

Wienert, Helmut

Research Report

Was riet der Rat? Eine kommentierte Zusammenstellung von Aussagen des Sachverständigenrats zur Regulierung der Finanzmärkte und zugleich eine Chronik der Entstehung der Krise

Beiträge der Hochschule Pforzheim, No. 133

Provided in Cooperation with:

Hochschule Pforzheim

Suggested Citation: Wienert, Helmut (2009) : Was riet der Rat? Eine kommentierte Zusammenstellung von Aussagen des Sachverständigenrats zur Regulierung der Finanzmärkte und zugleich eine Chronik der Entstehung der Krise, Beiträge der Hochschule Pforzheim, No. 133, Hochschule Pforzheim, Pforzheim,
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:951-opus-521>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/97566>

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.



<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>

BEITRÄGE DER HOCHSCHULE PFORZHEIM

Helmut Wienert

Was riet der Rat?

Eine kommentierte Zusammenstellung von Aussagen des Sachverständigenrats zur Regulierung der Finanzmärkte und zugleich eine Chronik der Entstehung der Krise

Nr. 133

Herausgeber: Prof. Dr. Ansgar Häfner, Prof. Dr. Norbert Jost,
Prof. Dr. Karl-Heinz Rau, Prof. Dr. Roland Scherr,
Prof. Dr. Christa Wehner, Prof. Dr. Hanno Beck (geschäftsführend; Hanno.beck@hs-pforzheim.de)

Sekretariat: Frau Alice Dobrinski
Hochschule Pforzheim
Tiefenbronner Str. 65
75175 Pforzheim
alice.dobrinski@fh-pforzheim.de
Telefon: 07231/28-6201
Telefax: 07231/28-6666

Ausgabe: 133

Datum: September 2009

Helmut Wienert

Was riet der Rat?

**Eine kommentierte Zusammenstellung von Aussagen des
Sachverständigenrats zur Regulierung der Finanzmärkte
und zugleich eine Chronik der Entstehung der Krise**

Helmut Wienert
Tiefenbronner Str. 65
75175 Pforzheim
Helmut.Wienert@hs-pforzheim.de

Helmut Wienert ist seit dem Wintersemester 1996/97 Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule Pforzheim, zuvor war er im Rheinisch-Westfälischen Institut für Wirtschaftsforschung (RWI) in Essen als Forschungsgruppenleiter tätig.

Vorwort des Verfassers

Seit der Weltwirtschaftskrise Ende der 1920er/Anfang der 1930er Jahre hat kein anderes Ereignis die Volkswirte so beschäftigt wie der Zusammenbruch des Vertrauens auf den Weltfinanzmärkten im Herbst des Jahres 2008 und der sich daran anschließende scharfe realwirtschaftliche Einbruch. Vorausgegangen war beiden Krisen eine langjährige kreditfinanzierte Prosperitätsperiode, in der sich zunächst unerkannte oder ignorierte Ungleichgewichte aufgebaut hatten, die sich dann in einer Kettenreaktion zur systemischen Krise entluden. Die theoretische Antwort auf das Desaster in den 1930er Jahren war die Entwicklung des keynesianischen Systems und die Betonung der Eigenständigkeit der makroökonomischen Analyse, in der nicht mehr die preisinduzierten, sich rasch einstellenden Marktgleichgewichte der traditionellen mikroökonomischen Analyse im Vordergrund standen, sondern mengeninduzierte und mehr oder weniger persistente Ungleichgewichte, die vom Staat mit geld- und fiskalpolitischen Instrumenten reduziert werden mussten. Diese Sichtweise war im Zuge der Globalisierung verblasst, und die Bedeutung der makroökonomischen Forschung hatte sich wieder zugunsten mikroökonomischer Fragen verringert – vermutlich wird sich als Folge des neuerlichen Desasters der Fokus der Volkswirte wieder stärker auf Fragen der makroökonomischen Stabilität verschieben. Die Anregung zu der vorliegenden Arbeit kam von Wolfgang Dürig, einem ehemaligen Arbeitskollegen im Rheinisch-Westfälischen Institut für Wirtschaftsforschung (RWI) in Essen; ein heutiger Arbeitskollege an der Hochschule Pforzheim, Hanno Beck, hat hilfreiche Hinweise zu einer früheren Fassung gegeben – alle verbliebenen Mängel gehen naturgemäß ausschließlich zu Lasten des Verfassers.

Helmut Wienert, 30.8.2009

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung / Summary.....	6
1 Einleitung	7
2 Gutachten der Jahre bis 1995	8
3 Jahresgutachten 1996 bis 1998	11
4 Jahresgutachten 1999 bis 2002	15
5 Jahresgutachten 2003 und 2004	20
6 Jahresgutachten 2005	25
7 Jahresgutachten 2006	30
8 Jahresgutachten 2007	34
9 Jahresgutachten 2008	42
10 Abschließende Bewertung.....	50
11 Literatur.....	53

Zusammenfassung

Die Arbeit untersucht die Aussagen des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) bezüglich der Stabilität der Finanzmärkte. Die systemischen Risiken von Finanzmärkten werden vom SVR klar angesprochen, die Notwendigkeit einer staatlichen Regulierung wird stets betont. Bis zum Ausbruch der Krise zeigt der SVR allerdings auch großes Vertrauen in die die effizienzsteigernde Wirkung der neuen Finanzmarktinstrumente (Verbriefung und Strukturierung) und die zeitgleich entwickelten modernen bankinternen Risikokontrollsysteme. Die Vorboten der Krise werden wahrgenommen, von der Entwicklung nach dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 ist der Rat aber – wie alle anderen Beobachter auch – überrascht. Der Rat urteilte nach bestem fachwissenschaftlichem Stand; die immer größer werdende Komplexität der neuen Finanzprodukte hätte ihn aber angesichts der Vehemenz, mit der er Transparenz als Grundvoraussetzung effizienter Märkte forderte, vielleicht früher und grundsätzlicher nachdenklich machen können.

Summary

This paper examines the conclusions of the German Council of Economic Experts (SVR) with regard to the stability of financial markets. The board clearly addresses the systemic risks of financial markets and highlights the necessity of national regulation. Until the beginning of the financial crisis however, the SVR also demonstrated great confidence in the improved efficiency of new financial instruments such as securitization and structured products, and the newly developed internal risk management systems. The herald of the crisis is being noticed, but the dramatic developments after the collapse of the American investment bank Lehman Brothers were not foreseeable. The council judges of course upon the latest state of scientific knowledge, but the growing complexity of newly developed financial instruments could have been more thought-provoking in retrospect, given the emphasis the council has put on transparency as the key premise for efficient markets.

Stichwörter: Finanzmarktkrise, Finanzmärkte, Sachverständigenrat, Bankenregulierung

JEL-Klassifikation: E32, E42, G01, G24

1 Einleitung

Die im Herbst des Jahres 2008 offen ausgebrochene Krise auf den internationalen Finanzmärkten hat viele Wurzeln; neben einer reichlichen Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken und Fehler in der Bankenaufsicht sind insbesondere falsche Anreizstrukturen in den Geschäftsbanken, problematische Finanzmarktinnovationen und Bewertungsverfahren sowie ein unzureichendes Risikomanagement zu nennen. In der Öffentlichkeit wird zudem häufig auf „Geldgier“ und „Maßlosigkeit“ im Finanzsektor verwiesen, die in Folge des Vordringens des angelsächsischen „Turbokapitalismus“ entstanden seien. Geleitet durch eine „neoliberale Deregulierungs-ideologie“ habe der Staat der „Zockerei“ auf den Finanzmärkten Vorschub geleistet. Sieht man einmal von der polemischen Konnotation solcher Behauptungen ab, so stellt sich in der Tat die Frage, welchen Beitrag die Wirtschaftswissenschaft zum Entstehen der Finanzmarktkrise geleistet hat.

Dass die Finanzmärkte wegen der ihnen innewohnenden systemischen Risiken (= Zusammenbruch der Geld- und Kreditbeziehungen einer Volkswirtschaft) der staatlichen Regulierung bedürfen, ist unter Volkswirten unbestritten. Fraglich ist aber, ob angesichts der durch die Globalisierung veränderten Rahmenbedingungen konkreter Rat gegeben worden ist, der der Politik die „richtige“ Regulierung ermöglicht hätte. Haben die Ökonomen die Risiken der Veränderungen auf den Finanzmärkten rechtzeitig erkannt und hilfreiche Vorschläge gemacht? Oder haben sie die drohende Krise nicht gesehen und möglicherweise sogar falsche Ratschläge gegeben? Der Ausdruck „die Ökonomen“ ist naturgemäß eine problematische Verkürzung, da innerhalb der Fachdisziplin ein großes Spektrum an Meinungen anzutreffen ist. Im vorliegenden Zusammenhang kommt es auf die Wirksamkeit des Rates auf die Politik an, sodass es um die „herrschende“ oder in Beratungsgremien institutionalisierte Meinung geht. Für Deutschland ist in diesem Zusammenhang der „Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“ die wichtigste offizielle Beratungsinstitution.

Der 1963 per Gesetz institutionalisierte Sachverständigenrat besteht aus fünf auf Vorschlag der Bundesregierung vom Bundespräsidenten berufenen unabhängigen Fachökonomen und hat die Aufgabe, „zur Erleichterung der Urteilsbildung bei allen wirtschaftspolitisch verantwortlichen Instanzen sowie in der Öffentlichkeit“¹ die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in jährlichem Abstand zu begutachten. „Dabei soll er untersuchen, wie im Rahmen der marktwirtschaftlichen Ordnung gleichzeitig Stabilität des Preisniveaus, hoher Beschäftigungsstand und außenwirtschaftliches Gleichgewicht bei stetigem und angemessenem Wachstum gewährleistet werden können. (...) Der Sachverständigenrat soll Fehlentwicklungen und Möglichkeiten zu deren Vermeidung oder deren Beseitigung aufzeigen, jedoch keine Empfehlungen für bestimmte wirtschafts- und sozialpolitische Maßnahmen aussprechen.“² Vor dem Hintergrund dieses Auftrags wird nachfolgend untersucht, welche Aussagen sich in den Gutachten des Sachverständigenrates über die Entwicklungen auf den Finanzmärkten finden, ob er (und wenn ja welche) Vorschläge zu deren institutionellen Ausgestaltung gemacht hat. Die Gutachten werden jeweils Mitte November eines Jahres vorgelegt und sind als pdf-Dateien von der Homepage des Rates beim Statistischen Bundesamt abrufbar; da die Gutachtentexte mit Ziffern gegliedert sind, werden Zitate im Folgenden durch Ziffernverweis nachgewiesen.

Die Untersuchung setzt aus arbeitsökonomischen Gründen mit dem Jahresgutachten 1990 ein, dieser Zeitpunkt lässt sich auch materiell begründen, und zwar damit, dass die für die Krise zentralen Prozesse (Globalisierung der Finanzmärkte und Finanzmarktinnovationen) erst in den 1990er Jahren an Gewicht gewannen. Entsprechend seiner Aufgabenstellung untersucht der Rat regelmäßig die gesamtwirtschaftliche Lage sowie die Angemessenheit der Geld-, Finanz- und Lohnpolitik. Veränderungen auf den internationalen Finanzmärkten werden folglich nur dann untersucht, wenn sie Einfluss auf diese Politikbereiche oder die konjunkturelle Entwicklung haben. Diese selektive Wahrnehmung ist gegenüber originär auf die Finanzmärkte abstellenden Analysen zweifellos ein Nachteil, allerdings geht es hier weniger um eine Analyse der Stabilität/Instabilität der Finanzmärkte selbst, sondern um die Rezeption der Veränderungen auf diesen Märkten durch ein prominentes Beratungsgremium. Für die Darstellung der Positionen des Rates bieten sich zwei Muster an: die nach Themen (z.B. regulatorische Veränderungen, Finanzmarktinnovationen, Änderungen der Geldpolitik) gegliederte Querschnittsbetrachtung oder die chronologisch aufgebaute Längsschnittbetrachtung. Das Ziel der Rezeption der Positionen des Rates und der Jahresrhythmus der Gutachten legen eine Längsschnittbetrachtung nahe, zumal dadurch zugleich eine Art Chronik der vom Rat als wichtig wahrgenommener Ereignisse bzw. ein Bericht über den Weg in die Krise entsteht.

¹ § 1 des Gesetzes über die Bildung eines Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage vom 14. August 1963. Der Text des Gesetzes ist im Anhang jedes Gutachtens zu finden.

² Ebenda, § 2.

2 Gutachten der Jahre bis 1995

Der Grundtenor der Gutachten des Sachverständigenrates (in Folgenden kurz „Rat“ genannt) ist seit Ende der 1970er Jahre durchgängig vom Konzept der *angebotsorientiert Wirtschaftspolitik* geprägt, das der Rates als Alternative zu der seit den 1960er Jahren vorherrschenden keynesianischen Konzeption einer Globalsteuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage entwickelt hatte. Im Kern ging (und geht) es ihm dabei darum, durch Stärkung der Angebotskräfte das gesamtwirtschaftliche Wachstum zu steigern und die hohe Arbeitslosigkeit abzubauen. Für die *Geldpolitik* wurde dazu eine potentialorientierte Ausweitung der Geldmenge vorgeschlagen, mit deren Hilfe Preisstabilität erreicht werden soll, im Bereich der *Finanzpolitik* steht die Konsolidierung der Staatsfinanzen auf der Agenda, damit mehr Raum für privatwirtschaftliche Aktivität entsteht, und in der *Lohnpolitik* soll durch eine grundlegende Orientierung an der Entwicklung der Arbeitsproduktivität das Beschäftigungsniveau verbessert werden.

In den Gutachten **vor 1990** tauchen Fragen der Finanzmärkte fast ausnahmslos im Zusammenhang mit Verschuldungs-, Zahlungsbilanz- und Wechselkurskrisen in Schwellen- und Entwicklungsländern auf, die Stabilität der Finanzmärkte in den hochentwickelten Ländern wird mangels Anlässen nicht hinterfragt. Da die übermäßige Ausweitung der Liquidität durch die Zentralbanken eine wesentliche Quelle der Finanzmarktkrise war, sind die diesbezüglichen Warnungen des Rates von Bedeutung. Im Gutachten **1992** heißt es beispielsweise:

„Auch bei einer zunehmenden konjunkturellen Eintrübung wie in diesem Jahr stellt eine stärker konjunkturell orientierte Geldpolitik keine überzeugende Alternative zu einer potentialorientierten Geldpolitik dar. Die Gefahren einer konjunkturell ausgerichteten Politik für die Geldwertstabilität, aber auch für die Stetigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung dürfen nicht gering eingeschätzt werden.“ (SVR 1992, Ziff. 321)

Vergleichbare Warnungen finden sich auch in früheren und späteren Gutachten immer wieder, der Rat hat eine „überreichliche“ Geldversorgung mit großer Regelmäßigkeit nicht nur als Risiko für die Preisstabilität, sondern auch als Risiko für das Wachstum des Produktionspotentials eingestuft. Als Risiko für die Stabilität der Finanzmärkte sollte es aber erst im Gutachten 2007 betrachtet werden.

Die Deregulierung der Finanzmärkte ist eine weitere Quelle der aktuellen Finanzmarktkrise gewesen. Der Rat forderte im Rahmen seiner angebotsorientierten Strategie mit großer Vehemenz eine entschiedene Deregulierung, allerdings ohne Bezug zu den Finanzmärkten, sondern mit Blick auf die Privatisierung von Staatsbetrieben und den Abbau staatlicher Markteingriffe. Die meisten Marktregulierungen seien ökonomisch nicht gut begründet, schreibt der Rat im Gutachten des Jahres **1993** (SVR 1993, Ziff. 397). Die Rechtfertigung durch „Hinweis auf ein immanentes Marktversagen“ sei in der Regel nur vorgeschoben, um „vor Außenseiterkonkurrenz geschützt zu werden und Besitzstände zu wahren.“ (ebda.) Unter der Überschrift „Privatisierungspotentiale entschlossener nutzen“ werden Post, Bahn und Lufthansa im Bereich des Bundes, Beteiligungen der Länder an Industrieunternehmen und Versicherungen sowie der Kommunen bei Sparkassen und Kraftwerken erwähnt; ein Marktversagen läge hier regelmäßig nicht vor (Ziff. 405).

1994 ist der Rat wegen der starken monetären Expansion besorgt und diskutiert, ob die *Geldnachfrage* noch stabil sei, denn die „Tauglichkeit der Konzeption einer potentialorientierten Geldpolitik steht und fällt mit der Stabilität der gesamtwirtschaftlichen Geldnachfrage auf längere Sicht“ (SVR 1994, Ziff. 344). Nach Prüfung von Alternativen (Zinsstruktur-Steuerung, konstante nominale BIP-Rate, direktes Preisziel) empfiehlt der Rat für Deutschland ein Festhalten an der potentialorientierten Geldpolitik. In anderen Ländern könnten andere Bedingungen herrschen, in den Vereinigten Staaten sei

„die einst gegebene längerfristige Stabilität der Geldnachfrage geschwunden, besonders als Folge einer weitreichenden Deregulierung der Finanzmärkte und einer raschen Ausweitung von Finanzderivaten; die Geldnachfrage ist daher nicht mehr primär einkommens- und zinsabhängig, sondern wird zunehmend durch finanzielle Aktivitäten, losgelöst vom realwirtschaftlichen Sektor, bestimmt.“ (Ziff. 348)

Bedenkt man die prominente Rolle, die der Rat der potentialorientierten Geldpolitik zumisst, so muss man diese Aussage eigentlich als Kritik an weitreichender Finanzmarktderegulierung werten, der Rat formuliert eine solche Kritik aber nicht. Da die rasche Ausbreitung der Nutzung von Finanz-

derivaten schon 1994 nicht auf die USA beschränkt war, hätte zudem nahegelegen, a priori zu vermuten, dass die Stabilität der Geldnachfrage künftig auch in Europa abnehmen werde, der Rat diskutiert dieses perspektivisch wichtige Argument aber nicht, sondern beschränkt sich auf Fragen zur aktuellen Stabilität der Geldnachfrage in Deutschland.

Im Gutachten des Jahres **1995** geht der Rat erstmals explizit auf die Frage der *Finanzmarktinnovationen* ein, und zwar wieder unter geldpolitischem Aspekt. Den Einfluss der Finanzmarktinnovationen auf die mittelfristige Geldnachfrage eindeutig zu quantifizieren, sei wegen großer methodischer Schwierigkeiten noch nicht gelungen (SVR 1995, Ziff. 416). Als für die Geldpolitik wichtige Änderungen im Finanzsystem werden hervorgehoben (ebda.):

- Die Banken würden auf Giroguthaben zunehmend Zinsen zahlen, was die Opportunitätskosten der Haltung von Transaktionskasse senke und so den Einfluss von Leitzinsänderungen auf die monetäre Nachfrage lockere.
- Die zunehmende Verwendung von Kreditkarten anstelle von Bargeld verringere den Bargeldbedarf, was die Steuerbarkeit der Geldmenge unterminieren könne.
- Es gäbe einen Trend zur Verbriefung von Geldmarktforderungen, wodurch Geldschöpfung außerhalb des Bankensektors durch Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften erfolge, was die „Indikatorqualität der Geldmenge M3“ beeinträchtigen könne³. Geldmarktfonds unterlägen keiner Mindestreservepflicht und Anteile daran könnten leicht in Termingelder umgeschichtet werden, was die Volatilität von M3 erhöhen würde.
- Die Umsätze auf Aktien- und Rentenmärkten würden seit Jahren deutlich rascher als das nominale BIP wachsen. „Dies kann dazu führen, daß der funktionale Zusammenhang zwischen gehaltener Geldmenge und güterwirtschaftlichen Transaktionen gelockert wird, die vermögensinduzierte Geldnachfrage tendenziell an Gewicht gewinnt. Die Transaktionskasse wird größer, ohne realwirtschaftliche Entsprechung.“ (Ziff. 416)
- Der Umsatz mit Derivaten (d.h. von Wertpapieren, die aus anderen Aktiva abgeleitet sind) würde kräftig zunehmen. „Die vielfältigen, zum Teil recht komplexen Finanzderivate, die in jüngster Zeit geschaffen wurden, machen es möglich, daß die betreffenden Risiken (zum Beispiel das Zins- oder Wechselkursrisiko eines investitionsbereiten Unternehmens) vom Basisgeschäft (zum Beispiel der Produktion oder dem Export einer Ware) gelöst und dadurch zu eigenständigen ‚Gütern‘ werden, die auf Börsen oder anderweitig handelbar sind.“ (Ziff. 416)

Im Grundsatz werden *Derivate* vom Rat positiv beurteilt: Risiken würden umverteilt und für den Einzelnen überschaubarer, gesamtwirtschaftlich würde die Risikoallokation effizienter. Diese Bewertung ist allerdings mit einer im Rückblick prophetisch klingenden Aussage konditioniert:

„vorausgesetzt natürlich, gravierende Fehleinschätzungen oder verantwortungsloses Handeln seitens wichtiger Marktteilnehmer und die damit verbundene Gefahr negativer externer Effekte lassen sich vermeiden.“ (Ziff. 416)

Im damaligen Formulierungszusammenhang gewinnt man zwar den Eindruck, der Rat halte dies für völlig unwahrscheinlich, dennoch ist es ein deutlicher Hinweis auf potentielle Risiken der Derivate für die Finanzmarktstabilität; auch der Verweis auf die z.T. hohe Komplexität der Finanzderivate kann so verstanden werden. Die Entwicklung der Derivate müsse deshalb von der Notenbank „sorgfältig beobachtet“ werden, „schon der großen Hebelwirkung wegen, die den Finanzderivaten eigen ist“. Mit Hebelwirkung ist hier gemeint, dass sich der Wert der Derivate um ein Mehrfaches des Wertes der zugrundeliegenden Aktiva ändern kann. Die Sorge gilt dabei allerdings weniger der Finanzmarktstabilität, sondern den schwer abschätzbaren Auswirkungen auf den Transmissionsprozess der nationalen Geldpolitik.

Nach Ansicht des Rates machen die aufgezeigten Änderungen die Konzeption einer potentialorientierten Geldpolitik *nicht* obsolet:

„Anders als in den Vereinigten Staaten, wo sich nach einer abrupten Deregulierung des Finanzsektors Finanzinnovationen geradezu explosionsartig ausbreiteten – dies war der Hauptgrund dafür, daß die Notenbank die Geldmengenregel aufgab –, verläuft die Entwicklung in Deutsch-

³ M3 (mit M für „money“) ist eine relativ weite Abgrenzung von kauffähigem Geld. Die Bundesbank zählte damals Bargeld, Spargelder und Termingelder dazu, nicht jedoch Geldmarktfondsanteile.

land dank der schon seit langem weitgehend liberalisierten Märkte in ruhigeren Bahnen.“ (Ziff. 417)

Dies ist eine erstaunlich widersprüchliche Einschätzung. Wenn die Deregulierung des Finanzsektors die Quelle des Vordringens der Finanzinnovationen war und der Finanzsektor in Deutschland schon seit langem weitgehend dereguliert gewesen ist, so müssten die Finanzinnovationen ihren Ausgangspunkt nicht in den Vereinigten Staaten, sondern in Deutschland gehabt haben. Eigentlich läge es auch auf der Hand, dass der Rat die „abrupte“ Deregulierung und „explosionsartige Ausbreitung“ in den USA näher untersucht und prüft, ob ähnliches auch in anderen Ländern „droht“ – er tut dies aber nicht, ihm geht es im Argumentationszusammenhang nur um die Stabilität der *deutschen* Geldnachfrage und damit um den Transmissionsmechanismus der deutschen Geldpolitik. Die Bundesbank müsse ihre Signale an die Marktteilnehmer klar und unmissverständlich senden, sonst würden „die Preisausschläge an den Finanzmärkten größer und letztlich würde die destabilisierende Spekulation auf den Plan gerufen.“ (ebda.) Hinter dieser Aussage steht die an anderen Stellen in mehreren Gutachten explizit formulierte Vorstellung, die Finanzmärkte bedürften der „Führung“ durch die Geldpolitik, diese müsste so kommuniziert werden, dass stabile Erwartungen bezüglich der künftigen Inflationsrate oder des Wechselkurses verankert werden.

Dass die Bundesbank das Volumen der Geldmarktfonds beobachtet und sie gegebenenfalls auch in die von ihr als geldpolitisches Zwischenziel verwendete relativ weit definierte Geldmenge M3 einbeziehen will, wird vom Rat begrüßt, auch die grundsätzliche Position der Bundesbank zu Derivaten wird zustimmend dargelegt:

„Im Hinblick auf derivative Finanzgeschäfte haben führende Repräsentanten der Bundesbank wiederholt klargestellt, daß sie die Unterlegung solcher Geschäfte mit ausreichendem Eigenkapital und die umfassende Offenlegung und Publizität nach Art und Umfang dieses Handels für geboten halten und auf eine entsprechende internationale Vereinbarung im Rahmen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich drängen und, noch wichtiger, daß die Bundesbank im Falle schwerer Verluste aus derivativen Geschäften bei einzelnen Marktteilnehmern nicht als Retter in der Not (lender of last resort) mit entsprechenden Liquiditätsspritzen bereitstehe. Dies ist zur Vermeidung von Fehlanreizen und Mißbrauch auch unerlässlich.“ (Ziff. 417)

In diesem Passus sind zentrale Ursachen der Finanzkrise benannt: Zu geringe Eigenkapitalunterlegung und Intransparenz der riskanten Derivatgeschäfte wegen des Fehlens einer internationalen Vereinbarung zur Durchsetzung von diesbezügliche Standards. Die Warnung, die Zentralbank würde riskant operierende Marktteilnehmer nicht retten, ist eine pflichtgemäße, aber letztlich wenig glaubwürdige Drohung: Den Kollaps „systemrelevanter“ Akteure kann eigentlich keine Zentralbank zulassen, weil wegen der wechselseitigen Kreditbeziehungen der Banken untereinander ein Dominoeffekt droht. Als die amerikanische Zentralbank Fed (Federal Reserve System) die Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 insolvent werden ließ, wirkte das wie ein Dambruch, der das ganze Weltfinanzsystem unterspülte, mit extrem hohen gesamtwirtschaftlichen Folgekosten. Der Ausweg aus dem Moral hazard-Problem (= Fehlanreize in Richtung auf riskantes Verhalten) kann daher rückblickend eigentlich nur darin bestehen, Kreditexzesse der Geschäftsbanken im Vorfeld durch eine zurückhaltende Versorgung mit Zentralbankgeld zu unterbinden und durch – im Zweifel eher zu streng als zu weiche – regulatorische Vorkehrungen Kollapsrisiken zu minimieren. Solche Überlegungen finden sich in den Gutachten des Rates bis zum Jahr 2007 allerdings nicht; die Finanzmarktinnovationen werden zwar vereinzelt auch als Risiken für den geldpolitischen Transmissionsprozess, vor allem aber als effizienzsteigernde Neuerungen eingestuft.

