlägen kommen eher die simplifizierenden Vorstellungen der Urheber als eine realistische Einsicht in die Funktionsweise der Finanzmärkte zum Ausdruck. Auch die knieweichen Pauschalforderungen nach „mehr Transparenz“ und

„mehr Selbstdisziplin“, wie sie z. B. vom IWF zu hören waren, sind keine ausreichende Vorbeugung. Geradezu lächerlich ist die auf internationaler Ebene erhobene Forderung nach einer Verbesserung der Finanzmarktkenntnisse (*financial literacy*), führt sie doch unmittelbar zur Frage, ob die Händler der Investmenthäuser, Direktoren der Banken oder Experten der Bewertungsagenturen nicht über genügend finanzielle Allgemeinbildung verfügen? Notwendig ist eine Reihe von einzelnen Maßnahmen im Bereich der Finanzmarktregulierung im engeren und im weiteren Sinn, die an negative Erfahrungen unmittelbar anknüpfen.

Dazu gehören Änderungen in den Rechnungslegungsvorschriften. Bemerkenswerterweise kamen Vorschläge dazu aus dem Bankenbereich selbst, vom sog. *fair value*-Prinzip bei der Bilanzerstellung wieder abzugehen. Problematisch ist dieses auch in den europäischen Rechnungslegungsvorschriften IFRS verankerte Prinzip deshalb, weil für einen erheblichen Teil der Vermögensgegenstände ein „objektiver“ Bewertungsmaßstab wie v. a. ein Börsenkurs nicht vorhanden ist. Wo früher nach dem alten Bilanzrecht Anschaffungswerte i. d. R. nicht überschritten werden durften, haben Unternehmen bei der Festsetzung eines *fair value* zum Bilanzstichtag einen großen Spielraum, ihre Phantasie bei den erwarteten Erträgen spielen zu lassen und die Werte entsprechend hoch anzusetzen. Grimmig kann es allerdings werden, wenn die Ertragserwartungen wie zuletzt in den Keller fahren oder sogar für Papiere, für die ein geregelter Handel besteht, plötzlich mangels Umsätzen keine Kurse mehr zustande kommen. Wann, wenn nicht jetzt sollten hier die Rechnungslegungsvorschriften geändert und wieder mehr Vorsicht bei der Bewertung verlangt werden? Ein Schönheitsfehler ist allerdings nicht zu übersehen, wenn aus Kreisen der Deutschen Bank oder Commerzbank solche Vorschläge kommen: das *fair value*-Prinzip hat die Vorstände so lange nicht gestört, als es ihnen dazu diente, die Gewinne ihrer Institute damit hochzuschrauben und so fette Bonuszahlungen zu kassieren.

Damit ist bereits das Problem der falschen Anreize durch extrem kurzfristige Erfolgs- und Ertragsziele für Manager von Banken und Kapitalanlagegesellschaften angesprochen. Die einseitige Ausrichtung von erfolgsabhängigen Bonuszahlungen ist geradezu eine Aufforderung dazu, alle Mittel und Möglichkeiten zu nutzen, kurzfristig Gewinne hochzumanipulieren, die sich unter Umständen nur wenig später in Luft auflösen werden. Es gibt einige Beispiele dafür, dass sich Manager bei gutem Wind abgesetzt haben, wo bald darauf der Sturm in die Bilanz gefahren ist. Viele Manager mussten sicherlich zuletzt den schmachvollen Ruf des Versagers auf sich und in etlichen Fällen auch den Hut nehmen, allerdings mit dem Trost versehen, dass sie ihre fetten Prämien behalten dürfen, obwohl sich klar gezeigt hat, dass sie

in Wirklichkeit Milliarden vernichtet haben. Ergebnisabhängige Bonuszahlungen sollten also auf die nachhaltige, erst nach mehreren Jahren zu beurteilende Ergebnisentwicklung abgestellt sein. Wenn der Unfug der Bonusgewährung in Aktienoptionen nicht abzustellen ist, so sollten wenigstens mehrjährige Sperr- und Behaltefristen bei der Gewährung gesetzt werden, um ein vorzeitiges Abkassieren zu verhindern. Bloße Transparenzgebote sind in diesem Zusammenhang sicherlich nicht ausreichend.