Hintergrund der recht ausführlichen Aussagen zur internationalen Finanzmarktstabilität im Jahresgutachten 1995 waren die damals hohe Volatilität auf den Devisenmärkten und die *Peso-Krise* (= Kapitalflucht aus der mexikanischen Währung). Sie ließen den Rat grundsätzlich nach der Funktionsfähigkeit der internationalen Währungsordnung unter den Bedingungen der Globalisierung der Finanzmärkte fragen. Die Sorge galt dabei allerdings dem realen Wirtschaftswachstum und nicht dem Zusammenbruch der Finanzmärkte. Der Rat sieht die nationalen Wirtschaftspolitiken im Wettbewerb, dies sei

„eine weitere Facette des intensiven Standortwettbewerbs um das international mobile Kapital und damit letztlich um Arbeitsplätze.“ (Ziff. 424)

Die Finanzmärkte werden in diesem Zusammenhang als eine Art „Abstrafer“ für falsche Wirtschaftspolitik gesehen, also als Teil der Lösung, nicht des Problems. Bei Verlässlichkeit der Politik

würde Kapital nach Renditeunterschieden fließen, was die Wechselkurse in Übereinstimmung mit den Fundamentaldaten (also z.B. Inflations- oder Zinsdifferenzen) schwanken lassen würde. Wechselkurszielzonen durch die Politik werden folglich abgelehnt, genauso wie die Besteuerung der Devisenmarkttransaktionen (= sogenannte Tobin-Steuer) zur Stabilisierung der Kurse:

„Auch hier gilt, daß die bestmögliche Strategie gegen eine destabilisierende Spekulation eine glaubwürdige Stabilitätspolitik und eine solide Finanzpolitik zu Hause ist. So weit entfernen sich risikofreudige Kapitalanleger von der wirtschaftlichen Realität in den einzelnen Ländern nicht, als daß sie immer und nur Fehleinschätzungen erlügen.“ (Ziff. 425) Und etwas später heißt es bekräftigend: „Wird Stabilitätspolitik überzeugend betrieben und ist auch im übrigen der Kurs der Wirtschaftspolitik stetig und vorausschaubar, so werden unnötige und störende Schwankungen bei den Zinsen und Wechselkursen vermieden und damit auch destabilisierende Prozesse an den Devisenmärkten.“ (Ziff. 430)

Eine solche Politik würde den Finanzmärkten „Orientierung“ geben, Spekulationen würden immer erst dann einsetzen, wenn solche Orientierungen fehlten oder unhaltbare Ungleichgewichte entstanden seien. Vor diesem Hintergrund kann es nicht erstaunen, dass der Rat die Liberalisierung des Kapitalverkehrs verteidigt und sich wegen Fehlanreizen für die Regierungen gegen eine Aufwertung der Rolle des Internationalen Währungsfonds (im Sinne von höheren Kreditvergabemöglichkeiten) ausspricht.

3 Jahresgutachten 1996 bis 1998

Im Jahresgutachten **1996** bekräftigt der Rat seine Empfehlung einer potentialorientierten Geldpolitik (SVR 1996, Ziff. 344), im Jahresgutachten **1997** seine Empfehlung für eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik. Man schaffe gute Angebotsbedingungen, indem man

„Anreize wirksam werden läßt und sie möglichst wenig durch Steuern und Abgaben beeinträchtigt, indem man bürokratische Regulierungen, die unternehmerische Tätigkeit hemmen, ständig kritischer Überprüfung unterwirft, indem man durch Privatisierung und Öffnung von Märkten möglichst weite Bereiche dem unternehmerischen Wettbewerb zugänglich macht. Vor allem aber: Private Investitionen sind zukunftsgerichtet; die Investoren müssen auf die Verlässlichkeit der durch die Wirtschaftspolitik gesetzten Rahmenbedingungen vertrauen können, auf das Stabilitätsversprechen der Geldpolitik, auf die Solidität der Finanzpolitik und die Berechenbarkeit der künftigen Belastung mit Steuern und Abgaben, ebenso auf eine Lohnpolitik, die dem Ziel eines hohen Beschäftigungsstandes verpflichtet ist und bleibt. Der Stabilisierung der Erwartungen kommt in der angebotsorientierten Politik ganz besondere Bedeutung zu.“ (SVR 1997, Ziff. 293)

Es sind Aussagen wie diese, die dem Rat den Vorwurf der vorbehaltlosen Unterstützung der „neoliberalen“ Entfesselung der Märkte und der Demontage des staatlichen Einflusses eingebracht haben, sachlich zutreffend sind solche Vorwürfe allerdings nicht. Zwar ist das Zutrauen des Rates in die Kraft der Märkte zweifellos erheblich höher als im Durchschnitt der Bevölkerung, dem Rat ist aber sehr bewusst, dass Märkte nur dann zu effizienten Ergebnissen kommen können, wenn die Rahmenbedingungen so gesetzt sind, dass keine Fehlanreize existieren. Solche Fehlanreize (also das Moral hazard-Problem), kommen entweder aus den Märkten selbst, z.B. wenn Intransparenz oder asymmetrische Informationen vorliegen, oder sie sind das Ergebnis falscher staatlicher Rahmenbedingungen. Im Fall der Finanzmarktkrise 2008/09 traf wie bekannt beides zu; dem Rat mag man vorwerfen, er habe dies zu spät erkannt – die potentiellen Risiken waren ihm dagegen stets bewusst.

Im Zentrum der vom Rat empfohlenen Angebotspolitik steht die Schaffung von möglichst günstigen Bedingungen für *Sachinvestitionen* und damit für Wirtschaftswachstum und wettbewerbsfähige Arbeitsplätze; hierfür wird der globale Standortwettbewerb als förderlich angesehen. Ein „race to the bottom“ der Staaten um möglichst niedrige Steuer- und Regulierungsstandards wird dagegen ausdrücklich abgelehnt:

„Anders zu beurteilen als der Standortwettbewerb um Sachinvestitionen ist ein Steuerwettbewerb, der nur zur Verlagerung von Steuerbemessungsgrundlagen, vor allem von Finanzkapital und den daraus fließenden Erträgen führt. (...) Diese Form des Steuerwettbewerbs sollte durch internationale Abmachungen geregelt werden.“ (Ziff. 307)

Mit Blick auf die Finanzmarktkrise kann man diese Aussage auch als Absage an einen Wettbewerb um möglichst niedrige Anforderungen bezüglich der staatlichen Finanzmarktaufsicht interpretieren, auch hier plädiert der Rat für internationale Abmachungen bezüglich gemeinsamer Regulierungsstandards, obwohl er die praktischen Schwierigkeiten, solche Abkommen politisch durchzusetzen, durchaus sieht.

Im Jahresgutachten 1997 sind naturgemäß auch die *asiatischen Währungskrisen* ein wichtiges Thema. Sie werden wieder als Symptom für Fehlentwicklungen *innerhalb* dieser Länder gewertet, die man durch bessere nationale Wirtschaftspolitiken hätte vermeiden können. Der Rat geht dabei grundsätzlich auf die Globalisierung der Finanzmärkte und die damit verbundenen Risiken ein:

„Wegen der hohen Mobilität des Finanzkapitals ist die Globalisierung im Bereich der international eng verflochtenen Finanzmärkte besonders weit fortgeschritten. Daher kann es vorkommen, dass zunächst lokal ausbrechende Finanz- und Währungskrisen auf andere Regionen der Welt übergreifen“. (Ziff. 308)

Erwähnt werden konkret die Peso-Krise, die zu Kettenreaktionen in Lateinamerika und einer starken Aufwertung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar geführt, und die Asien-Krise, die über den Rutsch an den asiatischen Börsen auch die Kurse deutscher Aktien belastet habe. Dies habe zu Forderungen geführt, „den ungezügelter Kapitalbewegungen und den als destabilisierend angesehenen Spekulationswellen“ Einhalt zu gebieten. Der Rat hält Wechselkursabsprachen oder Behinderungen der kurzfristigen Finanztransaktionen für falsch, weil

„nur am Symptom – der mitunter extremen Volatilität von Finanzanlagen, Aktienkursen und Wechselkursen – kuriert würde, die eigentlichen Ursachen solcher Turbulenzen aber fortbeständen. ... Mal sind es hohe Inflationsraten und untragbar gewordene Defizite in den öffentlichen Haushalten oder in der Leistungsbilanz, die Kapitalanleger zu massiven Portfolioumschichtungen veranlassen, mal sind es stark überbewertete Währungen, mal Ineffizienzen des nationalen Finanzsystems in Verbindung mit erheblichen Unzulänglichkeiten der Bankenaufsicht, mal strukturelle Verwerfungen in der Volkswirtschaft. Es handelt sich also um Fehlentwicklungen innerhalb eines Landes. Sie brechen nicht plötzlich und unerwartet herein, sondern bauen sich nach und nach auf, werden aber oft erst spät beachtet. Darauf muss die nationale Wirtschaftspolitik eine Antwort finden, und das kann sie in der Regel auch, indem sie durch glaubwürdige, mittelfristig orientierte Konzeptionen die Erwartungsbildung der internationalen Kapitalanleger stabilisiert. Dann können konzertierte Aktionen unter Führung der Regierungen und Notenbanken der Industrieländer auf solche Fälle beschränkt bleiben, in denen die Gefahr einer tiefen Vertrauenskrise an den Weltfinanzmärkten virulent ist mit gravierenden Folgen für die Produktion und Beschäftigung. Diese Fälle sind selten. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs sollte daher nicht angetastet werden, der großen Allokationsvorteile wegen.“ (Ziff. 308)

Der Rat sieht also grundsätzlich ein Risiko für eine „tiefe Vertrauenskrise an den Weltfinanzmärkten“, schätzt es aber als gering ein und vertraut auf die Fähigkeit der Notenbanken und Regierungen der hochentwickelten Länder, gegebenenfalls gegensteuern zu können. Als Auslöser einer solchen Krise kommen zwar grundsätzlich alle Länder in Frage, aus dem Zusammenhang ist aber deutlich, dass der Rat vor allem Schwellen- und Entwicklungsländer im Blick hat. Mit den erwähnten Allokationsvorteilen des freien Kapitalverkehrs sind Vorteile bei der internationalen *Sachkapitalallokation*, also Direktinvestitionen (= Kauf oder Neugründung von Unternehmen) und keine kurzfristigen Portfolio-Investitionen (= Finanzanlagen) gemeint. Letztere würden durch unstetige Wirtschaftspolitik mal hereingelockt, mal herausgedrängt und könnten daher ein Element der Unruhe sein, erstere würden durch eine stetige, mittelfristig orientierte Strategie langfristig gebunden und so stabilisierend auf das Zielland wirken.

Das Gutachten von **1998** beschäftigt sich genauer mit der *Asienkrise*. Die privaten Nettokapitalzuflüsse in die asiatischen Schwellenländer seien erstmals zurückgegangen, vor allem durch Nichtverlängerung von *kurzfristigen* Krediten. Auslöser der Krise war nach Einschätzung des Rates die Kombination von niedrigen Zinsen in hochentwickelten Ländern und Festkurssystemen in den Schwellenländern. Auf der Suche nach höheren Erträgen sei viel kurzfristiges Kapital in die Schwellenländer geflossen, und zusammen mit den dort im Vergleich zu den USA höheren Inflationsraten stellten sich bei festen Wechselkursen reale Aufwertungen gegenüber dem Dollar und damit Exportschwierigkeiten ein. Als die „Risikoaversion“ der Anleger wuchs und Kapital abgezogen wurde, war der Festkurs nicht mehr zu halten, zumal einige Länder einer heftigen Abwertungsspekulation

(= Kreditaufnahme in Abwertungsverdachtswährung und Verkauf gegen Dollar) ausgesetzt gewesen waren.

Nicht nur der Auslöser „Niedrigzinspolitik“, sondern auch der Verlauf der Asien-Krise weist beachtliche Parallelen zur Finanzmarktkrise von 2008/2009 auf. Der Rat moniert

„binnenwirtschaftliche Fehlentwicklungen, wie die Instabilität des Bankensektors, der bei der Unternehmensfinanzierung eine herausragende Bedeutung hatte. Als ungünstig erwies es sich, daß im Zuge der Liberalisierung im Bankensektor nicht zugleich effizientere Strukturen geschaffen wurden, um auf den gestiegenen Wettbewerbsdruck zu reagieren. Statt dessen gingen die Banken bei stark verringerten Gewinnmargen in den traditionellen Geschäftsbereichen dazu über, sich in neuen und oft riskanteren Geschäftsfeldern zu engagieren; so wurden vermehrt Kredite für Aktienkäufe und Immobilienkäufe gewährt. Die mangelnde Erfahrung, Kreditrisiken in dem liberalisierten Umfeld abzuschätzen, die unzureichende Bankenaufsicht und Intransparenz taten ein übriges, um Fehlern in der Finanzintermediation Vorschub zu leisten.“ (SVR 1998, Kasten 1 bei Ziff. 42)

„Durch die übermäßige Kreditexpansion wurden kräftige Preisschwankungen bei den Vermögenswerten hervorgerufen, genauer: Es setzte in den neunziger Jahren ein Immobilienboom, vor allem in Thailand, ein, der preisliche Übersteigerungen mit sich brachte. Kreditnehmer verschuldeten sich beim Immobilienkauf trotz hoher Zinsen im Vertrauen auf anhaltend steigende Vermögenswerte weiter, und die Banken vergaben wiederum Kredite, da der Wert ihrer Sicherheiten zunahm. Indes wurden die Ausfallrisiken vernachlässigt und die Bankenaktiva unzureichend diversifiziert. Es entstanden Bilanzprobleme, die die Asien-Krise beim Rückgang der Immobilienpreise verschärft haben.“ (ebda.)

„Bedeutsam sind auch Strukturprobleme als Folge von teilweise umfangreichen staatlichen Eingriffen in die Allokation des Kapitals. Diese reichten von staatlichen Subventionen, Regulierungen von Märkten und staatlichen Garantien für gewährte Kredite (so wurden die großen Unternehmenskonglomerate in Südkorea um jeden Preis vor einem Zusammenbruch geschützt) bis hin zu direkten Eingriffen in die Kreditvergabe von Banken und in Entscheidungsprozesse von Unternehmen. Dies ist vor dem Hintergrund vielfach sehr enger (informeller) Beziehungen zwischen Staat und Privatwirtschaft sowie weitreichender Korruption zu sehen. All dies führte zu Intransparenz und Ineffizienz im Finanzsystem, so daß sich falsche Signale sowohl für die inländischen Banken als auch für die internationalen Investoren ableiteten, die Risiken wurden systematisch unterschätzt.“(ebda.)

Die Beschreibung der Ursachen der Krise enthält bis auf die neuen Finanzmarktinstrumente eigentlich alle Elemente, die auch 2008/2009 von Bedeutung waren: Geldschwemme, überhastete Deregulierung, Vordringen in neue Geschäftsfelder bei fehlender Erfahrung mit den Risiken, Intransparenz, überforderte Bankenaufsicht, Immobilienpreisblase und nach deren Platzen Bilanzprobleme der Banken. Der Rat sieht die Rolle des *Internationalen Währungsfonds (IWF)* bei der Bewältigung der Asienkrise kritisch: Er sei zu rasch mit Krediten an die betroffenen Länder eingesprungen, ein systemisches Risiko für die Weltfinanzmärkte habe nicht bestanden, weil das Engagement der großen internationalen Banken dafür zu gering gewesen sei. Seine Auflagen für die betroffenen Länder seien kontraproduktiv gewesen, weil die Ursachen andere als bei der Peso-Krise gewesen seien, und der IWF habe die Krise erst sehr spät gesehen. Damit stehe er allerdings nicht allein:

„Andere Institutionen, darunter die internationalen Rating-Agenturen, deren Geschäft es gerade ist, die Bonität von Ländern unter dem Gesichtspunkt des Kreditausfallsrisikos einzuschätzen, stehen nicht besser da. Die westlichen Geschäftsbanken haben trotz eigener Risikomodelle die sich anbahnende Krise ebenfalls nicht gesehen. Überall sind angesichts der vergleichsweise guten gesamtwirtschaftlichen Daten die Strukturschwächen der inländischen Finanzmärkte, besonders die gravierenden Unzulänglichkeiten der Bankenaufsicht, übergangen worden.“ (Ziff. 365)

Dieses Zitat könnte genauso gut die aktuelle Krise beschreiben: Versagen der Rating-Agenturen, Versagen der Risikomodelle der Banken, Versagen der Bankenaufsicht, notorischer Schönwetterblick. Der Rat plädiert dafür, die kreditgebenden Banken an den Verlusten zu beteiligen und nicht durch eifertige Kreditvergabe durch den IWF bei Forderungsausfällen zu entlasten, weil sie sonst keinen Anlass hätten, ihre leichtfertige Geschäftspolitik zu ändern:

„Der Grundsatz im Rahmen einer potentiellen Krisenbewältigung muß lauten, daß die ausländischen Geschäftsbanken und Investmentfonds als private Gläubiger sofort mit den anderen Be-

teiligten in die Lastenverteilung einzubinden sind. Nur in dem einen, vom Internationalen Währungsfonds klar abzugrenzenden Fall des Risikos, daß die internationale Finanzordnung ins Wanken geraten und die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession stürzen könnte, sind international koordinierte Finanzhilfen zu rechtfertigen.“ (Ziff. 366)

Dieses Risiko sah der Rat wie erwähnt im Fall der Asien-Krise nicht. Es wird auch so abstrakt angesprochen, dass man den Eindruck gewinnt, dies sei zwar ein theoretisch denkbarer, praktisch aber auszuschließender Fall. Dafür spricht auch, dass der Rat schreibt, der IWF hätte für diesen Fall genügend Mittel, sofern er sein Pulver zuvor nicht vorschnell verschießen würde – eine Einschätzung, die im Rückblick angesichts der im aktuellen Krisenfall bislang von den Notenbanken und Regierungen bereitgestellten Summen erstaunen muss; offenbar denkt der Rat aber auch nicht an einen Crash in den hochentwickelten Ländern, sondern an Folgen, die sich aus Problemen in Schwellenländern ergeben könnten.

Der Rat wendet sich erneut deutlich gegen Forderungen nach Kapitalverkehrskontrollen, und zwar wieder mit dem Argument, dass sie nur ein Kurieren an Symptomen seien. Vor der Liberalisierung des Kapitalverkehrs sollten allerdings

„die Voraussetzungen für eine störungsfreie Einbindung in die internationalen Märkte gegeben sein. Dazu gehören die Sicherung einer verlässlichen makroökonomischen Politik ebenso wie institutionelle Vorkehrungen, vor allem ein transparenter und robuster Finanzsektor mit einer wirksamen Bankenregulierung. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs sollte erst am Ende eines zielbewußt zu verfolgenden Prozesses der Öffnung zur Weltwirtschaft stehen. Vorausgehen sollten der Abbau von Handelsbarrieren sowie die Schaffung einer den Anforderungen internationaler Kapitalmärkte entsprechenden Infrastruktur für den Finanzbereich.“ (Ziff. 367)

Der Rat konditioniert die Aufhebung von Kapitalverkehrskontrollen also erheblich, von einer Position, die Märkte würden es stets schon von alleine richten, ist er weit entfernt. Explizit wird die Bedeutung der Bankenregulierung hervorgehoben, und zwar diesmal nicht nur mit Blick auf die Schwellenländer:

„Die Erfahrungen in der Asien-Krise haben erneut deutlich gemacht, wie wichtig eine wirksame Bankenregulierung und eine zuverlässige Bankenaufsicht sind. Dies gilt in zweifacher Hinsicht. Zum einen wurde vor Augen geführt, daß ein Land, das sich dem Kapitalverkehr öffnet, ohne über einen verlässlichen und robusten Finanzsektor zu verfügen, schon bei geringen Vertrauensseinbußen in schwere Turbulenzen gerät, die dann weltweit auf die Finanzmärkte ausstrahlen. Zum anderen hat sich gezeigt, daß die Gläubigerbanken zur Entstehung der Krise beitragen, wenn sie das Kreditrisiko eines Landes nicht richtig einschätzen und in geeigneter Weise begrenzen. Dann bleiben die Marktsignale an die Länder aus, deren Wirtschaftspolitik die Marktbeziehungen zu destabilisieren droht; die Fehlentwicklungen werden erst spät und in einer plötzlichen schweren Krise erkennbar.“ (Ziff. 369)

Der Rat formuliert also sehr deutlich, dass bei globalisierten Kapitalmärkten Turbulenzen in einem Land rasch auf andere Länder ausstrahlen, er scheint aber auch ein wenig überrascht bzw. enttäuscht oder gar ratlos zu sein: Den international tätigen Gläubigerbanken hatte er eigentlich die Funktion eines „Abstrafers“ für falsche Wirtschaftspolitik zgedacht; sich aufbauende Spannungen sollten sie rechtzeitig durch Abzug von Kapital anzeigen. Weil sie dies nicht getan hätten, seien die Warnsignale an die Wirtschaftspolitiker ausgeblieben, so dass sich die Fehlentwicklungen kumulieren konnten. Warum waren die Banken aber nicht aufmerksamer für Fehlentwicklungen? Für die Gläubigerbanken gäbe es Fehlanreize (*moral hazard*), wenn sie annehmen würden, der IWF würde letztlich immer als Retter eingreifen. Im Fall einer gravierenden Krise könne er das auch gar nicht vermeiden, daher müsse es (mit Blick auf alle international agierenden Banken) „auch eine Bankenregulierung geben, die ein angemessenes Risikomanagement der Kreditinstitute erzwingt.“ (Ziff. 369)

Die Asienkrise muss im Rückblick als *Menetekel an der Wand* gesehen werden, auch wenn der Rat die systemische Relevanz mit Hinweis auf die relativ geringen Kreditrisiken der internationalen Banken verneint. Das offenkundige Versagen von Rating-Agenturen und bankinternen Risikokontrollsystemen zeigte erstmals, dass durch die Liberalisierung der Finanzmärkte nicht nur der Finanzsektor in Schwellen- und Entwicklungsländern, sondern auch der in *hochentwickelten* Ländern latent instabil geworden ist. Ersetzt man „Kreditrisiko eines Landes“ in der Beschreibung der

Asienkrise durch „Kreditrisiko bei unzureichend besicherten Hypothekarkrediten“, so wird die Analogie zur aktuellen „plötzlichen schweren Krise“ deutlich.

Der Rat unterstreicht seine im Grundsatz sehr klare Position zur Notwendigkeit einer wirksamen Bankenregulierung wie folgt:

„Im Bereich der Banken und Versicherungen darf es keinen Wettbewerb um die geringste Regulierung geben. Dazu sind die negativen externen Effekte zu hoch; durch mangelhafte Bankenaufsicht verursachte Finanzkrisen können, wie geschehen, auf weitere Länder oder Regionen ausstrahlen, auch auf solche ohne erkennbare makroökonomische und strukturelle Verwerfungen. Harmonisierungsbestrebungen, wie sie mit Gründung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht durch die G-10-Länder und die Schweiz im Jahre 1974 eingeleitet worden sind, verdienen Unterstützung. Die von dem Ausschuß entwickelten länderübergreifenden Standards betreffen vor allem die Zusammenarbeit zwischen nationalen Aufsichtsbehörden und die Einhaltung von Mindeststandards für eine adäquate Eigenkapitalausstattung von Kreditinstituten.

Vor dem Hintergrund der Asien-Krise ist die Einbeziehung der Entwicklungs- und Schwellenländer in die Harmonisierung der Bankenaufsicht von großer Bedeutung. (...)

Weltweite Banken Krisen und insbesondere Währungskrisen können auch durch eine funktionierende Aufsicht nicht immer verhindert werden. Auch in den entwickelten Volkswirtschaften gab es in der jüngsten Vergangenheit Banken Krisen, die immer wieder Anlaß gaben, Lücken in der Regulierung zu schließen. So sind aufgrund jüngster Erfahrungen mit Hedge-Fonds Überlegungen darüber angeregt worden, wie einerseits Kreditbanken Risikovorsorge bei Krediten an derartige Institutionen zu treffen haben, und ob andererseits die Regulierungen auch auf die Hedge-Fonds selbst auszudehnen seien. Insgesamt gilt aber, daß Krisen dort, wo eine entwickelte Bankenaufsicht besteht, seltener auftreten und daß die damit verbundenen Belastungen des Finanzsystems geringer sind. So kann die Tatsache, daß durch die diesjährigen Finanzkrisen keine der westlichen Gläubigerbanken in Solvenzprobleme kam, auch auf die Regelungen zur Bereithaltung von Eigenkapital oder zur Vergabe von Großkrediten zurückgeführt werden.“ (Ziff. 370)

Der Rat hat also Schwächen im Risikomanagement von großen international tätigen Banken deutlich angesprochen und regulatorische Antworten gefordert, die Dringlichkeit und Größe der Herausforderung hat er aber – wie alle anderen Institutionen auch – unterschätzt, denn dass keine Gläubigerbank in ernste Schwierigkeiten geraten war, muss im Rückblick betrachtet nicht unbedingt als Verdienst (damals noch) mehr oder weniger gut funktionierender Bankenaufsicht gewertet werden – vielleicht war das von den Bankvorständen, -handelsabteilungen und Hedge-Fonds gedrehte Rad einfach nur noch nicht groß genug.

4 Jahresgutachten 1999 bis 2002

Im Jahresgutachten **1999** werden institutionelle Reaktionen auf die Währungskrisen der Vorjahre angesprochen, darunter die Einrichtung eines „Forums für internationale Finanzmarktstabilität“ der G-7-Staaten, in der Aufsichtsstandards diskutiert werden sollen, und die Verabschiedung eines Berichts über die „Stärkung der internationalen Finanzmarktarchitektur“, der – allerdings unverbindlich – eine internationale Abstimmung der Regelwerke fordert.

„Der Sachverständigenrat unterstützt die Bemühungen um ein Regelwerk, das unter Beibehaltung des freien Kapitalverkehrs die Stabilität des internationalen Finanzsystems gewährleistet. ... Die vielfältigen Diskussionen haben klargemacht, dass eine völlig neue Finanzordnung nicht gebraucht wird und dass ein Übermaß an Regulierungen mehr Nachteile als Vorteile hätte. Sinnvoll ist es, festgestellte Funktionsmängel an der konkreten Stelle zu beheben, die Moral-Hazard-Problematik zu entschärfen und Einzelmaßnahmen zur Krisenprävention und Krisenbewältigung ordnungspolitisch zu fundieren. Einen Königsweg zur Vermeidung von Finanzkrisen in der Zukunft gibt es allerdings nicht.“ (SVR 1999, Ziff. 52)

In dieser (im Vergleich zum Vorjahresgutachten) wenig dramatischen Schlussfolgerung schlägt sich die recht rasche Überwindung der mit der Asienkrise verbundenen realwirtschaftlichen Folgen (= konjunktureller Einbruch) nieder, es scheint aber auch wieder die traditionelle Auffassung des Rates durch, dass die Finanzmarktstabilität im Kern ein Problem der *Schwellenländer* sei, in den hochentwickelten Ländern dagegen nur Regulierungsbedarf im Einzelfall bestehe. Bedenkt man das im Vorjahresgutachten deutlich angesprochene Versagen der Rating-Agenturen und der bank-

internen Risikokontrollsysteme, so muss der lapidare Hinweis, dass es keinen Königsweg zur Vermeidung von Finanzkrisen gebe, erstaunen. Die Position des Rates, dass es keine „völlig neue Finanzordnung“ brauche, wird unter dem Eindruck der Wucht der Krise im Jahresgutachten 2008 kassiert werden, und auch der Hinweis, dass ein Übermaß an Regulierungen mehr Nach- als Vorteile hätte, spricht dafür, dass der Rat (wie andere auch) die Risiken und die Folgen eines möglichen systemischen Kollapses gravierend unterschätzt hat.

Im Jahresgutachten **2000** steht nicht mehr die Asienkrise, sondern der im historischen Vergleich ungewöhnlich starke Anstieg der weltweiten *Aktienkurse* im Fokus. In einer merkwürdig blassen, eher lehrbuchhaften Form werden mögliche Gründe dafür (Gewinnvorlauf, Schwierigkeit der Bewertung junger Unternehmen, Probleme der korrekten Risikoantizipation) und denkbare Auswirkungen auf Konsum- und Investitionsnachfrage genannt (SVR, 2000, Ziff. 54 bis 63). Die verschiedenen Faktoren werden aber nicht empirisch bewertet, so dass unklar bleibt, was die treibenden Kräfte waren. Auch der Hinweis auf das Risiko einer abrupten Korrektur (Ziff. 90) wirkt floskelhaft, denn der Neue Markt in Deutschland war schon seit März des Jahres 2000 kräftig eingebrochen; der Rat interpretierte dies aber noch im November nur als „Ausdruck eines vorübergehenden Vertrauensverlusts insbesondere institutioneller Investoren, hervorgerufen durch zahlreiche Veröffentlichungen über Liquiditätsschwierigkeiten ...“. (ebda.) Im Rückblick betrachtet fällt naturgemäß auf, dass der Rat auch sieben Monate nach dem Wendepunkt am Neuen Markt noch kein Platzen einer Blase erkennt. Die imaginierende Zauberkraft der *Neuen Ökonomie* war damals offensichtlich auch im Rat noch nicht verblasst.

Unter der Überschrift „Hoffnungsträger Neue Ökonomie“ untersucht der Rat die Frage, ob durch Internet und Telekommunikation auch in Deutschland – ähnlich wie es der Rat für die Vereinigten Staaten annahm – ein dauerhaft höheres Produktivitätswachstum möglich sei. Er führt zwar viele mögliche Gründe dafür an, lässt die Frage aber letztlich offen; man könne es jetzt noch nicht sagen. (Ziff. 206) Im Vergleich zu den USA sieht der Rat die Neue Ökonomie in Deutschland im Rückstand, das bislang wenig entwickelte Investmentbanking sei ein Nachteil, es habe sich aber ein funktionierender Markt für Risikokapital entwickelt. (Ziff. 213) Die am Neuen Markt typischen Aktienoptionen als Entlohnungsform werden nur unter dem Aspekt der steuerlichen Behandlung, nicht aber als problematischer Kurzfristanreiz untersucht. (Ziff. 217) Bei der Einschätzung des *Internet* herrscht eine erstaunliche Einschätzung/Begeisterung vor:

„Die Markttransparenz wird allseits enorm gestärkt, die Konsumentensouveränität nachhaltig gestärkt. Der Wettbewerb nähert sich damit dem Modell der vollkommenen Konkurrenz. Der relevante Markt für viele Waren und Dienstleistungen wird durch die Vernetzung von Informationsflüssen ein globaler. Positive Netzwerkexternalitäten und steigende Skalenerträge bekommen ein in der Wirtschaftsgeschichte beispielloses Gewicht, die Grenzkosten digitaler Produkte sind geradezu vernachlässigbar“. (Ziff. 326)

Es folgt ein Loblied auf die Entwicklung in den Vereinigten Staaten, das jeden kritischen Unterton vermissen lässt. Dort gebe es

„eine günstige Kombination von Rahmenbedingungen von umfassend deregulierten Produktions- und Dienstleistungsaktivitäten über sehr flexible Arbeitsmarktstrukturen bis hin zu moderaten Steuer- und Abgabenbelastungen und einer niedrigen Staatsquote ...“. (Ziff. 327)

Dem schließt der Rat eine lange Wunschliste für weitere Deregulierungen in Deutschland an (z.B. Ladenschlusszeiten, Rabattgesetz, Handwerksordnung), sie enthält aber keine Forderungen im Bereich der Finanzdienstleistungen.

Interessant, weil recht grundsätzlich, sind die Ausführungen zur Neuordnung der *Bankenaufsicht* im Euroraum:

„Eine Konzentration der Verantwortlichkeiten in der Bankenaufsicht ist vor allem vor dem Hintergrund höherer Risiken und Ansteckungsgefahren der bereits weitgehend globalisierten Finanzmärkte, der wachsenden Größe international operierender Banken sowie den qualitativ gestiegenen Anforderungen an ein modernes Aufsichtsorgan zu sehen. Hinzu kommt eine fortschreitende Veränderung in der Struktur des Finanzdienstleistungssektors, welche die Grenzen zwischen den verschiedenen Typen von Finanzdienstleistern zunehmend verschwimmen lässt. Die Anzahl grenzüberschreitender Fusionen hat in den letzten Jahren zugenommen, und in einigen europäischen Nachbarländern, beispielsweise in den Niederlanden und Spanien, sind große

Finanzhäuser entstanden, die gleichzeitig Bankdienstleistungen, Versicherungsdienstleistungen und Vermögensverwaltung anbieten. Ein integrierter Markt erfordert in der Regel über kurz oder lang auch eine integrierte Aufsichtsstruktur“. (Ziff. 94)

Da die Aufsichtsbefugnisse noch in nationaler Zuständigkeit lägen, sei eine europäische Lösung in absehbarer Zeit nicht zu erwarten, so dass man sich zumindest auf vergleichbare Standards und gegenseitige Unterstützung verpflichten müsse. Für Deutschland empfiehlt der Rat eine integrierte Aufsicht für alle Finanzdienstleister, eine (später dann wegen der besonderen makroökonomischen Kompetenz geforderte) Zuordnung zur Bundesbank wird noch nicht explizit gefordert (Ziff. 96).

Das Jahresgutachten **2001** steht naturgemäß im Zeichen des jetzt sehr kräftigen Einbruchs der Aktienmärkte und der durch die Folgen des Terroranschlags vom 11. September verstärkten Rezession in den USA. Als geldpolitische Reaktion wurden die *Zentralbankzinsen* in den USA (Federal Funds Rate) in raschen Schritten von 6,5 % Ende 2000 auf nur noch 2 % Ende 2001 gesenkt. Der Rat urteilt wohlwollend:

„Die US-amerikanische Notenbank senkte in einer konzertierten Aktion mit anderen Notenbanken kurze Zeit nach den Anschlägen die Zinsen und forcierte damit ihren bereits expansiven Kurs; sie verhinderte so eine denkbare Kreditklemme und begrenzte die negativen Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems. Positive psychologische Wirkungen erzielte sie zudem durch die Zusicherung, auch in der Folgezeit gegebenenfalls den gestiegenen Liquiditätsbedarf befriedigen zu wollen. Die kurzfristigen Zinsen sanken infolgedessen merklich. Dabei musste die Notenbank einen kurzzeitigen Anstieg der Langfristzinsen in Kauf nehmen.“ (SVR 2001, Kasten 1 unter Ziff. 47)

Der Anstieg der Zinsen bei langen Kreditlaufzeiten ist üblicherweise ein Hinweis auf Befürchtungen im Markt für Inflationsgefahren, offenbar gelang es der Fed, solche Befürchtungen wieder rasch zu zerstreuen. An anderer Stelle heißt es auch mit Blick auf andere Zentralbanken:

„Insgesamt waren die Finanzmärkte in diesem Jahr erheblichen Belastungsproben ausgesetzt. In einer Phase der zunehmenden Verschlechterung der konjunkturellen Rahmenbedingungen und wachsender Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung bedrohte der Schock der terroristischen Angriffe die Funktionsfähigkeit des internationalen Finanzsystems. Die Notenbanken der wichtigsten Industriestaaten haben in dieser schwierigen Situation entschlossen reagiert und maßgeblich zur Beruhigung der Lage an den Finanzmärkten beigetragen.“ (Ziff. 118)

Bedenkt man das übliche Plädoyer des Rates für eine langfristig-stetige Geldversorgung, so ist dies eine Aussage, die wohl vor allem das Ausmaß der Turbulenzen verdeutlicht. An anderer Stelle (beim Vergleich der Zinspolitik der Fed mit der viel vorsichtigeren Zinspolitik der EZB) wirkt die Einschätzung der Angemessenheit der Geldversorgung jedenfalls wesentlich skeptischer: Die Fed betreibe

„seit Anfang des Jahres, angesichts der starken konjunkturellen Abkühlung der amerikanischen Wirtschaft, eine sehr expansive Geldpolitik – ob mit Erfolg, das muss sich erst noch zeigen. Sie hat es jedenfalls nicht in der Hand, dass die kräftigen Zinssenkungen die Binnennachfrage stimulieren und nicht etwa Inflationserwartungen erzeugen oder Spekulationsblasen an den Aktienmärkten antreiben.“ (Ziff. 340).

Im Rückblick betrachtet argumentiert der Rat hier in Verteidigung einer potentialorientierten Geldversorgung recht hellsichtig: Die Öffnung der Geldschleusen in den USA im Jahr 2001 legte den Grundstein für die überreichliche Liquiditätsversorgung, die nach Jahren des kreditfinanzierten Booms auf Immobilien- und Aktienmärkten schließlich sechs Jahre später ins Desaster führte.

Wegen der starken Kursverluste an den US-Börsen zieht der Rat einen Vergleich mit der Entwicklung in *Japan* in den 1980er Jahren. Dort hatte sich nach dem Zusammenbruch des Immobilien- und Aktienbooms eine hartnäckige Stagnation der Wirtschaft eingestellt. Der Rat sieht die Lage der Vereinigten Staaten völlig anders:

„Die US-Wirtschaft zeichnet sich durch mehr Wettbewerb und eine höhere Flexibilität auf den Güter- und Faktormärkten aus als damals (und heute) die japanische, was die Strukturanpassung erleichtert. Zudem ist der US-amerikanische Bankensektor intakt ...“ (Ziff. 48; im Original in

Kursivdruck) Die gleichen Gründe lassen den Rat auch vermuten, dass die „Neue Ökonomie“ in den USA Bestand haben werde: „Mit flexiblen und deregulierten Güter- und Arbeitsmärkten, ausgereiften Finanzmärkten, hohen privaten wie öffentlichen Ausgaben für Forschung und Entwicklung und einem soliden Patentsystem sind ferner die notwendigen Rahmenbedingungen dafür gegeben, dass die Neue Ökonomie in den Vereinigten Staaten weiter ihre Potentiale entfalten kann.“ (Ziff. 59)

Der Rat geht ausführlich auf die im zweiten Konsultationspapier des Baseler Ausschusses vorgesehenen bankenaufsichtsrechtlichen Neuregelungen ein (sogenanntes *Basel II-Abkommen*), die nach der Häufung von Finanzkrisen in den letzten Jahren dazu beitragen sollen, das Weltfinanzsystems weniger anfällig für systemische Risiken zu machen. (Ziff. 80) Nach einer Analyse der vorgelegten Entwürfe begrüßt der Rat insbesondere die neuen Regeln zur Erhöhung der Markttransparenz, nach denen die Banken in regelmäßigen Abständen ihre Eigenkapitalausstattung offenlegen sollen:

„Diese Strategie ist angesichts der Komplexität, die mit einer Ausrichtung der traditionellen Bankenaufsicht hin zu deutlich mehr qualitativer Aufsicht verbunden ist, eindeutig zu begrüßen, setzt sie doch auf die informationswirksame Mobilisierung des dezentralen Wissens auf Seiten der Marktteilnehmer.“ (Ziff. 82; im Original in Kursivdruck).

Was der Rat unter „mehr qualitativer“ Aufsicht genau versteht, bleibt unklar; gemeint ist wohl, das nicht mehr einfach bilanztechnische Indikatoren abgefragt, sondern komplexe Risikokontrollsysteme bewertet werden. Die Hoffnung auf die Mobilisierung des dezentralen Wissens der Marktteilnehmer (eine unter Ökonomen übliche Metapher für effiziente, d.h. alle Informationen korrekt bewertende Märkte), kann als Erwartung interpretiert werden, dass die regelmäßige Information der Märkte über das Eigenkapital zu *bankspezifischen* Risikoauflösungen bei der Geldbeschaffung führen würden. Insgesamt scheint der Rat die von den Banken zunehmend verwendeten „modernen Risikosteuerungsinstrumente“ als recht leistungsfähig einzuschätzen; bei hinreichender Markttransparenz sieht er jedenfalls keine systemischen Gefahren durch die beobachtete rasche Ausweitung von handelbaren Derivaten. Die Gesamteinschätzung des Rates zu Basel II lautet:

„Der neue Basler Akkord markiert einen bedeutenden Übergang von einem einfachen regelgebundenen Ansatz hin zu einem komplexen Verfahren einer risikoadäquateren Berechnung des regulatorischen Eigenkapitals. In Hinblick auf das übergeordnete Ziel einer Stabilisierung der Finanzsysteme versprechen die vorgestellten Ansätze eine höhere Effektivität, als sie dem derzeitigen Regelwerk zugeschrieben werden kann: Die Reform erhöht allgemein die Risikosensibilität der Marktteilnehmer, indem sie Anreizeffekte setzt, die internen Kontroll- und Risikomanagementsysteme weiter zu optimieren. Die stärkere Betonung der internen und externen Aufsicht über das Rendite-Risiko-Profil zielt prinzipiell auf eine höhere finanzielle Standfestigkeit und ein zeitgerechtes gemeinsames Reagieren gegenüber zyklischen Risiken und externen Schocks auf das Finanzsystem. Die vorgesehene Ausweitung der Offenlegungspflichten hilft, die Selbstdisziplin der Marktteilnehmer zu erhöhen. Insgesamt wird das zur Verfügung stehende Eigenkapital auf diese Weise effizienter in Hinblick auf die Kapitalallokation genutzt.“ (Ziff. 83)

Wenn man berücksichtigt, dass der Übergang von einfachen zu komplexen Verfahren nicht nur mit einer detaillierteren bankinternen Erfassung von Risiken, sondern auch mit einer bankexternen Steigerung der Intransparenz verbunden sein kann, so ist dies eine sehr positive Gesamteinschätzung, die im Gutachten 2008 revidiert werden wird. Der Rat erwähnt zwei Kritikpunkte: Bei Banken mit schlechten Risiken gäbe es Anreize, den Standardansatz (ein externes Rating durch entsprechende Agenturen) zu wählen, so dass die dort besonders wünschenswerte Verbesserung der *internen* Risikobewertungsverfahren unterbliebe. Zweitens bezweifelt der Rat – angesichts früherer diesbezüglicher Äußerungen nicht verwunderlich – die Qualität der externen Rating-Urteile, sie würden fast ausnahmslos erst mit zeitlicher Verzögerung an die vorherrschenden Marktverhältnisse angepasst. (Ziff. 87) Dieses Verhalten verringere zwar die Volatilität, sei mit Blick auf die Aktualität im täglichen Kreditgeschäft aber nachteilig. Der Rat hat auch Zweifel an der *Unabhängigkeit* der Rating-Agenturen:

„Ein Abstellen auf externe Ratings ist ... nur dann gerechtfertigt, wenn sichergestellt werden kann, dass die Beurteilungen über eine Reihe von Agenturen hinweg für bestimmte Kreditnehmerkategorien konsistent sind. Die Aufsichtsorgane müssten auch für externe Ratings sicherstellen, dass diese Bedingungen erfüllt sind. Andererseits [sic] wäre die Gefahr eines wettbe-

werbsverzerrenden ‚Rating-Shoppings‘ auf Seiten der Kreditnehmer nicht auszuschließen.“ (ebda.)

Die sehr deutlichen Bedenken gegen Urteile der Rating-Agenturen stehen in scharfen Kontrast zum großen Vertrauen des Rates in die prinzipielle Leistungsfähigkeit „moderner“ bankinterner Risikobewertungs- und -steuerungssysteme, obwohl dort systematische Anreize bestehen, eingegangene Risiken zu gering zu bewerten, um hinderliche (weil die Eigenkapitalrendite schmälernde) Eigenkapitalunterlegungen zu reduzieren.

Mit Blick auf die Diskussion um Maßnahmen zur *konjunkturellen* Belebung betont der Rat nochmals seine seit Jahren gleichbleibende grundsätzliche Strategie: Deutschland habe im internationalen Vergleich und mit Blick auf die Arbeitslosigkeit ein Problem des zu geringen *mittelfristigen* Wachstums.

„Die Antwort kann nicht darin bestehen, hier und da diskretionäre Einzelmaßnahmen zu ergreifen, zumal sie auf längere Sicht meist schädlich sind. Vielmehr wird der Staat seiner Verantwortung erst dann gerecht, wenn er sich mit erkennbarer Konsequenz die Schaffung von günstigen mikro- und makroökonomischen Rahmenbedingungen in der Breite auf der Grundlage einer in sich schlüssigen und langfristig angelegten und damit für die Marktteilnehmer berechenbaren wachstumspolitischen Konzeption vornimmt.“ (Ziff. 316)

Gelobt, weil auf dieser Linie liegend, wird die Steuer- und Rentenreform der Bundesregierung sowie die durch die EU verordnete Aufhebung der Gewährträgerhaftung der Kommunen für die Sparkassen und Landesbanken, die diesen einen „einmaligen Wettbewerbsvorteil“ gegenüber anderen Banken verschaffen würde, weil sie zu einer „leistungsunabhängigen Bonität“ dieser Institute an den Finanzmärkten führe. Der Bundesregierung wird wegen der damit verbundenen Effizienzvorteile empfohlen, für die Sparkassensäule des deutschen Banksektors eine Lösung zu finden, die „in eine materielle Privatisierung der Landesbanken und Sparkassen mündet“ (Ziff. 317)

Im Jahresgutachten **2002** sorgt sich der Rat über die immer noch gedrückten *Aktienkurse* und die Währungskrise in Argentinien.

„In besonderem Maße beunruhigend an der diesjährigen Aktienmarktschwäche ist, dass sie sich mehr oder weniger uniform über den Gesamtmarkt erstreckte. Dies unterscheidet sie merklich von der Verlustphase von März 2000 bis April 2002, die primär geprägt war von massiven Kursverlusten in den Sektoren Technologie und Telekommunikation. Insoweit hat zumindest auf den Aktienmärkten die Korrektur der Ertragsersparungen der Unternehmen der Neuen Ökonomie in diesem Jahr auf die Gesamtwirtschaft übergegriffen ... In besonderem Maße betroffen waren hiervon die Unternehmen der Finanzdienstleistungsbranche.“ (SVR 2002, Ziff. 89)

Ursächlich dafür sei, dass diese Finanzdienstleister selbst Aktien hielten und zudem Kreditgeber der jetzt niedriger bewerteten Aktiengesellschaften seien. Die Aktienbaisse würde deshalb nicht nur über den Vermögenseffekt negativ auf den Konsum und die Investitionen wirken, sondern könne auch die Intermediationsfunktion des Finanzsektors (= Umwandlung von Spareinlagen in Kredite) gefährden und insbesondere die Kreditvergabefähigkeit der Banken einschränken. Empirisch stellt der Rat allerdings keine Kreditklemme fest, die Banken kämen ihren Aufgaben (= Kreditversorgung der Wirtschaft) nach.

„Doch selbst wenn gegenwärtig vieles dafür spricht, dass die systemische Stabilität der europäischen Finanzmärkte gewährleistet ist, machen die diesjährigen Entwicklungen dennoch deutlich, dass Fragen der Finanzmarktstabilität in einem einheitlichen europäischen Finanzmarkt ein herausgehobener Platz auf der zukünftigen Agenda der europäischen Politik zukommen muss.“ (Ziff. 89)

Diese im Vergleich zu früheren Gutachten wesentlich deutlichere Forderung an die Politik entspricht der in dieser Frage schon seit vielen Jahren verfolgten Grundlinie des Rates: Integrierte Finanzmärkte erfordern eine integrierte Regulierung. Ihm könnte in diesem Punkt allenfalls vorgeworfen werden, dass er die (institutionenökonomisch gut erklärbare) geringe Bereitschaft der Politik, diese Forderung umzusetzen, nicht stärker thematisiert oder sogar Vorschläge zur Erleichterung der Durchsetzung solcher Forderungen gemacht hat.

Zur Währungskrise in *Argentinien* heißt es ähnlich wie schon zuvor bei der Peso- oder der Asien-Krise:

„Solche Krisen bedrohen die Stabilität des internationalen Handels und der internationalen Finanzbeziehungen und können über Ansteckungseffekte im ungünstigsten Fall sogar globale Ausmaße annehmen. Um diese systemischen Risiken zu minimieren, sind Krisenprävention und geregelte Verfahren zur Krisenbewältigung wichtig.“ (Ziff. 584)

Ebenfalls wie schon in früheren Gutachten wird eine sogenannte Tobin-Steuer auf Devisentransaktionen zur Verhinderung von Abwertungsspekulationen mit ausführlich dargelegten, gut nachvollziehbaren Argumenten abgelehnt (Ziff. 587), wieder werden Instabilitäten praktisch ausschließlich für Entwicklungs- und Schwellenländer vermutet, und zwar wegen dort immer wieder auftretender Politik- und Regulierungsfehler. Anders als im Fall der Asien-Krise geht der Rat nicht auf die Rolle international agierender Banken für die Argentinien-Krise ein, was angesichts des wesentlich geringeren Engagements nachvollziehbar ist⁴.