Erneut hat sich die üble Rolle der Bewertungsagenturen im Zuge des Zyklus der Spekulationsblasen bestätigt. Durch positive Bewertungen für die MBS, CDO's etc. haben sie in der Aufschwungsphase des Zyklus gute Stimmung gemacht und dazu beigetragen, dass die Rallye überhaupt inszeniert werden konnte. Die Bedenken kamen ihnen – wie fast immer – zu spät, nämlich als die Krise schon in den Schlagzeilen der Finanzseiten war. Massenherabstufungen von Papieren waren die Folge. Zuerst nach oben, dann nach unten wird die den Finanzmärkten ohnehin immanente Tendenz zum Überschießen durch die segensreiche Tätigkeit der *Rating*-Agenturen zusätzlich verstärkt. Aber auch die massive Kritik aus Finanzkreisen, mit der die Bewertungsagenturen jetzt konfrontiert sind, kommt zu spät. Auch wenn man Bewertungsagenturen überhaupt für entbehrlich hält, wird man bis auf Weiteres bestenfalls ihre schädliche Wirkung begrenzen können. Eine Haftung für falsche Bewertungen würde die Lust an diesem Geschäft vermiesen, ist aber aus verschiedenen Gründen schwer gesetzlich zu verankern. In Erwägung gezogen werden sollten einerseits Verbote, dass die bewertete Institution bzw. die Institution, die ein von ihr direkt oder indirekt begebenes Papier bewerten lässt, als Auftraggeber und Zahler fungiert. Weiters sollten – um unerwünschte Verstärkungen von Herdenverhalten hintanzuhalten – alle Vertragsklauseln gesetzlich für ungültig erklärt werden, die automatische Folgen (z. B. Zinserhöhungen für Kreditnehmer, Fälligkeit von Forderungen) von Änderungen der Bewertung beinhalten.

Last, but not least ist eine Verschärfung der Eigenkapital- und Konsolidierungsbestimmungen durch die Finanzmarktgesetzgebung unumgänglich. Zweckgesellschaften und andere Schattengewächse des Banksystems müssen in die Bankbilanzen zurückgeholt und konsolidiert und ihrem Risiko entsprechend mit Eigenkapital unterlegt werden. Da die Erfahrung lehrt, dass der Finanzsektor sich immer neue „Innovationen“ einfallen lässt, um Gesetzesbestimmungen zu umgehen, sollten auch den Institutionen der Finanzmarktaufsicht Befugnisse in die Hand gegeben werden, gegen dubiose Produkte der Erfindungskraft bei Gefahr im Verzug einzuschreiten.

2008 ist das Jahr, in dem sich der Geburtstag von John Maynard

Keynes zum 125. Mal jährt (5. Juni). Seine Hoffnungen auf eine „Euthanasie des Rentiers“ durch langsame Austrocknung der Finanzmärkte, welche die Krisenanfälligkeit der Marktwirtschaft reduzieren sollte, haben sich nicht erfüllt. Wenn in den letzten zwanzig Jahren der Trend in die Gegenrichtung gelaufen ist, so sollte die Erfahrung von drei Finanzmarktkrisen in kurzer Abfolge genügend Anlass für ein Umdenken in der Wirtschaftspolitik sein, ihr Augenmerk wieder stärker der Realwirtschaft zuzuwenden.

Anmerkungen

- ¹ Damit soll nicht gesagt sein, dass es nicht auch andere, sachliche Gründe für Privatisierungen und für mehr private Vorsorge gab und gibt. Tatsächlich wären aber viele Privatisierungsmaßnahmen ohne ideologische Beweggründe kaum gesetzt worden.
- ² Siehe dazu Reinhard Blomert, Wie viel Demokratie verträgt die Börse? Eine finanzsoziologische Untersuchung, in: *Leviathan* 35 (2007) 439ff.
- ³ Eric Janszen in seinem Beitrag „The next bubble“ in: *Harper's Magazine* (Februar 2008) 39-45.
- ⁴ Es ist zu bezweifeln, dass ein Finanzdienstleistungsunternehmen die besondere Sachkompetenz für Prognosen hat, die auf diese Frist im gegenwärtigen Zeitpunkt wahrscheinlich ohnehin fachlich nicht verantwortet werden können.