5 Jahresgutachten 2003 und 2004

Im Jahresgutachten **2003** wird erstmals die Überhitzung des *Immobilienmarktes* in den Vereinigten Staaten als Folge der Niedrigzinspolitik der Zentralbank deutlich angesprochen. Das Volumen der Hypotheken habe sich seit 1990 verdreifacht und damit das Volumen des Marktes für Staatsanleihen erreicht. Der Preisanstieg bei Immobilien sei in anderen Ländern (Großbritannien, Irland) in den vergangenen Jahren zwar sogar noch höher als in den USA gewesen, dies sei jedoch kein Grund, unbesorgt zu sein, denn es könne kein Zweifel bestehen, dass bei einer Erhöhung des allgemeinen Zinsniveaus das Risiko bestehe, dass es zu einem Immobilienpreisverfall komme. (SVR 2003; Kasten 1 hinter Ziff. 74) Der Rat untersucht dann explizit, „ob sich am Immobilienmarkt eine spekulative Blase gebildet hat, deren Platzen den Hypothekenmarkt und damit den privaten Konsum in Mitleidenschaft ziehen würde.“ (ebda.) Zwar weist er auf einige Aspekte hin, die dafür sprechen könnten, in der Summe hält der Rat die Gefahr einer scharfen Korrektur der *Häuserpreise* jedoch für eher gering, der Preisanstieg sei durch fundamentale Faktoren gestützt. Einer dieser Faktoren sei die Effizienzverbesserung durch Transaktionskostensenkung am Hypothekenmarkt,

„hervorgerufen durch die gestiegene Bedeutung überregionaler Hypothekenbanken mit einheitlichen Kreditaufnahmebedingungen und standardisierten Refinanzierungsmöglichkeiten“. (Kasten 1 hinter Ziff. 74)

Im Rückblick lässt sich wohl weder die Einschätzung, das Preisniveau sei fundamental gerechtfertigt gewesen, noch die einer Effizienzverbesserung am Hypothekenmarkt durch Standardisierung aufrechterhalten. Gerade die Standardisierung der Abschlüsse hat zusammen mit den scheinbar immer weiter steigenden Häuserpreisen in großem Stil dazu geführt, dass Haushalte ohne hinreichende Sicherheiten Kredite erhielten (wofür schon die vom Rat erwähnte extreme Ausweitung der Kreditgewährung spricht). Diese ziemlich sorglose Kreditgewährungspraxis wäre allerdings ohne die durch neue Verbriefungstechniken eröffnete Gelegenheit, die Kredite rasch weiterzuverkaufen, nicht möglich gewesen. Noch im Jahresgutachten 2006 werden die Änderungen in der Hypothekenfinanzierung als Innovation interpretiert, erst in dem von 2007 finden sich deutlich skeptischere Bewertungen.

Auch ohne Einbruch der Häuserpreise sieht der Rat wegen der Eigenarten der amerikanischen Hausfinanzierung Gefahren am *Hypothekenmarkt* aufziehen. In den USA könnten Schuldner ihre Festzins-Hypotheken ohne Vorfälligkeitsentschädigung kündigen und durch eine günstigere Finanzierung ablösen. Im Fall von sinkenden Zinsen wird davon naturgemäß reichlich Gebrauch gemacht. Der Rat berichtet, dass die Zinsersparnis bei rund 40 % der zuletzt beobachteten Umfinanzierungen zur Erhöhung der Hypothek genutzt wurde und dass mit den so erhaltenen zusätzlichen Kreditmitteln langlebige Gebrauchsgüter gekauft wurden, was die Konjunktur beflügelt habe. Da die Banken im amerikanischen Markt also – anders als bei der im Euroraum verbreiteten Festzinshypothek mit fester Laufzeit – bei Zinsänderungen Laufzeitänderungen hinnehmen müssten, würden sie die Hypothekenkredite bündeln und auf dem Sekundärmarkt als Anleihen an Refinanzierungsgesellschaften verkaufen (= Verbriefung). Da das Laufzeitänderungsrisiko auf die Refinanzierungsgesellschaften übergegangen ist, besteht ein großer Bedarf an – so der Rat – „dynamischen Absiche-

⁴ Die argentinische Krise weist wegen des Geldregimes (Currency Boards) und der sehr hohen Staatsverschuldung deutlich andere Züge auf als die Asien-Krise. Vgl. dazu z.B. Wessolly/Wienert (2002).

rungsgeschäften“, denn bei einem Zinsanstieg würden nicht nur die Kurse der von ihnen erworbenen Anleihen fallen, um die jetzt höhere Verzinsung zu erreichen, sondern zugleich verlängere sich auch die durchschnittliche Laufzeit, denn die Wahrscheinlichkeit vorzeitiger Tilgungen nähme mit steigenden Zinsen ab. Für Absicherungsgeschäfte gegenüber Kursschwankungen auf dem Markt für Festzins-Hypothekenanleihen würden die Refinanzierer variabel verzinsten Staatsanleihen beziehungsweise darauf lautende Terminkontrakte verwenden, da sich deren Kurse gegenläufig zu Festzinsanleihen entwickeln. Fast die Hälfte des Refinanzierungsmarktes würden die halbstaatlichen Hypothekenagenturen *Fannie Mae* und *Freddie Mac* bedienen, die Hypothekerverbriefungen von Banken aufkauften, mit Zinszahlungsgarantien versehen und sich selbst mit so besicherten handelbaren Schuldscheinen refinanzieren würden. Weil die beiden Agenturen wegen ihrer überragenden Marktstellung und des raschen Wachstums der letzten Jahre große Bilanzpositionen absichern müssten, seien die Finanzmärkte im Fall drastischer Zinsänderungen einer erheblichen Volatilität ausgesetzt, und es bestehe trotz staatlicher Kreditlinien die Gefahr der Illiquidität:

„Sollte es zu einem nachhaltigen Anstieg der Zinsen kommen, könnten ... die halbstaatlichen Hypotheken-Refinanzierer ein Risiko darstellen, da es Befürchtungen gibt, sie seien unzureichend kapitalisiert – ihre Kernkapitalquote belief sich Ende 2002 auf lediglich 3,2 vH bezogen auf die Summe der risikogewichteten Aktiva. In diesem Fall könnte es den Instituten misslingen, die dann größtenteils langfristigen Anlagen mit niedriger Verzinsung durch kurzfristige Schulden mit hohen Zinssätzen zu refinanzieren.“ (Kasten 1 hinter Ziff. 74)

Im Rückblick betrachtet überrascht nicht nur die Einschätzung, die Häuserpreise in den USA hätten – weil fundamental gerechtfertigt – ein nur relativ geringes Rückschlagpotential, sondern auch, dass die komplexe, für Zinsveränderungen anfällige Finanzierungs- und Refinanzierungstechnik in den USA nur referiert wird, ohne einen kritischen Vergleich mit deutlich weniger volatilen kontinentaleuropäischen Methoden des Hypothekarkredits und des Pfandbriefs zu ziehen. Dies macht der Rat erst Mitte 2008 in einer gesonderten Expertise zum deutschen Bankensystem, und da schneidet der Pfandbrief nicht schlecht ab:

„Die derzeitige Krise ist zu einem wesentlichen Teil darauf zurückzuführen, dass in den Vereinigten Staaten Immobilienkredite an Privathaushalte vergeben worden sind, die weder von ihrer Bonität noch von ihrer Zahlungsfähigkeit dafür qualifiziert gewesen waren. Hierin zeigt sich ein grundlegendes Problem des *Originate and Distribute*, da es anders als das *Buy and Hold* tendenziell die Möglichkeit eröffnet, schlechte Kredite an andere Investoren zu veräußern. Der Anreiz für eine Bank als *Delegated Monitor* zu agieren, wird somit durch die Möglichkeit der Verbriefung und der Weiterveräußerung reduziert.

Wie das Modell des deutschen **Pfandbriefs** zeigt, sind solche Entwicklungen bei der Verbriefung nicht zwangsläufig. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass sich Pfandbriefe von den in den Vereinigten Staaten geschaffenen Produkten in wesentlichen Punkten unterscheiden. Sie werden grundsätzlich nicht strukturiert und sie beinhalten immer eine direkte Verbindlichkeit gegenüber einer Bank, die den Pfandbrief emittiert und die dabei strengen gesetzlichen Vorgaben unterliegt. Bei den strukturierten US-Produkten ist der Emittent hingegen eine unregulierte Zweckgesellschaft, die insbesondere bei der Entscheidung über den Deckungsstock keinerlei rechtlichen Bestimmungen unterliegt.“ (SVR 2008a, Ziff. 224; Kursiv- und Fettdruck im Original)

Bezüglich der halbstaatlichen Refinanzierungsagenturen hat der Rat mit seinen geäußerten Befürchtungen recht behalten: Das Eigenkapital erwies sich angesichts der eingegangenen Risiken als viel zu gering; sie mussten im Zuge der Krise im Herbst des Jahres 2008 verstaatlicht werden.

Der Rat geht ausführlich auf das dritte Konsultationspapier des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (*Basel II*) ein (Ziff. 109-118). Verglichen mit dem im Jahresgutachten 2001 untersuchten zweiten Papier seien die Eigenkapitalunterlegungen für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen verringert worden. Der Rat fragt besorgt, ob diese Änderungen angesichts der empirisch belegten höheren Kreditausfallwahrscheinlichkeit dieser Kundengruppe nicht über das Ziel hinausgeschossen sein könnten. (Ziff. 112) An den Basel II-Regelungen sei verschiedentlich kritisiert worden, dass sie die *Pro-Zyklizität* der Kreditvergabe verstärken würden: In guten Zeiten mit geringen Ausfallraten würden die Eigenkapitalanforderungen reduziert, was weitere Kreditgewährung induzieren würde, in schlechten Zeiten sei es umgekehrt. Der Rat stimmt dem Argument (wie schon in früheren Gutachten) zu, und sieht in diesem Effekt eine hinzunehmende Konsequenz der verbesserten Risikobewertung in den Banken. Viel gravierender sei,

„dass das Risiko aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive eine endogene Größe sei, die sich aus dem Zusammenspiel der beteiligten Akteure ergibt. Durch gleichgerichtetes Verhalten der Marktteilnehmer besteht nämlich die Gefahr, dass negative Tendenzen verstärkt werden. Bankeninterne Risikomodelle vernachlässigen regelmäßig diese Dimension und behandeln Risiko als exogene, für das Institut gegebene Größe. Dies ist unter normalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen unbedenklich, in ökonomischen Ausnahmezeiten, das heißt unter krisenhaften Umständen, ist diese Annahme jedoch nicht mehr gültig.“ (Ziff. 113; im Original in Kursivdruck)

Dem sei zum Teil dadurch Rechnung getragen worden, dass Banken, die den internen Bewertungsansatz verfolgen, nach dem dritten Konsultationspapier „Stresstest-Verfahren“ anwenden müssen. Die kritische Hinterfragung bankinterner *Risikomodelle* ist ein neuer Aspekt, bislang hatte der Rat in der Einführung dieser Modelle einen deutlichen Fortschritt gegenüber externen Rating-Bewertungen gesehen, weil sie die Aufmerksamkeit innerhalb der Bank für Risikofragen steigerten, häufig klang sogar die Ansicht durch, „moderne“ Risikobewertungsmodelle seien wesentlich leistungsfähiger als ältere, konservativ-pauschalisierende Verfahren. Das Risiko „gleichgerichteten Verhaltens“, also des Herdentriebs von Anlegern und Kreditgebern in „krisenhaften Umständen“, ist ebenfalls ein neuer Aspekt, in früheren Gutachten wurde eher von mehr oder weniger effizienten Finanzmärkten ausgegangen.

Nach Ansicht des Rates enthalte das Konsultationspapier erstmals ein schlüssiges Konzept für die Behandlung von *Verbriefungen*, mit denen Banken Forderungen am Markt weiterverkaufen. Forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities) sollen danach den „vergleichsweise niedrigen Kapitalanforderungen“ für das Privatkundengeschäft unterworfen werden, um auch Kredite an kleine und mittlere Unternehmen verbrieft zu können. Wie weit dies angemessen ist, wird – anders als bei der Kapitalunterlegung für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen – nicht diskutiert. Die Verbriefung wird vom Rat (wie auch schon früher) als wünschenswerte Finanzmarktinnovation interpretiert, welche die Effizienz der Risikoverteilung steigern könne. In Deutschland wäre das diesbezügliche Potential noch unzureichend ausgeschöpft:

„Ursache für die mangelnde Verbreitung von Verbriefungen in Deutschland, bei denen sowohl das Kreditrisiko als auch die Forderung selbst gebündelt an eine Zweckgesellschaft verkauft, in Wertpapiere umgewandelt und auf dem Kapitalmarkt platziert werden“ (Ziff. 115; im Original in Kursivdruck), sei lange Zeit die Gewerbesteuerpflicht von Zweckgesellschaften gewesen. Mit deren Abschaffung sei „das Haupthindernis für die stärkere Verbreitung von Verbriefungen aus dem Weg geräumt worden.“ (ebda.)

Hier tauchen erstmals die in der Finanzmarktkrise so verhängnisvollen Zweckgesellschaften auf, die gerade *nicht* der Eigenkapitalunterlegung unterliegen (sie werden vom Rat später als Quasi-Banken, noch später in Übereinstimmung mit dem allgemeinen Sprachgebrauch als „Schattenbanken“ bezeichnet). Der Zusammenhang ist verblüffend: Basel II soll der risikoadäquaten Eigenkapitalunterlegung von Kreditgeschäften dienen, und der Rat hebt hier eine Konstruktion positiv hervor, deren Zweck gerade im Unterlaufen dieser Vorschriften besteht.

Bei den (im ersten Baseler Abkommen nicht erfassten) *operationellen Risiken* können „international tätige Banken und Banken mit hohen operationellen Risiken“ eigene Beurteilungsmethoden anwenden, „solange diese ausreichend umfassend und systematisch sind“. (Ziff. 116) Der Rat berichtet hier wieder ohne Bewertung, ebenso ist es bei den Forderungen von US-Banken, die Kapitalunterlegung des operationellen Risikos auf „unerwartete“ Verluste zu begrenzen. Aus Sicht der an den Beratungen beteiligten Banken seien die „hochentwickelten Bewertungsmethoden“ (d.h. komplexe interne Ratingverfahren) den einfachen Risikokontrollmethoden vorzuziehen, weil dadurch für das Kreditrisiko tendenziell weniger Eigenkapital vorgehalten werden müsse. Die Entlastung steige dabei „mit zunehmender Differenzierung der Risikoberücksichtigung an“, und dieser Effekt sei gewünscht:

„Basel II setzt somit die gewünschten Anreize einer höheren Sensitivität für das Ausmaß von Bankrisiken.“ (Ziff. 118)

Dass Banken interne Risikobewertungen nicht ausschließlich mit dem Ziel vornehmen, Risiken zu begrenzen, sondern auch mit dem Ziel, durch geeignete Bewertungen teure Eigenkapitalunterlegungen vermeiden und den Kredithebel ausweiten zu können (vgl. dazu z.B. Beck/Wienert, 2009, S. 253f.), liegt angesichts des Konflikts von Sicherheit und Rendite bei Anlagen und Krediten eigentlich auf der Hand, so dass prinzipiell die Gefahr des Missbrauchs besteht, zumal solch komple-

xe interne Verfahren auch die Bankenaufsicht vor Überprüfungsprobleme stellen dürften. Diese Fragen werden vom Rat nicht thematisiert, er setzt offensichtlich ganz darauf, dass von der Bankenaufsicht geprüfte komplexe Verfahren dazu führen werden, dass bankintern eine höhere Sensibilisierung für eingegangene Risiken erreicht werden wird.

Im Gutachten **2004** konstatiert der Rat eine deutliche Belebung der Weltwirtschaft. In den USA und in Großbritannien wirke die Fiskalpolitik extrem expansiv, die Geldpolitik insbesondere in den USA sei ebenfalls sehr konjunkturstimulierend. Der Aufschwung wird als weitgehend spannungsfrei eingeschätzt, die Inflation sei niedrig, weil es insbesondere durch die der Neuen Ökonomie geschuldete starke Produktivitätsentwicklung in den USA noch Angebotsreserven gäbe. Risiken ergäben sich aus dem kräftigen Ölpreisanstieg und ersten Überhitzungserscheinungen beim Privaten Verbrauch: In vielen Ländern (USA, Großbritannien, Irland, Frankreich, Spanien) seien die Sparquoten gesunken, weil die Konsumenten Hypothekenkredite zur Finanzierung des Konsums nutzten. Hintergrund seien die nach wie vor niedrigen Zinsen bei steigenden *Immobilienpreisen*.

„Bei dem noch immer sehr niedrigen Zinsniveau ist eine steigende Verschuldung der privaten Haushalte vor allem dann problematisch, wenn eine Finanzierung mit variablen Zinsen vereinbart wird. Aber auch Immobilienpreise selbst stellen ein Risiko dar, da sie teilweise von ihren Fundamentalwerten losgelöst sind. Ein Zinsanstieg kann aufgrund des internationalen Gleichlaufs der Immobilienpreise einen beträchtlichen Rückgang dieser Preise in vielen Ländern gleichzeitig auslösen und damit die weltwirtschaftliche Aktivität beeinträchtigen.“ (SVR 2004, Ziff. 65)

Die sich anbahnende Immobilienpreisblase wird also vom Rat deutlich thematisiert, das Risiko wird aber vor allem in der potentiellen Auswirkung auf den Konsum und nicht auf die Stabilität der Finanzmärkte gesehen. Auch das gleichzeitige Defizit in der *Leistungsbilanz* und beim Öffentlichen Haushalt der Vereinigten Staaten (Zwillingsdefizit) wird als Risiko eingeschätzt:

„Problematisch erscheint vor allem die Finanzierung des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits. Während es in der Vergangenheit im Wesentlichen durch Direktinvestitionen und private Kredite ausgeglichen worden war, wurde es seit dem letzten Jahr fast ausschließlich durch US-Dollar-Ankäufe asiatischer Notenbanken finanziert.“ (Ziff. 66)

In späteren Gutachten wird der Rat diese Praxis als ein krisenauslösendes Element einstufen. Die Geldpolitik der Fed im aktuellen Zyklus wird als „äußerst expansiv“ bezeichnet (Überschrift zu Kasten 3 nach Ziffer 79), allerdings wird darin vor allem der Konjunkturstimulus und nicht das potentielle Risiko für die Finanzmärkte gesehen. Auch die Geldpolitik der EZB wird als expansiv charakterisiert. Die Inflationsrate sei zwar niedrig, aber der Ölpreisanstieg (Ziff. 123) wecke Befürchtungen von Zweitrundeneffekten, und die EZB Sorge sich um die *Immobilienpreisentwicklung* in einigen Ländern (Ziff. 124).

„Wie die Entwicklung anderer Vermögenspreise ist die Immobilienpreisentwicklung für die Geldpolitik vor dem Hintergrund möglicher Inflationseffekte von Bedeutung. Überdies können mit übertriebenen Immobilienpreissteigerungen schockartige Korrekturen verbunden sein, die eine Destabilisierung des Konjunkturverlaufs und des Finanzsektors zur Folge haben.“ (Ziff. 124) „Ist ein Immobilienpreisboom zudem mit einer aus Immobilienkrediten resultierenden hohen Verschuldung der privaten Haushalte verbunden, so kann sich deren Anfälligkeit gegenüber Zinssteigerungen erhöhen und mit einer Verschlechterung der Kreditqualität einhergehen, was Kreditrestriktionen mit sich bringen dürfte, genauso wie eine im Zuge des Platzens einer Immobilienpreisblase rückläufige Rentabilität der Banken.“ (ebda.)

Hier wird neben den realwirtschaftlichen Aspekten des Platzens einer Immobilienblase erstmals auch die negative Wirkung auf die Rentabilität der Banken und damit die Stabilität des Finanzsektors angesprochen, die Gefahr wird aber hypothetisch behandelt, der Rat gibt keinerlei Hinweise auf möglicherweise bevorstehende diesbezüglich Ereignisse.

Der Rat setzt sich ausführlich mit dem *deutschen Bankensystem* auseinander (Ziff. 351-389). Auslöser dafür ist zwar das durch EU-Auflagen bedingte Auslaufen der Gewährträgerhaftung bei den Sparkassen, aber der Rat sorgt sich schon seit längerem über die im internationalen Vergleich festzustellende Renditeschwäche, die Befürchtungen über eine mögliche Kreditklemme ausgelöst habe.

„Insbesondere die privaten Großbanken, die Landesbanken und die genossenschaftlichen Spitzeninstitute verzeichneten scharfe Ergebniseinbrüche; die Sparkassen und Genossenschaftsbanken hingegen konnten im Jahr 2003 ihren Jahresüberschuss steigern und ihre Eigenkapitalrentabilität vor Steuern erhöhen. Die zuletzt genannten Institute schränkten zudem ihre Kreditvergabe insgesamt in geringerem Ausmaß ein, gleichwohl ist der Kreditzuwachs auch für sie auf einem im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau.“ (Ziff. 351)

Das deutsche Banksystem sei im internationalen Vergleich nicht nur durch niedrige Renditen, sondern auch durch hohe Filialdichte und einen hohen Anteil von Banken im Besitz der öffentlichen Hand charakterisiert. Der Bezug dieser Struktur zur Wettbewerbsintensität sei nicht eindeutig, die große Zahl an kleinen Kreditinstituten könne ein Indiz für hohen Wettbewerb, aber auch für ungenutzte Skaleneffekte sein.

„Die Konzentration auf rein wettbewerbliche Zusammenhänge reicht aber zur Beurteilung eines Bankensystems nicht völlig aus. Ein störungsfreier Bankenwettbewerb ist zwar vor dem Hintergrund der eminent wichtigen Allokationsfunktion des Bankensektors für das wirtschaftliche Wachstum bedeutsam. Zusätzlich sollte ein Bankensystem aber auch so ausgestaltet sein, dass es die Stabilität des Finanzsystems in zweierlei Hinsicht gewährleistet: Zum einen sollte es zur Vermeidung von Bankenkrisen beitragen, mit denen wegen eventueller Ansteckungseffekte hohe volkswirtschaftliche Kosten verbunden wären. Zum anderen sollte es eine unerwünschte Verstärkung konjunktureller Effekte verhindern und eine störungsfreie Transmission geldpolitischer Impulse ermöglichen (Makrostabilität). Überdies können dem Bankensystem weitere gesamtwirtschaftliche Ziele zugeordnet werden, wie es in der Tat in Deutschland der Fall ist: Dazu gehören zum Beispiel die flächendeckende Bereitstellung von Bankdienstleistungen oder die Kreditversorgung bestimmter Bevölkerungs- und/oder Unternehmensgruppen. Besteht ein solcher Zielkatalog, so muss er bei der Beurteilung eines Bankensystems ebenfalls berücksichtigt werden und zwar in dem Sinne, dass man ihn auf seine Rechtfertigung hin überprüft und analysiert, ob die gewählte Möglichkeit zur Erreichung dieser Ziele die gesamtwirtschaftlich optimale darstellt.“ (Ziff. 353)

Insgesamt ist das ein sehr abgewogener Kriterienkatalog zur Beurteilung der volkswirtschaftlichen Effizienz des Bankensektors, von einer einseitigen „Deregulierungsstrategie“ kann also keine Rede sein. Die weitere Untersuchung des Rates ergab eine Verschlechterung der Ertragslage der deutschen Banken seit 1994, die Krisenstabilität sei dennoch gegeben, die Eigenkapitalausstattung sei nicht schlechter als international üblich. Zudem hätten die deutschen Banken die Stresstests des Internationalen Währungsfonds und der Deutschen Bundesbank bestanden, was ebenfalls auf die Krisenresistenz des deutschen Systems hinweise. (Ziff. 368) Bei diesen Stresstests wurden die Kreditinstitute nach ihrer Fähigkeit befragt, die regulatorischen Vorschriften bezüglich der Eigenkapitalunterlegung auch bei schockartigen Aktienkurs- und Wechselkursänderungen, Ölpreisschocks oder hohen Risikoaufschlägen für Zinsen aus Anleihen einhalten zu können – wie verlässlich solche Eigeneinschätzungen sein können, wird nicht hinterfragt. Auch die Makrostabilität des deutschen Bankgewerbes sei gegeben; es gäbe keine handfesten Hinweise für eine Kreditklemme, auch nicht – wie häufig behauptet – bei kleinen und mittleren Unternehmen.

Aus der Analyse des deutschen Bankenmarktes ergäbe sich insgesamt kein eindeutiges Bild; die relativ hohe Zweigstellendichte und der große Anteil von Sanierungsfusionen sprächen für ungenutzte Skaleneffekte, dem stünden allerdings die von den Sparkassen und Genossenschaftsbanken realisierten Verbundvorteile gegenüber. (Ziff. 383) Zur Umstrukturierung des öffentlichen Banksektors heißt es vorsichtig:

„Durch die Öffnung von Landesbanken und Sparkassen für private Rechtsformen könnte die Grundlage für einen behutsamen Umstrukturierungsprozess gelegt werden, der jedoch letztlich in der Hand der Eigentümer und der jeweiligen Landesgesetzgeber läge.“ (Ziff. 389)

Der Rat erwartet von einer solchen Öffnung mehr Effizienz und eine stärkere „Entflechtung von Politik und Bankgeschäft“. In einer gesonderten Expertise hat der Rat im Juni 2008 dann seine Vorstellungen konkretisiert und die Trennung von öffentlichen Aufgaben und Bankfunktion bei Beibehaltung der Verbundvorteile durch das Regionalprinzip sowie die Umwandlung der Sparkassen in die Rechtsform einer Aktiengesellschaft, die sich Besitz von kommunalen Stiftungen befinden vorgeschlagen (SVR 2008a, Ziff. 244-260).

Der Rat berichtet im Jahresgutachten 2004 auch wieder über die Banken betreffende *regulatorische* Veränderungen: Der „Aktionsplan Finanzdienstleistungen“ der EU mit dem Ziel eines einheitlichen europäischen Marktes sei weitgehend umgesetzt worden, weiter sei politisch Einigkeit erzielt worden, dass der rechtliche Rahmen rascher an Veränderungen auf den Finanzmärkten angepasst werden und die Konvergenz der Finanzmarktaufsicht gefördert werden könne, und schließlich müssten kapitalmarktorientierte Unternehmen ab 2005 nach anglo-amerikanischen Regeln bilanzieren (vor allem Zeitwertbilanzierung statt Anschaffungswertbilanzierung). Hinzu kämen noch die Änderungen durch das Auslaufen der Gewährträgerhaftung und durch Basel II (SVR 2004, Ziff. 360) sowie durch das Verschwinden der traditionellen Grenzen zwischen Banken, Versicherungen und Kapitalmärkten. Diese Änderungen (die z.T. faktisch weitere Deregulierungen sind) werden zwar nicht direkt bewertet, aus dem Argumentationszusammenhang wird aber deutlich, dass sie der Rat positiv einstuft, obwohl beispielsweise die Zeitwertbilanzierung und Basel II – wie der Rat in anderem Zusammenhang und in anderen Gutachten aufgezeigt hat – die Zyklizität des Bankgeschäfts erhöhen.

Gegenüber dem dritten Konsultationspapier wären die Basel II-Vereinbarungen im Juni 2004 nur im Detail verändert worden. Von Beginn des Jahres 2006 an sollten die Kreditinstitute die neuen Regeln parallel zu den alten Eigenkapitalvorschriften anwenden, um Erfahrungen zu sammeln, ein Jahr später sollten der Standardansatz mit externem Rating und der auf interner Risiko-Bewertung (IRB) beruhende Basis-IRB-Ansatz, noch ein Jahr später der fortgeschrittene IRB-Ansatz endgültig eingeführt werden. Die für die praktischen Wirkungen wichtige Festlegung der Risikogewichte sei offen geblieben:

„Hintergrund ist die Befürchtung drastisch sinkender Eigenkapitalvorhaltungen einiger Banken, die mit einem geringeren Eigenkapitalbestand im gesamten Bankensystem verbunden wären und damit den Zielen des Basler Ausschusses entgegenstünden. Darum wurde die maximale Kapitalersparnis gegenüber dem Status quo für Institute, die die IRB-Ansätze verwenden, in den ersten Jahren nach der Einführung des neuen Standards begrenzt“ (Kasten 21 hinter Ziff. 360). „Die Regeln müssen darüber hinaus im Detail fortlaufend weiterentwickelt werden, um neuen Finanzinstrumenten gerecht zu werden. Zudem plant der Basler Ausschuss die Zulassung von höher entwickelten Systemen der Risikosteuerung, in denen Banken ihren vorgeschriebenen Eigenkapitalbedarf dadurch senken können, dass sie ihre Kreditportfolios geschickt diversifizieren. (...) In weiterer Ferne liegt die Zulassung von so genannten ‚Pre-Commitment-Ansätzen‘, die auf einen Abbau der Aufsichtsbürokratie und eine stärkere Selbststeuerung der Banken zielen.“ (ebda.)

Die Banken haben also im Verhandlungsprozess offenbar versucht, Modifikationen der ursprünglichen Regelungen durchzusetzen, um Eigenkapital sparen, und ringen mit den Aufsichtsbehörden um angemessene Risikokontrollsysteme in einem sehr innovativen Umfeld. Eine „stärkere Selbststeuerung der Banken“ und ein „Abbau der Aufsichtsbürokratie“ durch Implementation leistungsfähiger Risikokontrollsysteme scheinen zwar diskutiert worden, aber nicht mehrheitsfähig gewesen zu sein.

6 Jahresgutachten 2005

Im Jahresgutachten 2005 zeigt sich der Rat besorgt darüber, dass zwar die USA (und in deren Gefolge China) stark wachsen, Japan und Europa aber unter ihrem Potentialwachstum blieben. Die „Konzentration auf wenige sich dynamisch entwickelnde Volkswirtschaften“ könne „zu übermäßigem Kapitalimport“ in diese Länder und damit zu Überhitzungserscheinungen führen. (SVR 2005, Ziff. 86) Das weiter gewachsene Leistungsbilanzdefizit der USA macht Sorge, bei einer Umkehr der Kapitalströme könne es zu einer abrupten Abwertung des Dollar kommen. Damit verbunden wäre dann ein kräftiger Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA, weil die Anleger für die Abwertung entschädigt werden müssten und die Fed den aus der Abwertung folgenden Preisanstieg bekämpfen müsste. Die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten lägen trotz gestiegener Kurzfristzinsen auf historisch niedrigem Niveau. Gleiches gelte für Japan und im Euro-Raum, und dies sei für die aktuelle konjunkturelle Situation außergewöhnlich. (Ziff. 88) Der Rat fragt nach Ursachen. Möglicherweise trauten die Marktteilnehmer den Notenbanken zu, dass sie langfristig keine Inflation zuließen.

„Andererseits ist es durchaus möglich, dass die rückläufigen Risikoprämien ein temporäres Phänomen darstellen und mit der starken Ausweitung der Liquidität zusammenhängen, die sich

im globalen Finanzsystem im Zuge der in den letzten Jahren weltweit expansiven Geldpolitik aufgebaut hat. (...) Ein Wiederanstieg der Risikoprämie könnte zu einem Preisverfall auf den Immobilienmärkten führen. In mehreren Ländern – speziell in den Vereinigten Staaten, Großbritannien und Spanien, aber auch in Frankreich und Südkorea – waren seit einigen Jahren außergewöhnlich hohe Preissteigerungen bei Immobilien zu verzeichnen. (...) Ein deutlicher Zinsanstieg würde die Nachfrage nach Immobilien stark zurückgehen lassen. Ein anschließender Preisverfall wiederum führte dazu, dass die Hypothekenkredite der Verbraucher nicht mehr ausreichend gedeckt wären. Ein markanter Rückgang beim privaten Konsum könnte die Folge sein.“ (Ziff. 88)

Nimmt man diese Passage zusammen mit den diesbezüglich schon sorgenvollen Äußerungen in früheren Gutachten, so sieht der Rat deutlich, dass sich an den Immobilienmärkten bei der geldpolitisch gebotenen Anhebung der Zentralbankzinsen etwas „zusammenbraut“. Daraus folgen direkt angesprochene Risiken für die Expansion des privaten Konsums, aber auch – indirekt durch den Hinweis auf ungedeckte Hypothekenkredite angesprochene – Risiken für die Stabilität der Banken.

In einem gesonderten Kapitel (Ziff. 683-743) untersucht der Rat in die Veränderungen auf den internationalen Finanzmärkten. Das deutsche Finanzsystem befinde sich in einem grundlegenden Wandel hin zu einer stärkeren *Marktorientierung* wie im anglo-amerikanischen System, was Chancen zu einer Effizienzsteigerung eröffne. Ein Ergebnis der stärker marktbasierter Finanzierung sei das in der Öffentlichkeit „mitunter als beängstigend“ empfundene Auftreten von Hedge-Fonds. Auch die Sorgen von Mittelständler über eine Verschlechterung ihre Finanzierungsmöglichkeiten wegen der wachsenden Marktorientierung von Banken erwähnt der Rat und rät zu vermehrter Eigenkapitalbildung und vor allem zu einer Verbesserung der Zugangsmöglichkeiten kleinerer mittelständischer Unternehmen zu Beteiligungskapital. Insgesamt gälte es, die Modernisierung der deutschen Finanzwirtschaft fortzusetzen, um sie international wettbewerbsfähig zu halten. Da unter Modernisierung im Grundsatz mehr Marktorientierung verstanden wird, scheint in diesen Passagen (wie schon in früheren Gutachten) eine relativ skeptische Einschätzung der Leistungsfähigkeit des deutschen Bankensystems im Vergleich zum anglo-amerikanischen durch.

Ein wesentliches Moment der Finanzmarktmodernisierung sei die in den vergangenen Jahren verstärkte Platzierung des Ausfallrisiko von Krediten über *Kreditderivate* am Kapitalmarkt, so dass die Kreditkonditionen der Banken stärker als früher durch die Finanzmärkte beeinflusst würden. Der Rat stellt konkret Kreditausfallversicherungen vor:

„Kreditderivate und -verbriefungen sind Finanzierungsinstrumente, die eine Separierung des Kreditrisikos und des Finanzierungsvorgangs erlauben. Sie zielen darauf ab, das abgetrennte Kreditrisiko handelbar zu machen. Die gebräuchlichste Form sind Credit Default Swaps (CDS), die einen Anteil von rund 40 vH am Gesamtmarkt für Kreditrisikotransfer ausmachen. Die Sicherung kann sich dabei entweder auf einzelne Kreditrisiken, oder, wie im Fall von Verbriefungsprodukten, auf ein Portfolio von Einzeltiteln beziehen. Im zweiten Fall kann durch eine Zerlegung in einzelne Tranchen eine differenzierte Aufteilung des Gesamtrisikos auf verschiedene Gruppen von Sicherungsgebern erreicht werden.“ (Ziff. 688) Es sei zu erwarten, „dass insbesondere der CDS-Markt eine zunehmend wichtige Rolle als Indikator für die Entwicklung von Kreditrisiken spielen wird. Dies wird sich auf die Beziehung zwischen Unternehmen und ihren Banken auswirken, da mit der weiteren Entwicklung der Märkte für Kreditderivate und -verbriefungen zunehmend vergleichbare, kontinuierliche Marktpreise für Risiken aus Bankkrediten verfügbar sein werden, die somit eine verbesserte risikogerechte Kreditbepreisung erlauben.“ (ebda.)

Im Rückblick betrachtet erscheint diese Erwartung erstaunlich, denn gerade die Kreditderivate und -verbriefungen erwiesen sich nach dem Zusammenbruch des Vertrauens auf den Finanzmärkten als „toxische“ und illiquide, also nicht mehr handelbare Papiere. Zuvor war der Handel mit diesen Instrumenten indes geradezu explodiert, so dass die Hoffnung auf liquide Märkte gerechtfertigt zu sein schien. Zur damaligen Zeit setzte der Rat nicht zuletzt wegen solcher Evidenz noch große Hoffnungen darauf, dass diese „marktbasierter“ Techniken Effizienz, Transparenz und Stabilität der Finanzmärkte *erhöhen* würden. Risiken würden effizienter verteilt und durch Nutzung des dezentralen Wissens der Marktteilnehmer besser bewertet werden können. Der Rat erwartete, durch Kreditverbriefungen würden die Banken

„in die Lage versetzt, ihre Risiken besser zu diversifizieren und sozusagen die ‚Umschlagshäufigkeit des Kapitals‘ zu erhöhen, das heißt, sie können bei konstanter Eigenkapitalbasis die Anzahl der Kreditbeziehungen ausweiten. Im Falle des Verkaufs von Kreditrisiken können das frei-

gesetzte (regulatorische und ökonomische) Eigenkapital und die gegebenenfalls zufließende Liquidität genutzt werden, um zum Beispiel zusätzliche Kredite zu vergeben. Im Zuge der Entwicklung der Märkte für Kreditverbriefungen ist somit nicht nur eine stärkere Abhängigkeit der Kreditkonditionen von Marktentwicklungen, sondern auch eine Ausweitung des Finanzierungsspielraums der Banken zu erwarten.“ (Ziff. 688)

Kombiniert man dieses Argument (= Ausweitung des Geldschöpfungsmultiplikators der Geschäftsbanken) und die vom Rat als sehr expansiv eingeschätzte Geldpolitik der Zentralbanken, so läge eigentlich eine kritische Reflexion gesamtwirtschaftlicher Wirkungen dieser Liquiditätsschwemme nahe, der Rat stellt hier aber nur auf die bankbetriebswirtschaftlichen Möglichkeiten, nicht auf potentielle gesamtwirtschaftliche Folgen ab.

Durch die starken Kursrückgänge an den Aktienmärkten in den Jahren 2001 bis 2003 sowie das Auftreten zahlreicher Fälle „skandalöser Unternehmensführung und Bilanzfälschungen“ hätten Bemühungen, mehr Transparenz herzustellen, an Gewicht gewonnen, „da die Kapitalmarktteilnehmer insgesamt bestrebt sein müssen, verloren gegangenes Vertrauen der Anleger zurück zu gewinnen.“ (Ziff. 691) Die hier durchscheinende Hoffnung auf Katharsis übersieht die *Rationalitätenfalle*: Die Kapitalmarktteilnehmer müssten insgesamt tatsächlich ein Interesse daran haben, dass das Vertrauen der Anleger zurückkehrt, für den einzelnen Gläubiger ist allerdings häufig die nicht ganz wahrheitsgemäße Informierung der Geldgeber von Vorteil. Dass der stärkere Focus der Unternehmensführungen auf die Entwicklung der Aktienkurse wegen fataler Anreizstrukturen (Boni für Kursanstiege) auch weiterhin bis zu Bilanzfälschungen führen kann, wird nicht in Erwägung gezogen; die in diesen Fällen übliche Betrachtung von Principal-Agent-Problemen und Informationsasymmetrien wird ausgeblendet, wohl um die im Grundsatz positive Bewertung der „Annäherung kontinentaleuropäischer Standards an mehr angelsächsisch geprägte Corporate Governance-Vorstellungen“ durch den Rat nicht zu gefährden. Diese Annäherung habe vielfältige Auswirkungen auf die Unternehmenspraxis:

„Zunächst ist die zunehmende Ausrichtung der Unternehmen auf eine langfristige und nachhaltige Wertschöpfung im Anlegerinteresse zu nennen. Darüber hinaus sind eine steigende Bedeutung erfolgsabhängiger Vergütungsstrukturen (oftmals bereits für das mittlere Management), höhere Anforderungen an Transparenz und Vergleichbarkeit in der Rechnungslegung sowie eine verbesserte Qualität und adressatengerechtere Aufbereitung der Unternehmensberichterstattung zu verzeichnen.“ (Ziff. 691)

Diese Liste liest sich im Rückblick wie eine Zusammenstellung unerfüllter Wünsche: Das Anlegerinteresse gerade institutioneller Investoren richtete sich offenbar weniger auf die langfristige und nachhaltige Wertschöpfung, sondern auf kurzfristige Erträge; die erfolgsabhängigen Vergütungen degenerierten in der Praxis (wie der Rat dann im Juni 2008 in seiner Expertise zum deutschen Finanzsystem feststellen wird) häufig zur Umverteilung in die Taschen des Managements ohne erkennbare nachhaltige Gegenleistung für die Eigentümer; die adressatengerechte Aufbereitung von Unternehmensberichten hatte häufig mehr mit Public Relations als mit Transparenz zu tun.

Die Vor- und Nachteile von marktbasierter und bankbasierter Unternehmensfinanzierung werden vom Rat tabellarisch-zusammenfassend gegenübergestellt. Bei der marktbasierter Finanzierung werden nur Aktien und Unternehmensanleihen als Beispiele genannt, nicht etwa strukturierte Produkte. Wohl deshalb kommt der Rat zu der Einschätzung, dass die marktbasierter Finanzierung Vorteile bei der Transparenz und der Liquidität hat. Erstaunen muss auch, dass der Rat eine „bessere Reaktion auf systemische Schocks“, also mehr Stabilität annimmt, obwohl er bei der Frage der Allokationseffizienz schreibt, „temporäre Fehlbewertungen durch Herdenverhalten und Blasenbildung“ seien möglich. (Tab. 48 nach Ziff. 693)

Der Rat geht ausführlich auf Private Equity und Hedge-Fonds ein:

„**Private Equity** (Hervorhebung im Original) hat sich als Oberbegriff für alle Formen des privaten Beteiligungskapitals etabliert. Diese Beteiligungsgesellschaften wählen Unternehmen nach unterschiedlichen Kriterien aus, an deren Eigenkapital sie sich auf mittelfristige Sicht, häufig für einen Zeitraum von vier bis sieben Jahren, beteiligen. Kapitalgeber sind hauptsächlich institutionelle Investoren sowie vermögende Privatpersonen. Je nach Reifegrad der Unternehmen, in die sie investieren, lassen sich Venture Capital-Gesellschaften und Private Equity-Gesellschaften unterscheiden. Erstere beteiligen sich an jungen Unternehmen in der Gründungs- und Wachstumsphase, letztere an reifen oder sanierungsbedürftigen Gesellschaften.“ (Ziff. 695).

„Im Gegensatz zu Private Equity-Gesellschaften, die sich in der Regel mehrere Jahre engagieren und wesentlichen Einfluss auf die strategischen Entscheidungen der Unternehmensleitung nehmen, zeichnen sich **Hedge-Fonds** (Hervorhebung im Original) traditionell durch einen kurzfristigeren Planungshorizont aus. Sie investieren fast ausschließlich in börsennotierte Unternehmen, um Kursgewinne zu erzielen. Im Unterschied zu den meisten Investmentfonds sagen Hedge-Fonds ihren Anlegern eine von den Marktentwicklungen unabhängige Rendite zu.“ (Ziff. 696)

Eine allgemeingültige Definition von Hedge-Fonds gäbe es nicht, der Begriff erkläre sich ursprünglich daraus, dass diese Fonds zur Risikoabsicherung von Wertpapierpositionen und zur Erzielung von Gewinnen unabhängig von allgemeinen Marktbewegungen entwickelt wurden. Heute zeichneten sich diese Fonds vor allem dadurch aus, dass sie im Gegensatz zu anderen Fonds keinerlei rechtlichen Beschränkungen unterlägen. Sie könnten alle Arten derivativer Finanzinstrumente einsetzen, Leerverkäufe – also Verkäufe von Wertpapieren per Termin, ohne bei Vertragsabschluss in deren Besitz zu sein – tätigen und durch große Kredithebel (=Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital) die Eigenkapitalrendite vergrößern (Ziff. 696).⁵ Die allgemeine Beurteilung der Fonds ist sehr positiv:

„Hedge-Fonds tragen in der Regel zur Effizienz der Finanzmärkte bei, indem sie den Preisbildungsprozess unterstützen. Sie dienen der Vervollständigung der Märkte. Sie erweitern die Diversifikationsmöglichkeiten der Anleger und sind – besser als andere Marktteilnehmer – in der Lage höhere Risiken zu übernehmen. Dies zeigt sich insbesondere auf dem Markt für Kreditverbriefungen, auf dem Hedge-Fonds häufig auf der Käuferseite auftreten. Zudem tragen sie signifikant zur Erhöhung der Liquidität der Märkte bei.“ (Ziff. 697)

Der Rat untersucht aber auch Risiken, die sich durch das Auftreten der Private Equity Gesellschaften beziehungsweise der Hedge-Fonds ergeben. Risiken bei Anlegern weist er mit Hinweis darauf zurück, dass sich nur sehr vermögende Privatpersonen an solchen Fonds beteiligten, welche die Risiken kennen würden und auch tragen könnten. Risiken für die gekauften Beteiligungsunternehmen von Private Equity Gesellschaften wären Zerschlagung und Verkauf der „Filetstücke“ zur Realisierung stiller Reserven sowie *Kurzfristorientierung*. Der Rat weist beide Argumente mit Hinweis auf die Effizienz der Kapitalmärkte zurück:

„Bei effizienten Aktienmärkten wird sich eine Unternehmensstrategie, die kurzfristig Verluste, langfristig aber hohe Profite verspricht, im heutigen Aktienkurs niederschlagen, da dieser die erwarteten zukünftigen Gewinne des Unternehmens bewertet. Ist die langfristige Strategie tatsächlich die profitablere, so hat jeder Finanzinvestor, unabhängig vom seinem eigenen Anlagehorizont, ein Interesse daran, diese zu unterstützen, denn sie ist in diesem Fall auch kurzfristig die profitablere Strategie.“ (Ziff. 700)

Das Management des gekauften Unternehmens wehre sich gegen den Einfluss der Investoren, weil es andere Interessen habe. Dieser übliche Konflikt zwischen Management und Eigentümer würde nur stärker zu Tage treten,

„wenn Aktionäre höhere Renditen verlangen. Die Verschiebung der Aktionärsstruktur hin zu einer stärkeren Orientierung am Unternehmenswert (shareholder value) erhöht den Druck auf das Management und schränkt die Freiräume ein. Von einer systematischen Verkürzung des Investitionshorizonts der Unternehmen ist in der Regel hingegen nicht auszugehen.“ (Ziff. 701)

Der Rat setzt sich auch mit dem Argument auseinander, die Private Equity-Fonds würden durch den hohen Grad der Kreditfinanzierung die Unternehmen der *Gefahr der Überschuldung* aussetzen. Der Eigenkapitalanteil im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung liege in der Regel in der Tat lediglich bei 20 bis 30 vH, die restliche Finanzierung werde von internationalen Banken bereitgestellt. Der Rat argumentiert, dass eine Überschuldung kaum im Interesse des Finanzinvestors liegen könne, da sie den erzielbaren Verkaufspreis drücken würde, und ohne eine hohe Verschuldung sei

⁵ Die Definition des Rates setzt an eher formalen Kriterien an. Ökonomisch aufschlussreicher ist, dass Hedge-Fonds-Manager in der Regel einen großen Teil ihres eigenen Vermögens in den eigenen Fonds investieren (was die Prinzipal-Agent-Problematik entschärft), und dass der Anlegerkreis sehr klein (und vermögend) ist und die „Philosophie“ des Fonds aus Überzeugung mitträgt.

keine „ausreichend hohe“ Eigenkapitalrendite zu erzielen. Diese sei erforderlich, da von vornherein „eine hohe Unsicherheit über den späteren Veräußerungsgewinn der Beteiligungen und zugleich ein hohes Risiko des Scheiterns der Private Equity-Gesellschaft selbst“ bestehe (Ziff. 702). Die hohen Fremdkapitalanteile würden zudem eine disziplinierende Wirkung auf das Management ausüben. Diese grundsätzliche Einschätzung wird dann mit Hinweis auf Einzelfälle zwar etwas relativiert, aber es bleibt in der Summe ein sehr positives Urteil.

Auch Befürchtungen über einen rabiaten *Arbeitsplatzabbau* durch die Finanzinvestoren tritt der Rat wieder mit Markteffizienz-Argumenten entgegen: Ein Zielkonflikt zwischen hoher Rendite und hoher Beschäftigung bestehe allenfalls kurzfristig, langfristig könnten nur dauerhaft ertragsstarke Unternehmen einen hohen Beschäftigungsstand halten oder ausbauen. Durch Private Equity könnten sogar neue Arbeitsplätze geschaffen werden, wenn neue Geschäftsideen realisiert würden. Stehe hingegen

„in Unternehmen ohnehin ein Beschäftigungsabbau an – zum Beispiel, weil in der Vergangenheit notwendige Anpassungen versäumt wurden oder zu wenig auf die Steigerung des Unternehmenswerts geachtet wurde – so können die Arbeitsplatzverluste nur bedingt den Finanzinvestoren zur Last gelegt werden – im Gegenteil: Das Auftreten der Finanzinvestoren führt gerade dazu, dass ohnehin notwendige Anpassungen durchgeführt werden.“ (Ziff. 703)

Der Rat fragt abschließend nach Risiken, die sich insbesondere durch Hedge-Fonds für die *Finanzmarktstabilität* ergeben könnten; solche Risiken würden in den internationalen Aufsichtsgremien insbesondere seit dem Zusammenbruch des Hedge-Fonds „Long Term Capital Management“ (LTCM) im Jahr 1998 diskutiert. Diese Ausführungen ergeben ein deutlich kritisches Bild, weil Risiken für die Finanzmarktstabilität diskutiert werden:

„Ein wichtiger Kanal, über den sich der Zusammenbruch eines Hedge-Fonds auf das Finanzsystem übertragen könnte, stellt die direkte Beziehung zu den ‚Prime Brokers‘ und anderen Kreditinstituten dar. Ein ‚Prime Broker‘ hält Kreditlinien für den Hedge-Fonds bereit, wickelt seine Handelstransaktionen ab und ist zudem als wichtiger Investor am Risiko beteiligt. Im Fall von Liquiditätsengpässen und drohender Insolvenz eines Hedge-Fonds könnten auch diese Gegenparteien, welche die Positionen des Hedge-Fonds finanziert haben, in Schwierigkeiten geraten. Zwar sind diese Kredite oftmals besichert, aber die Werthaltigkeit dieser Sicherheiten kann in der Krise deutlich sinken; mangelnde Transparenz kann zudem bestehen, wenn mehrere Kreditgeber beteiligt sind und beispielsweise nicht gewährleistet werden kann, dass dieselben Sicherheiten nicht mehrfach verwendet werden.

Der zweite Kanal ist die Ausbreitung über die Märkte. Bricht etwa ein bestimmtes Marktsegment ein, weil ein Hedge-Fonds große Positionen liquidieren muss, so kann sich dies auf andere Märkte übertragen und weitere Akteure beeinträchtigen. In einem stabilen Marktumfeld tragen Hedge-Fonds zu einer Erhöhung der Liquidität bei; unter Stressbedingungen können Hedge-Fonds allerdings – dadurch, dass sie gezwungen sind, Positionen zu verkaufen – zu einem stärkeren Preisverfall beitragen. Das hohe Wachstum der Hedge-Fonds-Branche könnte dieses Problem verschärfen, da Hedge-Fonds auf der Suche nach Rendite in weniger liquide Märkte vordringen und gezwungenermaßen ähnliche Strategien verfolgen – ein Phänomen, das man mit ‚crowded trades‘ bezeichnet.“ (Ziff. 705)

Da systemische Risiken stets nur unter Stressbedingungen virulent werden, läge es eigentlich nahe, das Auftreten der Hedge-Fonds als risikosteigernd einzustufen. Der Rat kommt dennoch zu keinem eindeutigen Urteil. Für ein vermindertes systemisches Risiko spräche, dass die Kreditgeber der Hedge-Fonds heute sehr viel bessere Risikomanagementsysteme besäßen als noch vor wenigen Jahren und der Hebel deshalb abgenommen habe – hier scheint wieder das große Vertrauen des Rates in diese Systeme durch. Auf der anderen Seite gäbe es Hinweise auf höhere Risiken, weil sich die Strategien der Fonds annähern würden. Diese Risiken könnten sich noch verstärken, „wenn die Handelsabteilungen der Kreditinstitute diese ebenfalls übernehmen.“ (Ziff. 705) Auf nationaler Ebene bestehe kein Handlungsbedarf, die Aktivitäten der Hedge Fonds zu regulieren, vordringlich seien aber international zu diskutierenden Regulierungsmaßnahmen zur Verbesserung der Markttransparenz:

„Eine deutliche Verbesserung der Transparenz des Hedge-Fonds-Markts würde den Finanzmarktteilnehmern eine bessere Risikoeinschätzung ermöglichen, das mit der Kreditvergabe an Hedge-Fonds verbundene Risiko berechenbarer machen und somit zu einer höheren Finanzstabilität beitragen.“ (Ziff. 711)

Der Rat hält eine privatwirtschaftliche Initiative (Corrigan-Report 2005) für mehr Transparenz für praktikabel, bei der die Hedge-Fonds den Gegenparteien „auf vertraulicher Basis grundsätzlich alle Daten zur Verfügung stellen, die zur Einschätzung des Kreditrisikos notwendig sind.“ (Ziff. 712) Dass das wegen Informationsasymmetrien zum Missbrauch einladen kann, wird nicht thematisiert. Zudem ist zu bezweifeln, dass die Hedge-Fonds substantielle Einblicke gewähren können, denn ihr Erfolg beruht ja gerade darauf, dass ihre Strategie für Außenstehende nicht erkenn- und kopierbar ist.

Eine andere Möglichkeit der Kontrolle könne die Erschwerung der Kreditvergabe an Hedge-Fonds durch Banken sein. Der Rat warnt hier vor nationalen Alleingängen und beschwichtigt: „Allgemein werden sowohl die derzeitigen als auch die zukünftigen bankaufsichtsrechtlichen Vorschriften im Rahmen von Basel II als ausreichend angesehen.“ (Ziff. 713) Nationale Regulierungen würden ohnehin kaum greifen, weil die große Mehrzahl der Hedge-Fonds in Offshore-Zentren ansässig sei (der Rat weist an dieser Stelle nicht darauf hin, dass die Handelsaktivitäten aber dennoch in New York und London konzentriert sind). International koordinierte Regulierungsmaßnahmen zur Erhöhung der Transparenz seien ausdrücklich zu begrüßen, und zwar wegen der „wenig wahrscheinlichen, im Ernstfall aber folgenschweren Gefährdung der Finanzstabilität“ durch Zusammenbrüche von Hedge-Fonds. (Ziff. 714)

Diese Politikempfehlung verdeutlicht, dass sich der Rat vorrangig darum sorgt, dass die Chancen der marktbasierenden Instrumente in Deutschland unzureichend genutzt werden könnten, und er ermuntert die Politik daher zu weiteren Liberalisierungsschritten – Risiken für die Finanzmarktstabilität wurden dagegen relativ abstrakt thematisiert und für eher unwahrscheinlich eingestuft. Da sich die Schadensbedeutung als Produkt von Eintrittswahrscheinlichkeit und zu erwartender Schadenssumme errechnet, ist der ausschließliche Verweis auf die Eintrittswahrscheinlichkeit eigentlich wenig zweckmäßig. Allerdings waren die Vorstellungen von der zu erwartenden Schadenssumme im Jahr 2005 auch noch sehr weit von den Summen entfernt, die dann 2008/2009 zu beklagen waren; beim zusammengebrochenen Hedge-Fonds LTCM ging es nicht um Billionen, sondern um einen niedrigen Milliardenbetrag.⁶ Der Rat beschließt seine Ausführungen über die Veränderungen auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten wie folgt:

„Ein funktionierendes, wettbewerbsorientiertes Bankensystem und ein innovativer Kapitalmarkt stellen eine wichtige Wachstumsvoraussetzung und einen integralen Bestandteil für eine Verbesserung der Unternehmensfinanzierung dar. Aus diesem Grund sind die neueren Gesetzesinitiativen der Bundesregierung zur Finanzplatz-Förderung sowie die rasche Umsetzung entsprechender EU-Vorgaben zu begrüßen. Die Politik sollte den Kurs der Liberalisierung und Modernisierung des deutschen Finanzplatzes zügig fortsetzen, um die Chancen von neuen Finanzinstrumenten nutzbar zu machen.“ (Ziff. 743)

7 Jahresgutachten 2006

Im Jahresgutachten 2006 konstatiert der Rat eine trotz stark gestiegener Energiepreise robuste Weltkonjunktur. In den USA sei der Anstieg der Immobilienpreise zum Stillstand gekommen, zuletzt habe sich sogar ein leichter Rückgang gezeigt. Die Lage wird aber nicht als kritisch im Sinne des Platzens einer Spekulationsblase eingeschätzt, im Ausblick für 2007 wird sogar eine Erholung der Immobilienmärkte für möglich erachtet. (SVR 2006, Ziff. 122)

Der Rat widmet den schon in den Vorjahren verschiedentlich angesprochenen weltweiten Ungleichgewichten ein eigenes Kapitel. Das *Leistungsbilanzdefizit* der USA sei 2006 weiter gewachsen, besonders große Überschüsse hätten Japan und China, viele Ölförderländer sowie Deutschland erzielt. Die Ursache des Defizits läge nicht wie verschiedentlich behauptet in zu hohen asiatischen Sparraten, sondern in den USA, wo eine „ungewöhnlich expansive Geldpolitik und Fiskalpolitik“ (Ziff. 152) zu einem Immobilienboom und einer ungewöhnlich hohen Neuverschuldung der privaten Haushalte geführt habe. Diese Politik wäre durch die dadurch normalerweise bewirkte Abwertung des Dollar eigentlich rasch an Grenzen gestoßen, aber die asiatischen Zentralbanken hätten die Abwertung durch Dollarkäufe (= Erhöhung ihrer Devisenreserven) verhindert. Auf diese Weise sei es zu einer Transmission der expansiven US-amerikanischen Wirtschaftspolitik auf die Weltwirtschaft gekommen – der Rat erwähnt diesen Mechanismus erstmals und bezeichnet ihn treffend als

⁶ Trotz der vergleichsweise geringen Kreditbeträge wurden damals systemische Risiken für die Finanzmärkte gesehen, die die Fed und die kreditgebende Banken zu ungewöhnlichen Interventionen veranlasste. Eine ausführliche Darstellung und Bewertung der LTCM-Krise findet sich in President's Working Group (1999).

ein „globales Konjunkturprogramm“ (Ziff. 154). Aus dem so nach oben getriebenem Ölpreis hätten sich Leistungsbilanzüberschüsse der Ölexportländer ergeben, weil deren Importe auf die gestiegenen Einnahmen wie üblich erst mit Verzögerung reagiert hätten. Der Einnahmeüberschuss sei „vorwiegend in Portfolioanlagen und festverzinslichen Wertpapieren“ investiert worden (Ziff. 189), was zusammen mit der Anlage der Währungsreserven der asiatischen Überschussländer auf den Kapitalmärkten zu dem weltweit niedrigen langfristigen Zinsniveau beigetragen habe.

Der Rat beklagt, dass genauere Aussagen über die Anlagenpolitik der Überschussländer nicht möglich seien; rund 70 % der von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) erhobenen kumulierten Auslandsinvestitionen könnten keinem Investitionsstaat zugeordnet werden, früher sei dieser Anteil deutlich niedriger gewesen.

„Verantwortlich hierfür ist in erster Linie die Tatsache, dass Finanzgeschäfte früher hauptsächlich über Banken abgewickelt wurden, während heute zumeist mehrere Finanzintermediäre, häufig in London oder in Offshore-Zentren, eingeschaltet werden. Die Folge ist, dass die Herkunft der Finanzströme kaum noch nachvollziehbar ist und dass das Anlagevolumen der Ölexportländer systematisch unterschätzt wird. Darüber hinaus gibt es Hinweise, dass die Finanzanlagen dieser Länder insgesamt stärker diversifiziert werden. So dürften die Ölexporterinnahmen auch in *Hedge-Fonds* und in *Private Equity-Fonds* angelegt werden, die keine Informationen über die Kapitalgeber bereitstellen.“ (Ziff. 189; kursive Hervorhebung im Original)

Die wachsende Komplexität der Transaktionen auf den internationalen Kapitalmärkten und das verstärkte Auftreten nichtregulierter privater und staatlicher Akteure hätten zu größerer Intransparenz geführt. Bedenkt man, welche hohe Bedeutung der Rat immer wieder der Transparenz für die Effizienz und Stabilität der Finanzmärkte beigemessen hat, so wären in diesem Kontext eigentlich Hinweise auf Risiken, die sich aus dieser Intransparenz für die Stabilität des Finanzsystems ergeben könnten, zu erwarten, sie finden sich aber nicht.

Nach der Klärung der Ursachen des Leistungsbilanzdefizits der USA wirft der Rat die Frage auf, ob es „tragfähig“ sei. Langfristig sei dies eindeutig *nicht* der Fall. Dass die Märkte es bisher problemlos finanziert hätten, sei kein Indiz dafür, dass dies auch künftig so bliebe, denn Anpassungsreaktionen auf Märkten erfolgten „häufig sehr spät, dann aber äußerst abrupt“ (Ziff. 195), was mit erheblichen realwirtschaftlichen Friktionen verbunden sein könne. Diese sehr deutliche, nicht konditionierte Aussage überrascht, weil solche Marktreaktionen kaum mit der Markteffizienzthese zu vereinbaren sind, auf die sich der Rat in früheren Gutachten stützte. Der Rat führt dann Gründe dafür an, warum sich das Leistungsbilanzdefizit seiner Meinung nach schrittweise zurückbilden werde: Die *Verschuldungsbereitschaft* der Konsumenten stoße an Grenzen. Für eine deutliche Anpassung beim US-Leistungsbilanzdefizit reiche es schon aus,

„wenn sie nicht mehr bereit oder in der Lage sind, sich bei einer laufenden Ersparnis von nahe Null in hohem Maße für Immobilienkäufe weiter zu verschulden. Dass sich die privaten Haushalte auch in den nächsten Jahren mit einem sehr geringen Eigenkapitaleinsatz, das heißt gleichsam als *Hedge-Fonds*, massiv im Immobilienbereich engagieren werden, ist jedoch wenig wahrscheinlich.“ (Ziff. 203, kursive Hervorhebung im Original)

Da der Anstieg der *Immobilienpreise* inzwischen einem Rückgang gewichen sei, sei es zudem – anders als in den vorangegangenen Jahren –

„kaum noch attraktiv, Immobilien mit einem sehr hohen Fremdfinanzierungsanteil zu erwerben und darauf zu hoffen, dass eine Tilgung vor allem durch den realisierten Wertzuwachs erfolgen kann. Diese in den Vereinigten Staaten zunehmend verbreitete Praxis wurde durch eine Reihe innovativer Hypothekendarlehen gefördert, bei denen auf eine Tilgungsleistung verzichtet (*Interest only Mortgages*) oder sogar ein zeitweiser Anstieg des Rückzahlungsbetrags (*Pay Option Mortgages*) in Kauf genommen wurde.“ (ebda., kursive Hervorhebung im Original)

Durch die „*Normalisierung der Zinspolitik*“ sei es schließlich auch zu einer Verteuerung der Kreditaufnahme gekommen. Weil sich dadurch der Schuldendienst der privaten Haushalte erhöht habe, erwartet der Rat eine sinkende Bereitschaft der Banken, neue Kredite zu vergeben. Da die Verschuldungsbereitschaft der Haushalte und die expansive Zinspolitik der Notenbank als Triebkräfte des Leistungsbilanzdefizits künftig wegfiehl, würde es sich schrittweise zurückbilden. Im Rückblick betrachtet fällt auf, dass die erheblichen Risiken sogenannter „innovativer Hypothekendarlehen“ für

die Schuldenlast der Haushalte bei steigenden Zinsen vom Rat offenbar noch nicht gesehen, jedenfalls nicht thematisiert wurden.

Wegen der in vielen Ländern boomenden Immobilienmärkte behandelt der Rat ausführlich die Risiken der *Blasenbildung* bei Vermögenspreisen, allerdings vor allem mit Blick auf die Konsequenzen für die Geldpolitik. Die hohe Volatilität von Vermögenspreisen sei ein Kennzeichen der letzten beiden Jahrzehnte gewesen. Es habe kräftige Anstiege und Rückgänge, mit teilweise schwerwiegenden realwirtschaftlichen Auswirkungen gegeben, „beispielsweise Ende der achtziger Jahre am Immobilienmarkt in Japan sowie zehn Jahre später im Zuge des New Economy-Booms an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten und Europa“ (Ziff. 261). Das Platzen einer Vermögenspreisblase könne die Stabilität des Finanzsystems bedrohen, Zentralbanken müssten deshalb ein Interesse daran haben, solche Blasen rechtzeitig zu identifizieren. Mit Verweis auf empirische Untersuchungen argumentiert der Rat, dass eine sorgfältige monetäre Analyse der EZB helfen könne, Systeminstabilitäten rechtzeitig zu erkennen:

„Bei gemeinsamer Betrachtung verschiedener monetärer und finanzieller Variablen (im Original durch Fettdruck hervorgehoben, HW) können insbesondere diejenigen Vermögenspreisblasen, die in Finanzkrisen münden, recht gut erkannt werden. In einer Reihe von Studien, die Regelmäßigkeiten im zeitlichen Umfeld von zuvor identifizierten Vermögenspreisblasen untersuchen, erweist sich als einzelner Indikator insbesondere das Volumen der aggregierten Kreditvergabe, oder genauer dessen Abweichung vom früheren Trend, als guter Vorlaufindikator für krisen-trächtige Vermögenspreisentwicklungen (...). Neben einem starken realen Kreditwachstum sind ein gleichzeitig auftretendes, deutlich erhöhtes reales Geldmengenwachstum sowie eine äußerst kräftige Investitionstätigkeit – beides ebenfalls am langfristigen Trend gemessen – typische Merkmale der Entwicklung einer Vermögenspreisblase ...“ (Ziff. 256).

Mit diesen Indikatoren könne man (der Rat verweist auf eine empirische Studie von Borio und Lowe 2004) drei Viertel der Krisen mit einem zeitlichen Vorlauf von vier bis fünf Jahren richtig vorhersagen. Vor diesem recht optimistischen Literatur-Hintergrund plädiert der Rat zwar für die Beibehaltung der 2-Säulen-Strategie der EZB (Beobachtung der Entwicklung von Geldmenge *und* Inflation), aber – wegen der Indikatorqualitäten für die Identifikation von Vermögenspreisblasen – auch für eine „Neujustierung“ zugunsten von monetären Inflationsprognosen statt eines Geldmengenreferenzwertes (Ziff. 259). Aus heutiger Sicht betrachtet fällt auf, dass die genannten Kriterien für Vermögenspreisblasen (starkes Wachstum der Kredite, der Geldmenge, kräftige Investitionstätigkeit) zumindest für die USA im Jahr 2006 offensichtlich schon mehr oder weniger deutlich zutrafen, der Rat darauf aber nicht einging. Erstaunen muss auch, mit wie wenig Distanz der Rat Studien referiert, die behaupten, man könne Finanzkrisen im Vorhinein und sogar mit mehrjährigem Vorlauf „recht gut“ erkennen – moderne ökonometrische Identifizierungsverfahren sind zwar technisch sehr leistungsfähig, aber erfahrungsgemäß ähnlich kalibrierungsanfällig wie komplexe Risikokontrollverfahren in Banken. Die Kalibrierung erfolgt häufig mangels empirischer Alternativen bewußt so, dass „ex post“-Prognosen (also Prognosen im Datenstützbereich der Modelle) gut gelingen, die Übertragung dieser Prognose-Erfolgsquoten auf echte Prognosen (Prognosen außerhalb der Modell-Erfahrung, „ex ante“) ist in der Regel sehr problematisch.

Die Entwicklung der *Immobilienpreise in den Euro-Ländern* sei in den letzten Jahren recht unterschiedlich verlaufen, was unter anderem mit Unterschieden in der Liberalisierung der Finanz- und Hypothekenmärkte in den achtziger und neunziger Jahren zu erklären sei,

„die den Zugang zu den Kreditmärkten sowohl für private Haushalte als auch für institutionelle Investoren erleichterte und zu deutlich transparenteren und liquideren Immobilienmärkten geführt hat. Damit öffneten sich die Märkte für die Immobilie als Anlageobjekt, was etwa im Vereinigten Königreich, Spanien, Finnland und Schweden mit zunehmenden Umsätzen, Preissteigerungen aber auch stärkeren Preisschwankungen am Immobilienmarkt einherging. Deutschland hingegen behielt die strengen Anforderungen an den Hypothekensektor bei und zeichnet sich deshalb noch immer durch einen vergleichsweise starren Immobilienmarkt aus.“ (Kasten 15 hinter Ziff. 264)

Die größeren Preisschwankungen in Ländern „mit marktbasierteren Finanzsystemen“ als in Ländern mit „bankdominierten Systemen“ seien

„darauf zurückzuführen, dass die Kreditfinanzierungsmöglichkeiten dort stärker an die Immobilienpreisentwicklung gekoppelt sind. Gleichzeitig tragen die typischerweise verwendeten Hypo-

thekeverträge mit variabler Zinsbindung auch zur höheren Volatilität der Immobilienpreise bei.“ (ebda.)

Wie weit dies vernünftig ist, wird nicht gefragt, im Rückblick muss auch erstaunen, dass der Rat deutlich „transparentere und liquidere Immobilienmärkte“ als Folge der Finanzmarktliberalisierung erkennt und indirekt den vergleichsweise „starren“ deutschen Immobilienmarkt beklagt.

Der Rat stellt in kompakter Form die Bildung einer Vermögenspreisblase dar:

„Anhaltende Preissteigerungen von Vermögenswerten können unterschiedliche Ursachen haben. So können diese einerseits eine Erhöhung des sogenannten Fundamentalwerts der Vermögensgegenstände – allgemein definiert als der Barwert aller zukünftigen (Netto-)Zuflüsse – widerspiegeln. Andererseits kann der Vermögenspreisanstieg aber auch durch nicht fundamentale Faktoren hervorgerufen werden. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn eine steigende Anzahl von Marktteilnehmern in Aktien oder Immobilienvermögen investiert, weil sie mit einem anhaltenden Anstieg der Aktienkurse oder Immobilienpreise rechnen. Diese Preissteigerungserwartungen können zwar zunächst durchaus eine erwartete Erhöhung der fundamentalen Erträge widerspiegeln, bei weit verbreiteten optimistischen Erwartungen und durch die steigende Anzahl an Käufern wird der Preisanstieg allerdings beschleunigt, so dass sich die Marktpreise letztlich immer weiter von den fundamentalen Bestimmungsgrößen entfernen; es kommt zur Bildung einer spekulativen **Preisblase** (Hervorhebung im Original, HW). Im Gegensatz zur früheren Literatur, bei der argumentiert wurde, dass die Aktionen rationaler Wirtschaftssubjekte grundsätzlich preisstabilisierende Wirkungen entfalten ..., zeigen neuere theoretische Arbeiten, dass eine solche Blasenbildung auch unter Annahme rationaler Erwartungen auftreten kann. Liegt eine spekulative Preisblase vor, wird die Entwicklung der Vermögenspreise zunehmend fragil: Sobald die Wirtschaftssubjekte ihre Fehleinschätzung erkennen oder negative Informationen veröffentlicht werden, kommt es zu panikartigen Verkäufen und starken Preisrückgängen, dem Platzen der Blase.“ (Ziff. 265)

Mit der Aussage, dass sich spekulative Blasen auch unter der Annahme rationaler Erwartungen bilden können, rückt der Rat erstmals grundsätzlich von der Vorstellung ab, bei hinreichender Transparenz ergäben sich auf Kapitalmärkten stets effiziente Lösungen. Da es sich um sehr allgemeine Ausführungen handelt, geht er allerdings nicht auf die Frage ein, welche Bedingungen dafür bezüglich der Erwartungsbildung gegeben sein müssen und wie wahrscheinlich sie sind. Für einen einzelnen Marktteilnehmer ist es immer rational, zumindest eine Zeit lang auf einer spekulativen „Welle“ zu reiten – damit sich die Welle aber überhaupt erst bildet, braucht es viele Akteure mit falschen Einschätzungen.

Wenn sich eine Blase gebildet hat – welche Konsequenzen ergeben sich aus dem Platzen?

„Ein Rückgang der Vermögenspreise schmälert das Vermögen der privaten Haushalte, die daraufhin ihren Konsum einschränken. Zudem verschlechtern sich die Bilanzen der privaten Haushalte und der Unternehmen. Kreditsicherheiten verlieren an Wert, und Schuldner – insbesondere auch private Haushalte mit hohen Hypothekenschulden – geraten in Zahlungsschwierigkeiten.“ (Ziff. 268)

„Starke Rückgänge im Hypothekengeschäft, Bewertungsverluste auf Grund höherer Ausfallrisiken für Kredite, aber auch bei Wertpapieren und Beteiligungen mit Bezug zur Entwicklung am Immobilienmarkt stellen den Bankensektor vor erhebliche Herausforderungen; im Extremfall droht eine Bankenkrise, die wegen eventueller Ansteckungseffekte mit hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden wäre. Aufgrund der internationalen Finanzbeziehungen wäre in diesem Fall auch mit negativen Auswirkungen auf andere Länder zu rechnen. Somit kann im ungünstigen Fall bereits das Platzen einer Immobilienpreisblase in einem oder in einigen wenigen Mitgliedsländern des Euro-Raums zu einer allgemeinen Gefährdung der Finanzstabilität führen.“ (Ziff. 270)

Für den Euroraum insgesamt gäbe es zwar keine Anzeichen einer Blasenbildung, deutliche Anzeichen einer Überbewertung gäbe es aber auf dem Markt für Wohnimmobilien in Spanien, mit Einschränkungen in Frankreich und Italien; bei einem Anstieg des Zinsniveaus könnten allerdings auch in weiteren Ländern Probleme auftreten. (Ziff. 267) Die Frage, ob die Geldpolitik solche Blasen präventiv verhindern könne, sei in der Literatur umstritten:

„Während Kritiker einer **präventiven Politik** (Hervorhebung im Original, HW) zinspolitische Reaktionen auf Vermögenspreisänderungen nur insofern für gerechtfertigt halten, soweit sich diese in den erwarteten Inflations- und Outputgrößen niederschlagen, vertreten Befürworter einer solchen Politik die Ansicht, dass Eingriffe der Zentralbank auch bei günstigen Inflations- und Outputprognosen sinnvoll sein können. Eine frühzeitige präventive Straffung wird hierbei als Absicherung gegen das Risiko späterer schwerwiegender wirtschaftlicher Folgen betrachtet, mit dem Preis, dass die Zinsen bei Durchführung einer derartigen Politik kurzfristig höher sind, als dies sonst der Fall gewesen wäre. Grundsätzlich wird ein solches präventives Vorgehen jedoch nur bei außergewöhnlichen Entwicklungen in Erwägung gezogen; eine generelle Steuerung von Vermögenspreisen wird allgemein abgelehnt. Zudem besteht ebenso Einigkeit darüber, dass Zentralbanken bei einer akuten Gefährdung der Finanzstabilität nach dem Platzen einer Vermögenspreisblase ausreichend Liquidität bereitstellen sollten.“ (Ziff. 272)

Wegen der unterschiedlichen Situation in den einzelnen Ländern spricht sich der Rat *gegen* präventive Maßnahmen der EZB aus und plädiert stattdessen für aufsichtsrechtliche Maßnahmen in den jeweiligen Ländern:

„Aufsichtsrechtliche Maßnahmen, mit denen die Entwicklung von Vermögenspreisblasen frühzeitig eingedämmt oder verhindert werden soll, zielen insbesondere auf eine Eindämmung der Kreditvergabe in Zeiten ansteigender Vermögenspreise. Dies kann entweder durch variable Kapitalanforderungen, bei denen die Schwellenwerte je nach zyklischer Lage variieren, erreicht werden oder über Verpflichtungen zu einem verstärkten Aufbau von Rückstellungen für Kreditausfälle oder durch die Forderung erhöhter Sicherheiten bei Wohnungsbaukrediten in Zeiten steigender Vermögenspreise. Zur Verhinderung und Vorbeugung möglicher Banken Krisen sollten zudem vermehrt Stresstest durchgeführt werden, um systemische Risiken früher zu erkennen und stärker ins öffentliche Bewusstsein zu rücken.“ (Ziff. 274)

Erstaunlich ist, dass der Rat diese sehr grundsätzlichen Fragen vor dem Hintergrund der Immobilienmarktentwicklung in Europa und unter dem Aspekt der „richtigen“ Geldpolitik der EZB abhandelt, wo die Lage in den USA empirisch doch viel brisanter ist. Verblüffend ist auch, dass die Zulässigkeit und die Umsetzungsprobleme der vorgeschlagenen nationalen aufsichtsrechtlicher Maßnahmen in einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt nicht angesprochen werden – die gesamte Argumentation erscheint sehr theorielastig und geldpolitisch wenig praktikabel.

8 Jahresgutachten 2007

Die im Herbst 2006 noch relativ abstrakt diskutierten Probleme der Finanzmarktstabilität erlangen ein Jahr später akute Relevanz. Im Jahresgutachten 2007 diagnostiziert der Rat eine von den Finanzmarkturbulenzen in den USA ausgehende Abschwächung der konjunkturellen Dynamik in der Welt, die auch auf Westeuropa überzugreifen drohe.

„Seit Ende Juli schlugen sich die **Unsicherheiten auf den Finanzmärkten** (Hervorhebung im Original, HW) in einer erhöhten Volatilität auf den Kreditmärkten nieder. Ausgelöst durch Zahlungsausfälle im Subprime-Bereich für US-amerikanische Hypothekendarlehen wurden mit Hypothekendarlehen besicherte Wertpapiere in ihrer Bonität herabgestuft ... Als Folge kamen der Handel und die Refinanzierung dieser strukturierten, dem Kreditrisikotransfer dienenden Produkte nahezu zum Erliegen. Die allgemeine Verunsicherung über die Ausfallrisiken und die angemessene Preisfindung dieser Papiere führten ab Mitte August zu Liquiditätsengpässen auf den Geldmärkten. Banken waren sowohl wegen der ungewissen Engagements ihrer Geschäftspartner im US-Kreditgeschäft als auch wegen des schwer absehbaren eigenen Liquiditätsbedarfs nicht mehr oder nur zu erhöhten Zinsen gewillt, sich gegenseitig kurzfristige Kredite zu gewähren. Die Zentralbanken der großen Wirtschaftsräume stellten daraufhin zusätzliche Liquidität in erheblicher Höhe auf den Geldmärkten zur Verfügung. (...) Die allgemein gestiegene Verunsicherung schlug sich in Turbulenzen in anderen Bereichen der Finanzmärkte nieder. So kam es weltweit temporär zu erheblichen Kursverlusten auf den Aktienmärkten. Im Bereich der kreditfinanzierten Unternehmensübernahmen (*Leveraged Buy-Outs*) konnten Transaktionen nicht wie geplant von Investmentbanken refinanziert werden, da sich generell die Risikoeinschätzung gegenüber kreditbesicherten Wertpapieren verschlechtert hatte. Bis zum Herbst 2007 normalisierte sich jedoch die Situation an den Finanzmärkten weitestgehend wieder.“ (SVR 2007, Ziff. 32)

Die im letzten Satz des Zitats durchscheinende Gelassenheit ist angesichts der Dramatik der Ereignisse bemerkenswert, und dementsprechend fällt auch die Prognose für 2008 aus: Die weltwirtschaftliche Expansion würde sich zwar abschwächen, aber nicht gravierend. Dass sich aus der Immobilienkrise in den USA ein Kollaps der Finanzmärkte ergeben könnte, wird vom Rat offenbar nicht in Betracht gezogen, und dies, obwohl er in einem gesonderten Kapitel die Dramatik der Situation zur Jahresmitte 2007 sehr deutlich aufzeigt und in mehreren Fällen erstmals „Fehlansätze“ aus den Finanzmarktinnovationen und „unverantwortliches Verhalten“ durch die Akteure herausstellt.⁷

Das internationale Finanzsystem habe in den letzten Jahren neue Techniken und Instrumente der Kreditintermediation entwickelt und zudem seien weitgehend unregulierte Akteure (z.B. *Hedge-Fonds*, *Staatsfonds*) auf den Kapitalmärkten aktiv geworden.

„Diese Entwicklungstendenzen sind grundsätzlich nicht anders zu beurteilen als die immer stärker ausdifferenzierte internationale Arbeitsteilung auf den Gütermärkten. Die großen Fortschritte auf dem Feld der Informations- und Kommunikationstechniken erlauben es, die mit der Intermediation von Finanzströmen einhergehende Transformation von Fristen, Risiken und Losgrößen gleichsam in einzelne Wertschöpfungskomponenten aufzuteilen und so in der Welt zu platzieren, dass Lösungen gefunden werden, die in der Regel für alle Beteiligten mit Wohlstandsgewinnen verbunden sind.“ (Ziff. 125)

Diese Einschätzung ist überraschend, denn bei der „immer weiter ausdifferenzierten“ Arbeitsteilung auf Gütermärkten können zwar unangenehme vorübergehende Unterbrechungen der Lieferketten auftreten, aber keine systemischen Risiken, auf den Finanzmärkten aber schon, so dass auf Gütermärkten in der Regel keine Regulierung erforderlich ist, während die Finanzmärkte darauf nicht verzichten können.

Durch das Ende des Immobilienbooms in den Vereinigten Staaten sei das internationale Finanzsystem im Sommer 2007 einer schweren *systemischen* Störung ausgesetzt gewesen, weil die verschiedenen Formen der Verbriefung dazu geführt hätten, „dass die schlechten US-Hypothekenkredite weit über den Globus verteilt worden sind.“ (Ziff. 127) Bedenkt man, dass die Verbriefung ja genau dazu diene, Risiken zu diversifizieren, und der Rat diese Technik bislang immer als effizienzsteigernde Innovation eingestuft hat, so ist der Zusammenhang zu einer empirisch beobachteten systemischen Störung auffällig. Die Finanzierungsprobleme der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten seien durch den Kauf verbrieft, hypothekenbesicherter Produkte nicht nur über den ganzen Globus verteilt worden, sondern sie hätten zugleich die Kreditwürdigkeit von Finanzinstitutionen in vielen Ländern stark beeinträchtigt. (ebda) Die tatsächlichen Kreditausfälle seien dabei *nicht* das Hauptproblem gewesen, sondern das gegenseitige *Misstrauen* der Banken, nach dem einige von ihnen bzw. ihre „Zweckgesellschaften“ in Refinanzierungsschwierigkeiten geraten waren. Trotz dieser (auch den Rat) überraschenden Ereignisse könne man die Veränderungen des globalen Finanzsystems nicht mehr rückgängig machen.

„Allerdings wäre es auch falsch, nach einer erfolgreichen Stabilisierung einfach zur Tagesordnung zurückzugehen. Die kurzfristig unvermeidbare, ungewöhnlich hohe Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbanken hat auf mittlere und längere Sicht das Risiko des **moral hazard** auf den Finanzmärkten erheblich vergrößert. Wenn die Akteure davon ausgehen können, dass sie über Jahre hinweg hohe Renditen aus riskanten Geschäften erzielen können und bei auftretenden Problemen verlässlich im Sicherheitsnetz des *Lender of last Resort* aufgefangen werden, sind für die Zukunft Fehlentwicklungen vorprogrammiert. Für die Wirtschaftspolitik muss es deshalb darum gehen, die im Prinzip vorteilhaften Entwicklungstendenzen der letzten Jahre so zu gestalten, dass sie in Zukunft zu mehr und nicht zu weniger Stabilität des Gesamtsystems führen.“ (Ziff. 130, Hervorhebungen im Original)

Bedenkt man, dass nur reichlich ein Jahr später nach einem noch größeren Desaster die Zentralbanken die Geldschleusen noch viel weiter öffneten, so hatte die eher abstrakte Warnung, dass „für die Zukunft Fehlentwicklungen vorprogrammiert“ seien, betrüblich große prognostische Kraft. Der letzte Satz des Zitats umreißt die künftige Linie des Rates: Die „im Prinzip vorteilhaften“ Finanzmarktinnovationen so zu regulieren, dass sie zu mehr und nicht zu weniger Stabilität führen. Ob – respektive wie – das tatsächlich möglich ist, muss allerdings bislang als offene Frage bezeichnet

⁷ Möglicherweise wurden diese Risiken sogar gesehen, aber nicht thematisiert – es ist das Dilemma aller Prognostiker, dass sie mit möglicherweise sich selbst erfüllenden Prophezeiungen vorsichtig umgehen müssen.

werden. Als Krisenursache sieht das Rat das komplexe Zusammenwirken unterschiedlicher Akteure, „die teilweise in hohem Maß auf innovative Instrumente und Technologien zurückgegriffen und zudem rechtliche Spielräume in verantwortungsloser Weise“ (Ziff. 131) ausgenutzt haben. Konkret genannt werden (ebda):

- *Notenbanken*, insbesondere die Fed und die Bank of Japan, welche die Leitzinsen unangemessen niedrig gehalten hätten. Dadurch seien die langfristigen Zinsen gedrückt und in vielen Ländern ein Immobilienboom bewirkt worden.
- Das *Leistungsbilanzdefizit* der USA. Es hätte ohne Interventionen eine Abwertung des Dollar bewirkt, der die Fed früher zu Zinsanhebungen gezwungen hätte; diese Abwertung sei durch Devisenmarktinterventionen der asiatischen Schwellenländer und später durch die vom Rat hier erstmals erwähnten „Carry Trades“ unterbunden worden.
- Die *Verbriefungstechniken*. Durch Umwandlung von Bankkrediten in handelbare Titel sei das Kreditschöpfungspotenzial des Finanzsystems erheblich erhöht worden.
- Erstmals werden grundsätzliche Nachteile der *Fristentransformation* mittels marktbasierter Systeme erwähnt: Die meisten Kredite (insbesondere Hypothekarkredite) hätten lange Laufzeiten, viele Investoren wollten sich aber nicht langfristig binden. Die Fristentransformation für die verbrieften und tranchierten Kreditforderungen würde deshalb über Zweckgesellschaften erreicht, die solche Papiere ankauften und sich dafür durch Ausgabe von relativ kurzfristigen Papieren (Asset-Backed Commercial Papers) refinanzierten.

Der Rat geht dann näher auf diese Punkte ein. Zunächst zur Politik der **Notenbanken** (Ziff. 132-137). Aus geldpolitisch erzeugten niedrigen kurzfristigen Zinsen hätte sich für Geschäftsbanken ein Anreiz ergeben, mit großem Kredithebel zu arbeiten, also den Leverage-Effekt zu nutzen. Damit ist wie schon erwähnt gemeint, dass sich die Eigenkapitalrendite durch den vermehrten Einsatz von Fremdkapital steigern lässt, sofern der Fremdkapitalzins niedriger als die Rendite des Gesamtkapitals ist. Die durch die Anlage von Ölerlösen und Devisenreserven gedrückten langfristigen Zinsen hätten zugleich viele institutionelle Anleger in höherverzinsliche, aber auch riskantere Anlagen getrieben. Beide Effekte zusammen hätten die Anfälligkeit des Finanzsystems für externe Schocks erhöht. Der Zusammenbruch des US-Immobilienmarktes könne als ein solcher Schock interpretiert werden. Der Boom auf diesem Markt sei nicht nur durch die Niedrigzinspolitik der Fed bedingt gewesen, sondern auch durch „innovative“ Hypothekenfinanzierung in den USA, auf die der Rat in früheren Gutachten schon relativ ausführlich eingegangen war, ohne allerdings auf deren Krisenanfälligkeit hinzuweisen. Im Zusammenwirken von steigenden Immobilienpreisen und dem Weiterverkauf der Kredite durch Verbriefungen hätten in den USA immer mehr Haushalte Kredite erhalten, bei denen die Rückzahlung von vornherein unsicher gewesen sei. Der Rat führt erstmals im Detail aus: Im Segment „*subprime*“ seien Haushalte bedient worden, die bereits eine Zahlungsunfähigkeit oder Zwangsversteigerung hinter sich gehabt hatten oder die in jüngerer Zeit mit Ratenzahlungen im Rückstand gewesen waren. Im Segment „*Alt-A*“ hätten Haushalte Kredite erhalten, die keine oder unvollständige Belege für ihr Einkommen vorgelegt hätten. Nicht nur im Rückblick betrachtet, sind diese beiden Kategorien wohl kaum als „innovativ“, sondern nur als verantwortungslos zu charakterisieren, dies gilt auch für die vom Rat im Vorjahresgutachten angesprochenen „*interest only mortgages*“ bzw. „*pay option mortgages*“. Die Existenz solcher Finanzierungsmodelle ist ohne politische Förderung und die Möglichkeit zum raschen Weiterverkauf der Kreditforderungen eigentlich kaum zu erklären.

Die Finanzierung des **Leistungsbilanzdefizits** der USA sei durch die Stützung des Dollar durch die asiatischen Zentralbanken erleichtert worden. Die aus den *Devisenmarktinterventionen* erhaltenen Devisenreserven seien zunächst in US-Staatsanleihen angelegt worden, aber auch in Unternehmens- und Hypothekenanleihen. Diese Anlagen wären dann zunehmend in Staatsfonds transferiert worden, was dafür spräche, dass die Regierungen damit keine geldpolitischen Ziele mehr verfolgt würden, sondern industriepolitische oder Renditeziele (Ziff. 143). *Carry Trades*, also die Verschuldung in niedrig verzinstem japanischen Yen oder Schweizer Franken und deren Anlage in höher verzinsten Dollar-Papieren, seien Geschäfte mit hohen Währungsrisiken und wären vor allem in den Jahren 2005 und 2006, als die US-Zinsen anzogen, von Hedge-Fonds durchgeführt worden; aber auch japanische Tochtergesellschaften amerikanischer Banken hätten sich auf dem japanischen Geldmarkt zu niedrigen Zinsen verschuldeten und diese Beträge den US-Muttergesellschaften für Investments in den USA zur Verfügung gestellt, wodurch zugleich die kontraktiver gewordene amerikanische Geldpolitik teilweise unterlaufen worden sei. (Ziff. 147). Der Rat beklagt die *Intransparenz* der Geschäfte, da hierfür häufig schlecht dokumentierte derivative Ge-

schäfte, wie zum Beispiel Devisentermingeschäfte oder Währungs-Swaps, gewählt worden seien. (Ziff. 150)

Die **Verbriefungstechnik** bezeichnet der Rat nun fast erschrocken und sehr plastisch als „*Alchemie der Verbriefung*“. Er stellt zunächst allerdings in Übereinstimmung mit seinen früheren Einschätzungen eher deren Vorteile heraus:

„Vielfältige Formen der Verbriefung erlaubten es, Buchkredite in handelbare Aktiva zu transformieren und somit die Finanzierungsbeziehungen zwischen Sparern und Kreditnehmern unabhängig von Banken zu gestalten. Zugleich konnten damit Kredite aus dem nationalen Finanzsystem auf ausländische Investoren übertragen werden. Dabei beschränken sich die Techniken der Verbriefung nicht nur darauf, Kredite generell transferierbar zu machen. Eine wichtige Rolle spielte zudem in den letzten Jahren die so genannte Strukturierung (im Original durch Fettdruck hervorgehoben, HW) von verbrieften Kreditportfolios. Sie ermöglicht die Konzentration der Ausfallrisiken eines Portfolios von Krediten auf bestimmte Tranchen, denen entsprechend ungünstige Ratings zugewiesen werden. Die Strukturierung war eine wichtige Voraussetzung dafür, dass die hohen Kreditbestände im Subprime-Bereich letztlich in die Hände von institutionellen Anlegern (Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Investmentfonds) gelangen konnten, die durch institutionelle Bestimmungen gehalten sind, nur sehr sichere Aktiva zu erwerben.“ (Ziff. 151)

„Die Verbriefung liefert eine zentrale Erklärung dafür, wie die Risiken aus US-amerikanischen Immobilienkrediten weltweit verteilt wurden und dabei in Länder gelangten, die wie Deutschland und Japan eine hohe Neigung zur Geldvermögensbildung der privaten Haushalte aufweisen. Dies ist zweifellos vorteilhaft für die Stabilität des Bankensystems der Vereinigten Staaten. Probleme für den US-amerikanischen Finanzsektor könnten sich jedoch daraus ergeben, dass die riskanten Tranchen sowohl bei den dort besonders aktiven Hedge-Fonds zu finden sind als auch bei den emittierenden Banken, die häufig selbst einen größeren Teil der mit den höchsten Ausfallrisiken behafteten *Equity-Tranchen* übernommen haben, um damit die Qualität ihres Kreditportfolios zu signalisieren.“ (Ziff. 153)

„Das starke Wachstum der Märkte für verbrieftete Produkte ist ein klarer Beleg dafür, dass die neuen Instrumente große Vorteile für die Finanzmärkte bieten. Gleichzeitig zeigen die krisenhaften Entwicklungen in der zweiten Hälfte dieses Jahres, dass die damit verbundenen Probleme und Risiken weder den Marktteilnehmern noch den Regulatoren und den Rating-Agenturen hinreichend bewusst gewesen waren.“ (Ziff. 163)

Der Rat sagt es zwar nicht, aber natürlich könnte man auch ihn in diese Liste einreihen. Er führt dann im Einzelnen die Vorteile auf: Banken könnten Klumpenrisiken besser streuen und so das durch regulatorische Vorschriften gebundene Eigenkapital reduzieren. Versicherungen und Pensionsfonds könnten sich durch Verbriefungen an Kreditrisiken beteiligen, was ihnen wegen regulatorischer Vorschriften sonst nicht möglich wäre. Dies könnte dazu führen, dass Risiken volkswirtschaftlich zu geringeren Kosten getragen werden können. (Ziff. 164) Nach diesem Loblied erklärt der Rat die in der Liquiditätsklemme zur Jahresmitte 2007 sichtbar gewordenen Nachteile:

„Den wichtigen Vorteilen der Verbriefung stehen jedoch auch erhebliche Risiken (im Original in Fettdruck, HW) gegenüber. Die Möglichkeit, Kreditrisiken auf andere Marktteilnehmer zu übertragen, kann zu *Principal-Agent*-Problemen führen, die so bei einem traditionellen Bankkredit nicht gegeben sind. Die Komplexität der neuen Instrumente erschwert es den Investoren, der Bankenaufsicht und den Rating-Agenturen, die Risiken angemessen einzuschätzen. Die Handelbarkeit erlaubt es Banken zudem, Kreditrisiken aus ihrer Bilanz auf Fonds zu übertragen, für die sie jedoch weitreichende Kreditzusagen übernehmen. Die Verbriefung kann somit missbraucht werden, um bankaufsichtsrechtliche Bestimmungen zu umgehen.“ (Ziff. 165)

Hier wird erstmals das ganze Ausmaß der problematischen Nutzung der neuen Finanzmarktinstrumente angesprochen. Der Rat beklagt zudem wieder Intransparenz, beispielsweise durch freihändig, also außerbörslich (over the counter; OTC) abgewickelte Geschäfte:

„Obwohl Risikotransferinstrumente das Risikoprofil von Finanzinstitutionen erheblich verändern können, zeigen Analysen publizitätspflichtiger Angaben von Banken in Nordamerika, Europa und Asien, dass es vor allem an Informationen zu den synthetischen Kreditderivaten und *OTC*-Geschäften fehlt, da sie nicht bilanziert werden müssen. Die Verbriefung und insbesondere die Verwendung von Kreditderivaten führten also grundsätzlich dazu, dass sich die Transparenz für

die Kapitalgeber von allen an diesen Transaktionen beteiligten Banken und Finanzinstitutionen verschlechtert.“ (Ziff. 168)

Auffällig ist die nicht konditionierte Einschätzung: Kreditderivate führen *grundsätzlich* zu Intransparenz, solange sie nicht bilanziert werden müssen. Da der Rat diesen Sachverhalt hier erstmalig präsentiert ist zu vermuten, dass er das Problem trotz zahlreicher Hinweise auf die Wichtigkeit der Markttransparenz früher nicht gesehen hat.

Rating-Agenturen sollten eigentlich für mehr Transparenz sorgen, der Rat urteilt über sie angesichts deren Systemrelevanz für den Vertrieb strukturierter Produkte vernichtend:

„Für das Geschäftsmodell der strukturierten Produkte ist die Bewertung durch Rating-Agenturen (im Original in Fettdruck, HW) von großer Bedeutung. Nur wenn einer Anlage eine bestimmte Qualitätsstufe attestiert wird, kann sie von institutionellen Anlegern erworben werden. Das Testat durch eine Rating-Agentur ist also die Grundvoraussetzung dafür, dass ein verbrieftes Finanzprodukt überhaupt Abnehmer findet. Dies gilt insbesondere für die hochkomplexen Aktiva, die im Rahmen des Kreditrisikotransfers geschaffen wurden. Externe Ratings bestimmen in den bankaufsichtsrechtlichen Bestimmungen von Basel II zudem wesentlich die Eigenkapitalhinterlegung für einzelne Aktiva. Da die Ratings von den staatlichen Aufsichtsbehörden nicht mehr im Einzelnen hinterfragt werden, übernehmen die Rating-Agenturen in der Welt der Verbriefung de facto die Funktion einer globalen Bankenaufsichtsbehörde.“ (Ziff. 169)

Mit dieser Einschätzung wird der in früheren Gutachten noch positiv konnotierte Rückzug der Bankenaufsicht auf „qualitative“ Überwachung praktisch kassiert. Die Bewertungen der Rating-Agenturen seien häufig viel zu positiv aufgefallen, einerseits weil zu wenig Erfahrung vorgelegen habe, andererseits aber auch, weil bewusst unkritisch geurteilt worden sei.

„Dies wird häufig damit erklärt, dass diese privatwirtschaftlich betriebenen und im Wettbewerb stehenden Institutionen hohe Einnahmen aus dieser Funktion erzielen, was zu Interessenkonflikten (in Original Fettdruck, HW) führen kann, wenn sich Kunden durch eine zu strenge Qualitätskontrolle abgeschreckt fühlen.“ (Ziff. 169)

Der Rat hat Rating-Agenturen schon früher schlechte Leistungen attestiert, ohne dass er daraus grundlegende Probleme für die Nutzung „innovativer Finanzprodukte“ abgeleitet hätte. Hier wird erstmals die Brüchigkeit der Basis der „hochkomplexen Aktiva“ beklagt. Vor dem Hintergrund der zur Jahresmitte aufgetretenen Probleme vergleicht der Rat erneut bankbasierte und marktbasierende Systeme grundsätzlich, und ist überrascht:

„Unter dem zentralen Aspekt der Systemstabilität wäre zu erwarten, dass das marktbasierende System überlegen ist, da es ihm an der Konzentration von Risiken auf die Institution der Bank fehlt, die in der Vergangenheit in der Regel für das Auftreten von Finanzkrisen verantwortlich war. Es wäre deshalb nicht zu erwarten gewesen, dass die in den letzten Jahren zu beobachtenden Entwicklungsprozesse hin zu einem mehr marktbasierenden System eine besonders große systemische Instabilität herbeiführten.“ (Kasten 5 unter Ziff. 170)

So war in der Tat der Tenor des Rats in früheren Gutachten. Auf der Suche nach einer Erklärung geht er auf die spezifischen Risiken marktbasierter Systeme ein, wobei der Rat das Risiko des Kreditausfalls, das Zinsänderungsrisiko und das Liquiditätsrisiko (Risiko der Fristentransformation) unterscheidet.

„Für das **Risiko des Kreditausfalls**, das eine Transformation von unsicheren in sichere Aktiva erfordert, wurde mit der Tranchierung im Prinzip eine raffinierte Lösung gefunden. Im IdealmodeLL der marktbasierenden Finanzierung müsste der Anleger solche Risiken selbst tragen oder im Rahmen seines Portfolios diversifizieren. Durch die Strukturierung sind nun auf dem Markt sichere Aktiva zu erwerben, indem aus einem Pool relativ riskanter Aktiva ein sehr hoher Prozentsatz sehr gut bewerteter Titel herausdestilliert wird. Dabei steht und fällt dieser Mechanismus mit der Qualität der Rating-Agenturen und deren Modellen, die gleichsam die Rezeptur für die optimale Risikotransformation enthalten.“ (Ziff. 171, Hervorhebung im Original)

Die im „Prinzip raffinierte Lösung“ soll also in der Praxis an der Qualität der Rating-Agenturen gescheitert sein, von denen der Rat in den vergangenen Gutachten allerdings nicht viel gehalten hatte. Deren wertenden Fähigkeiten mussten begrenzt sein, entweder weil sie die vollständigen Re-

zepturen der tranchierenden Institutionen nicht kannten, oder weil die Rating-Agenturen von vornherein in die Konstruktion einbezogen waren, so dass eine extreme Vermischung von Konstruktions- und Prüfauftrag vorlag.

Das **Zinsänderungsrisiko** sei bei der Verbriefung kein Problem gewesen, es wäre durch die variable Verzinsung teilweise auf die Schuldner verlagert, teilweise durch Zinsswaps abgesichert worden. Der zentrale Schwachpunkt sei das Fristentransformationsrisiko (**Liquiditätsrisiko**) gewesen. Auch ein verbrieftes Kredit weise üblicherweise eine lange Restlaufzeit auf, die Liquidität eines solchen Papiers hänge folglich davon ab,

„wie die Marktteilnehmer die Abtretbarkeit vor Fälligkeit einschätzen. Dabei handelt es sich um eine subjektive Einschätzung, die sich schnell grundlegend verändern kann, da sie die Struktur einer **Rationalitätenfalle** aufweist: Jeder Marktteilnehmer kann relativ problemlos einen verbrieften Titel veräußern und dafür kurzfristige Aktiva erwerben. Sobald das alle versuchen, wird deutlich, dass die zugrunde liegenden Forderungen eine sehr lange Restlaufzeit haben und objektiv wenig liquide sind.“ (Ziff. 173, Hervorhebung im Original)

Wenn viele Investoren grundsätzlich nicht bereit seien, verbrieftes Titel mit längerfristiger Laufzeit zu erwerben, müsse eine Liquiditätstransformation erfolgen. Dazu hätten die Banken *Zweckgesellschaften* gegründet, die als Structured Investment Vehicles (SIV) oder Conduits bezeichnet werden.

„Sie investieren in längerfristige Aktiva (Automobilkredite, Forderungen aus Kreditkarten, Hypotheken und *Senior-CDO-Tranchen*) und refinanzieren sich durch die Emission von *Commercial Papers (CPs)* mit einer Laufzeit von einem Tag bis zu neun Monaten. Dabei unterliegen diese Fonds dem Risiko der Fristentransformation, ohne dass sie dafür über ausreichendes Eigenkapital verfügen. Im Grunde handelt es sich um Quasi-Banken, die jedoch keinerlei Regulierungen unterworfen sind. Da sich die meisten Erwerber solcher *CPs* offensichtlich der damit verbundenen Risiken bewusst waren, konnten sie nur abgesetzt werden, wenn eine Finanzinstitution mit hoher Reputation bereit war, für eventuelle Ausfälle vollständig einzustehen. Damit kam es de facto zu einer **Re-Intermediation** des Kreditgeschäfts durch das Bankensystem, ohne dass die für die Zusage verantwortliche Bank hierfür ausreichend Eigenkapital vorhielt.“ (Ziff. 174, Hervorhebung im Original)

Da die Banken zu einem erheblichen Teil nicht nur Betreiber von Zweckgesellschaften, sondern zugleich auch Käufer der Commercial Papers von anderen Zweckgesellschaften waren,

„unterlagen sie einer kollektiven Liquiditätsillusion, das heißt sie schätzten jeweils für sich die Liquidität der von ihnen gehaltenen langfristigen Aktiva deutlich höher ein als deren tatsächliche Abtretbarkeit im Fall eines kollektiven Liquiditätsengpasses. Es bestand also bei den Banken eine Asymmetrie in der Wahrnehmung der Liquiditätsrisiken.

- Als Erwerber der *CPs* waren sie sich der Risiken offensichtlich bewusst, da sie in der Regel auf eine Absicherung der *SIVs* oder *Conduits* durch eine Bank bestanden.
- Als Betreiber solcher Fonds vernachlässigten die Banken diese Risiken, da sie Kreditzusagen dafür erteilten, die im Fall einer Liquiditätskrise nicht einzuhalten waren.“(Ziff. 175)

Zusammenfassend resümiert der Rat:

„Sieht man die Banken und die von ihnen de facto betriebenen Fonds als Einheit, dann kam es in diesem Jahr zu ‚**Fonds-Runs**‘, die in ihrer Grundstruktur nahezu einem klassischen Bank-Run ähnelten. Dieser ist dadurch gekennzeichnet, dass private Haushalte als Bank-Einleger eine Auszahlung von Sichtguthaben in Bargeld fordern, jener dadurch, dass vor allem Banken als Inhaber der *CPs* bei deren Fälligkeit eine Auszahlung in Notenbankguthaben erhalten und dann nicht mehr bereit sind, die Mittel beim Fonds wieder revolvingend anzulegen.“ (Ziff. 176, Hervorhebung im Original)

Die Darlegungen des Rates im Jahresgutachten 2007 machen erstmals in sich stimmig deutlich, welche *riskante Geschäftsgebaren* sich in den Märkten breit gemacht hatte. Er zeigt sich davon überrascht, denn durch den Weiterverkauf der Kreditforderungen hatte der Rat erwartet, dass Risiken aus der Bank verschwinden und über Märkte effizienter verteilt werden würden, als es beim klassischen Bankkredit möglich ist. Praktisch zeigte sich dagegen, dass das Risiko nach weltweiter Verteilung über Zweckgesellschaften durch die Hintertür mehrfach potenziert wieder in die Bilanzen der Banken hineingetragen wurde:

„Anders als vielfach erwartet, waren die Banken ... auch in der Welt der Verbriefung sehr stark in das Kreditgeschäft involviert, wobei die von einigen Instituten dabei gewählten institutionellen Lösungen zwar nicht als illegal anzusehen sind, aber sich unverantwortlich nahe am Rand der rechtlichen Bestimmungen bewegten.“ (Ziff. 131)

Dass die Banken Konstruktionen wählten, die „am Rand der rechtlichen Bestimmungen“ Eigenkapitalunterlegungen möglichst ganz vermieden, hätte den Rat nach den von Bank-Lobbyisten bei Anhörungen im Basel II-Prozess vorgetragenen Forderungen eigentlich kaum überraschen sollen. In den großen Banken hatte sich bis 2007 offenbar eine Mentalität breit gemacht, die eher zu Hedge-Fonds als zu Banken passt: Eigenkapitalrenditen der Hedge-Fonds von 20 Prozent und mehr je Jahr und Verdienste der Manager solcher Fonds im dreistelligen Millionenbereich strahlten wegen der Überschneidung von Geschäftsfeldern und Qualifikationsanforderungen des Führungspersonals natürlich auf Banken aus. Dazu kam wohl auch eine modelltechnisch gestützte Hybris bezüglich der Fähigkeiten, Risiken zu managen. Alles zusammen ergab eine Anreizstruktur, die bei den international tätigen Instituten zu einem Bankbetrieb „unverantwortlich nahe am Rand der rechtlichen Bestimmungen“ führte.

Aus der Analyse der Krisenursachen leitete der Rat naturgemäß Konsequenzen ab (Ziff. 196-248)

- Der IWF solle Währungsmanipulationen stärker als bisher bekämpfen
- Die Zentralbanken müssten bei der Zinspolitik stärker auf die Stabilität des Finanzsystems achten, da die Kurzfristzinsen einen höheren Einfluss auf die Finanzmärkte als früher hätten
- Die Bankenaufsicht müsse deutlich verbessert werden
- In den Märkten sei mehr Transparenz erforderlich

Die Krise des Jahres 2007 habe verdeutlicht, „wie schwer berechenbar die Gefahren sind, die sich aus dem äußerst komplexen Netz der globalen Kapitalverflechtungen ergeben.“ (Ziff. 209) Eigentlich müsse es deshalb eine globale Finanzmarktaufsicht geben, das sei aber ganz offensichtlich unrealistisch, da politisch nicht durchsetzbar. Im Umkehrschluss könnte man dann folgern, dass die Politik globale Märkte noch nicht zulassen sollte, aber so weit geht der Rat naturgemäß nicht, sondern er plädiert nur für mehr Zusammenarbeit der relevanten Länder im Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht. Für den Euroraum fordert er eine eigene Bankenaufsicht, für Deutschland eine Konzentration der Aufsicht bei der Bundesbank unter anderem mit dem Argument, dass die Kreditrisiken in den wichtigsten Fällen transparent gewesen seien, die Aufsichtsbehörden (möglicherweise wegen Sorglosigkeit oder unklarer Zuständigkeiten) aber nicht eingegriffen hätten:

„So war beispielsweise dem am 28. Juni 2007 veröffentlichten Geschäftsbericht 2006/2007 der IKB zu entnehmen, dass das Institut Eventualverbindlichkeiten in Höhe von 17,7 Mrd. Euro eingegangen war. Auch über die im Vergleich zum haftenden Eigenkapital extrem hohen Engagements der Sachsen LB waren die Aufsichtsbehörden seit Jahren informiert.“ (Ziff. 229)

Die 2007 noch nicht abgeschlossene Umsetzung der Basel II-Vereinbarung würde aufsichtsrechtliche Verbesserungen bringen, denn die Banken müssten bei strukturierten Produkten nun angeben, welche Rolle sie bei der Strukturierung gespielt haben, bei Krediten würde erstmals zwischen Prime und Sub-Prime unterschieden, auch Kreditlinien seien jetzt grundsätzlich mit Eigenkapital zu unterlegen, wenngleich mit weniger als bei Krediten:

„Der Anreiz, über *Conduits* oder *SIVs* eine Regulierungsarbitrage zu betreiben, wird damit zwar reduziert, es kann für eine Bank aber immer noch vorteilhaft sein, Kredite an eine Zweckgesellschaft auszulagern und dafür eine Kreditusage abzugeben.“ (Ziff. 230, Hervorhebung im Original)

Zu Verbesserung der Transparenz führt der Rat aus:

„Eine wesentliche Ursache für die Intransparenz des Finanzsystems besteht darin, dass Transaktionen in zunehmendem Maße über Akteure abgewickelt werden, die sich der Aufsicht durch nationale Behörden entziehen. Dies gilt für die als Quasi-Banken agierenden Zweckgesellschaften ebenso wie für die **Hedgefonds**.“ (Ziff. 237, Hervorhebung im Original)

Da eine staatliche Aufsicht kaum durchzusetzen sei, setzten die meisten Regierungen auf „Marktdisziplin durch Gläubiger, Kontrahenten und Investoren“ (Ziff. 238) Weil Hedge-Fonds mit Banken als Prime Broker arbeiten würden, könne denen eine Rolle zur besseren Erfassung von Risiken bei Hedge-Fonds zugemessen werden, ergänzend könne ein freiwilliger Verhaltenskodex der Fonds angestrebt werden. Letztlich sei das aber eine offene Baustelle, es sei nicht zu sehen, wie es hier ohne Geschäftsbeschränkungen zu mehr Transparenz kommen könne.

„Eine weitere wichtige Ursache für die mangelnde Transparenz des internationalen Finanzsystems ist in der zunehmenden Verbriefung von Kreditbeziehungen zu sehen. Sie führt insbesondere dazu, dass

- der Inhaber einer Forderung nicht mehr direkt über die Situation seines Schuldners informiert ist,
- bei strukturierten und vor allem bei mehrfach strukturierten Papieren eine Einschätzung der Ausfallrisiken und des Wertes der Sicherheiten schwer möglich ist,
- aufgrund des Transfers von Kreditrisiken durch *Swaps* und die Tranchierung kaum noch zu identifizieren ist, von welchen Akteuren die besonders risikoreichen Parteien übernommen worden sind.“ (Ziff. 242)

Das sind Erkenntnisse, die eigentlich aus der Natur der Verbriefungstechnik abzuleiten sind, also auch ohne Finanzmarktkrise gewonnen werden könnten, hier aber erstmals herausgestellt werden. Forderungen nach Angaben über den Verbleib der Equity-Tranche (also der Hochrisikopartie) stünden Praktikabilitätsüberlegungen entgegen; es sei kaum auszuschließen, dass die haftende Bank sich mit einem Credit Default Swap absichert, so dass das Risiko nicht mehr bei ihr, sondern bei der CDS-Gegenpartei liegt. Der Rat ist noch aus anderen Gründen skeptisch: „Darüber hinaus ist zu fragen, ob mit einer solchen Verpflichtung nicht die Vorteile der Verbriefung insgesamt gefährdet werden, da sie einer die Risikoallokation fördernden, breit gestreuten Verbreitung von Risiken im Wege steht.“ (Ziff. 244) Das ist eine erstaunlich freundliche Frage angesichts der in Ziffer 242 genannten grundsätzlichen, dem Instrument per se innewohnenden Intransparenz und des schon zu ahnenden Desasters auch auf diesem „innovativen“ Marktsegment. Der Vorschlag, den Handel mit verbrieften Titeln stärker über leichter zu überwachende Börsen zu organisieren, wird referiert, aber nicht ausdrücklich unterstützt.

Die *Rating-Agenturen* spielen für den Vertrieb der strukturierten Produkte wie erwähnt eine zentrale Rolle. Trotz der von Rat in verschiedenen Gutachten klar geäußerten Kritik an deren Leistungen nimmt er sie jedoch in Schutz:

„Es ist nicht angebracht, den Rating-Agenturen die Schuld für die aktuelle Krise zuzuschieben. Ihre komparativen Vorteile liegen auf der mikroökonomischen Ebene (in Original in Fettdruck, HW), während krisenartige Entwicklungen meist gesamtwirtschaftlicher Natur sind und zugleich meist ein erhebliches Überraschungsmoment enthalten. Zu systemischen Risiken kommt es nicht, wenn genügend Marktteilnehmer die Risiken rechtzeitig antizipieren und sich entsprechend positionieren. Aus diesem Grund erscheint es wichtig, Notenbanken mit der Funktion der Bankenaufsicht zu betrauen, da sie sich durch einen besonderen makroökonomischen Sachverstand auszeichnen.“ (Ziff. 248)

Die mit Rating-Agenturen verbundenen Probleme werden in einem gesonderten Kasten dargestellt. Sie seien eher Newsbroker, die sachverständige Meinungen abgeben, als Finanz-TÜV, die Marktform sei ein enges Oligopol, die Gewinne der letzten Jahre seien hoch gewesen. Es gäbe zwar Interessenkonflikte bei der Bewertung von Bankprodukten, systematische Fehlbewertungen seine jedoch nicht zu erwarten, da die Angst vor Reputationsverlust höher als der Anreiz für Gefälligkeitseinstufungen sei. Freiwillige Selbstverpflichtungen der Branche werden vorgestellt und begrüßt, grundsätzlich könne dadurch der Interessenkonflikt begrenzt werden. Abschließend stellt der Rat fast kapitulierend fest:

„Die Krise der internationalen Finanzmärkte stellt die Wirtschaftspolitik vor eine schwierige Herausforderung. Zum einen sehen sich Notenbanken und teilweise auch Finanzministerien im Zugzwang, das Bankensystem durch sehr weit reichende Interventionen zu stützen, auch wenn sie sich dabei der Tatsache bewusst sind, dass sie damit für die Zukunft das Risiko des „**moral hazard**“ noch erhöhen. Zum anderen ist es für die Bankenaufsicht wie auch für die Politik schon grundsätzlich nur schwer möglich, Regelungen so zu formulieren, dass sie ein zukünftiges Fehlverhalten von Banken und anderen Akteuren verlässlich ausschließen. Die nationale Verankerung der Regulierungsbehörden und entsprechende spezifische Interessen sind dabei eine zu-

sätzliche Hürde, da im Grunde nur ein koordiniertes Vorgehen in der Lage ist, Lösungen zu formulieren, die der globalen Vernetzung der Finanzmärkte angemessen Rechnung tragen.“ (Ziff. 250, Hervorhebung im Original)

9 Jahrgutachten 2008

Im Gutachten 2008 zeigt sich der Rat naturgemäß überrascht über die Dynamik der Krise, ging er ein Jahr zuvor doch davon aus, das die Zentralbanken das Feuer schon ausgetreten hatten.

„Was sich bis Ende Juli 2007 zunächst als ein auf einzelne Institute beschränktes Problem manifestiert hatte, entwickelte sich im Lauf dieses Jahres immer mehr zu einem Flächenbrand, der eine Vielzahl unterschiedlicher Finanzinstitute erfasste und nur noch mit sehr weitreichenden und teilweise ausgesprochen unorthodoxen Lösungsansätzen unter Kontrolle gehalten werden konnte.“(SVR 2008b, Ziff. 173)

Zunächst seien nur die Preise im Sub-prime-Bereich, dann auch die besser abgesicherten Beteiligungen bei verbrieften Krediten und die Aktien von Finanzinstituten, dann auch alle anderen Aktien gefallen. Der Rat weist auf seine Vorjahresanalyse der Krisenursachen hin, akzentuiert aber manche Punkte anders. Der in früheren Gutachten recht positiv dargestellt Wechsel bei der Kreditvergabe von „buy and hold“ (also dem üblichen Bankkredit) zu „originate and distribute“ (= Weiterverkauf der Kreditforderung) wird jetzt als zentrale Ursache der Krise eingestuft:

„Beim traditionellen Modell des Buy and Hold wäre die Kreditexpansion im Immobilienbereich relativ bald an die Grenzen des Eigenkapitals der US-amerikanischen Banken gestoßen. Zudem hätten diese dann einen sehr viel größeren Anreiz gehabt, ihre Kreditnehmer sorgfältiger unter die Lupe zu nehmen.“ (Ziff. 174)

Durch die Verbriefung sei die traditionelle Monitoring-Funktion der Banken weggefallen. Zu solchen Einschätzungen hätte es sicher keine Krisenevidenz gebraucht, die Risiken sind vielmehr instrumenttypisch und daher theoretisch deduzierbar. Die erstmalige Erwähnung dieser dunklen Seiten stellt deshalb eine Revision der zuvor sehr positiven Einschätzungen dar. Auch die Strukturierung wird jetzt nicht mehr als effizienzsteigernde Innovation, sondern als Krisenauslöser dargestellt:

„Die drittklassigen US-Immobilienkredite konnten jedoch nur deshalb in die Bilanzen von Banken und Versicherungen im Inland wie im Ausland gelangen, weil sie durch die Technik der Strukturierung (im Original in Fettdruck, HW) zu einem großen Teil in scheinbar erstklassige Aktiva transformiert wurden.“ Der Rat konkretisiert: Aus 100 % Sub-prime (also hochriskant) wurden 90 % AAA (also ohne Risiko) gezaubert. (ebda.)

Sehr kritisch werden die jetzt erstmals als Schattenbanken bezeichneten Quasibanken dargestellt:

„Ein weiterer wichtiger Grund für die hohe Bereitschaft institutioneller Anleger, sich am US-Immobilienmarkt zu beteiligen, bestand in der Fristentransformation (in Original in Fettdruck, HW) durch Special Investment Vehicles und Conduits. Diese weitgehend unregulierten Institutionen nahmen die klassische Bankfunktion der Fristentransformation wahr, indem sie auf ihrer Aktivseite strukturierte längerfristige Wertpapiere hielten, die sie durch die Emission kurzfristiger Commercial Paper finanzierten. Dazu erhielten sie Kreditzusagen durch etablierte Banken. Die Funktion dieser Schattenbanken (im Original in Fettdruck, HW) bestand darin, Geschäfte aus Bankbilanzen auszulagern, um bankaufsichtsrechtliche Regeln zur Risikostreuung und zur Absicherung durch Eigenkapital zu umgehen.“ (Ziff. 174)

Das Misslingen der Fristentransformation bei den Schattenbanken hätte den Stein ins Rollen gebracht:

„Der Auslöser für die Krise im Juli und August 2007 war die mangelnde Bereitschaft der Inhaber der Commercial Paper, diese nach Fälligkeit erneut zu erwerben. Damit gerieten die Zweckgesellschaften unter massiven Druck. Die naheliegende Lösung eines Verkaufs ihrer verbrieften Forderungen scheiterte daran, dass die Märkte plötzlich nicht mehr bereit waren, solche Aktiva zu erwerben. Deshalb mussten die Kreditlinien in Anspruch genommen werden, womit die etablierten Banken in den Strudel der Krise gerieten. Stark verschärft wurden die Probleme durch

den Umstand, dass sich viele Finanzinstitutionen nicht mehr in der Lage sahen, die hochkomplexen Finanzinnovationen der letzten Jahre adäquat zu bewerten.“ (Ziff. 174)

Der Rat nennt die Hinnahme des Zusammenbruchs von Lehman Brothers durch die US-Behörden eine „Fehleinschätzung“, die systemische Bedeutung der Bank wäre von der amerikanischen Zentralbank und der Administration nicht erkannt worden (Ziff. 176).

„Die Möglichkeit, dass eine Gegenpartei dieser Größe vom Staat fallen gelassen werden könne, verursachte panikartige Reaktionen und veranlasste Banken weltweit dazu, Geschäfte untereinander fast vollständig einzustellen.“ (Ziff. 188)

Die Folge sei ein Zusammenbruch des Kreditgeschäfts unter Banken gewesen. Der Kollaps des gesamten Finanzsystems sei nur durch massive Liquiditätshilfen der Zentralbanken verhindert worden. Hintergrund des geschwundenen gegenseitigen Vertrauens der Banken sei die anhaltende Verschlechterung auf dem Immobilienmarkt in den USA gewesen (der Rat war im Vorjahresgutachten noch von einer Bodenbildung ausgegangen). Der wegen gestiegener Risikoprämien rasante Zinsanstieg auf dem Geldmarkt habe die Ertragsmargen der Banken schmelzen lassen, die durch den Fall der Wertpapiere ausgelösten Vermögensverluste hätten zu massiven *Deleveraging* (also Einschränkung des Kredithebels) und verstärkten Schwankungen von Vermögenspreisen geführt. Der Rat referiert nochmals den Mechanismus: Bei guter Konjunktur würden die Vermögenspreise und die Risikobereitschaft steigen. Dadurch wachse das Eigenkapital und zugleich werde mehr Fremdkapital eingesetzt. Ein Rückgang der Vermögenspreise im Abschwung lasse das Eigenkapital dagegen schrumpfen und wegen wachsender Risiken werde der Kredithebel reduziert, was zu einem Abgabedruck von Papieren führe und so die Vermögenspreise weiter sinken lasse. Grundlage des Effekts sei die *Mark-to-Market*-Bilanzierungsregel, also die Bewertung von Vermögensgegenständen zum aktuellen Marktpreis. Die Hebelschwankungen seien bei Investmentbanken viel ausgeprägter als bei Geschäftsbanken. Für die Vereinigten Staaten sei nachgewiesen,

„dass ein prozyklischer Leverage – das heißt ein steigender Verschuldungsgrad in Phasen guter wirtschaftlicher Entwicklung – vor allem bei den großen US-amerikanischen Investmentbanken (im Original in Fettdruck, HW) festzustellen war. Dies ist bei den Geschäftsbanken anders, die einen über den Zyklus hinweg im Wesentlichen konstanten Hebel (Leverage) aufweisen, vor allem deshalb, weil sie bankaufsichtsrechtlichen Vorschriften unterliegen. Für die großen Investmentbanken (mit einer Bilanzsumme von mehr als 5 Bio US-Dollar) waren entsprechende Begrenzungen des Leverage im Jahr 2004 durch die Securities Exchange Commission (SEC) aufgehoben worden.“ (Ziff. 184)

Die Investmentbanken verfügen über keine eigene Einlagenbasis und müssten sich daher kurzfristig am Interbankenmarkt refinanzieren. Brüche der zusammen, seien sie illiquide. Von den fünf großen Banken hätten daher nur zwei überlebt, und die seien in Geschäftsbanken umgewandelt worden, um eine Einlagenbasis zu erhalten.

„Vom Ende der traditionellen Investmentbanken dürften erhebliche negative Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit der Hedgefonds (im Original in Fettdruck, HW) ausgehen. In der Vergangenheit erhielten diese ihre Kreditmittel vor allem von den als Primebroker agierenden Investmentbanken.“ (Ziff. 185)

Die *Zentralbanken* mussten auf die Zuspitzung der Lage auf den Finanzmärkten naturgemäß reagieren, der Rat geht vor allem auf die geldpolitische Reaktionen der Fed und der EZB ein. Die Fed stelle normalerweise Geld nur über Offenmarktgeschäfte mit wenigen großen Banken gegen hohe Sicherheiten zur Verfügung. Diese Banken hätten aber in der Krise teilweise zu wenige erstklassige Sicherheiten gehabt, um auf diesem Weg Liquidität in den Markt zu pumpen, vor allem aber hätten diese Banken das an sie geflossene Geld der Zentralbank gehört, gaben es also – anders als sonst – nicht über den Geldmarkt an andere Banken weiter. Die Fed musste also (wie die Bank of England und anders als die EZB) in der Krise ihren Instrumentenkasten ausbauen.

„Auffällig bei den geldpolitischen Maßnahmen der Fed ist ihr zunehmend quasifiskalischer Charakter (im Original in Fettdruck, HW): Durch die Annahme einer immer größer werdenden Vielfalt an Wertpapieren als Sicherheiten dürften sich mittlerweile nicht unerhebliche Risiken in der Bilanz der Fed befinden.“ (Ziff. 199)

Die EZB habe dagegen traditionelle Instrumente nutzen können. Sie sei vom Zins- auf den Mengentender umgestiegen, und zwar bei voller Zuteilung der angefragten Kreditsummen, das Zinsband sei auf nur noch 1 % nach oben und unten halbiert worden, die längerfristigen Geschäfte seien erheblich ausgeweitet und schlechtere Sicherheiten akzeptiert worden. Mit welchen Instrumenten auch immer:

„Die großen Zentralbanken der Welt haben in den ersten Phasen der Krise entscheidend dazu beigetragen, dass sich die massiven Liquiditätsengpässe im Finanzsystem nicht zu einem systemischen Zusammenbruch ausweiteten. In der Tat konnte die Situation nur dadurch stabilisiert werden, dass sich die Notenbanken bereit fanden, als Lender of Last Resort (im Original in Fettdruck, HW) zu agieren und diejenigen Finanzinstitute in zeitweise sehr hohem Umfang mit Zentralbankgeld zu versorgen, die sich unter anderem als Betreiber oder als Kreditgeber für in Not geratene Zweckgesellschaften und Fonds mit Liquiditätsproblemen konfrontiert sahen.“ (Ziff. 205)

Den Zentralbanken sei aber trotz der Finanzspritzen keine Wiederherstellung des Vertrauens unter den Banken gelungen. Deshalb habe der *Staat* die Sanierung im Bankensektor vorantreiben müssen. Dazu sei die Unterscheidung von temporär illiquiden Instituten und fundamental angeschlagenen wichtig, „da nur eine effektive Lösung der Probleme der zweiten Gruppe zu einer dauerhaften Wiederherstellung des Vertrauens führen kann.“ (Ziff. 211). Das Öffnen der Geldschleusen durch die Zentralbanken würde der Bankenaufsicht und anderen staatlichen Institutionen Zeit erkaufen, „um die zugrundeliegenden Solvenzprobleme direkt anzugehen.“ (ebda.)

Der Rat zitiert eine Studie von Laeven und Valencia (2008), in der 124 systemische Banken Krisen seit 1970 untersucht worden sind. Nur 9 davon traten in hochentwickelten Ländern auf, wobei die von 2007 in den Vereinigten Staaten und Großbritannien schon eingerechnet sind. Starke realwirtschaftliche Auswirkungen hätten sich vor allem in Schweden (1991) und Japan (1997) ergeben. Übliche staatliche Maßnahmen in solchen Krisen seien:

- Staatliche Garantie für Bankeinlagen
- Verbesserung der Bankensolvanz durch geänderte Bewertungsvorschriften
- Austausch von unsicheren Aktiva (Kredite) gegen sichere (Staatsanleihen)
- Verstaatlichung oder Schließung von Banken

Der Rat geht auf diese Maßnahmen im Einzelnen ein. Lockerere Bewertungsvorschriften könnten nur kurzfristig helfen und würden das Risiko in sich bergen, dass das Vertrauen nicht wiederhergestellt werden kann. Der Ankauf unsicherer Kredite durch den Staat (in Form eines Austauschs gegen Staatsanleihen) entspräche im Kern der Gründung einer „bad bank“ (also einer Auslagerung der faulen Kredite), dabei stelle sich aber das Problem, dass ein Preis gefunden werden müsse, „der höher liegt als in der Situation der Krise, zugleich aber niedriger ist als der Wert, der sich mittelfristig unter normalisierten Verhältnissen wieder einstellen würde.“ (Ziff. 228)

Die Zuführung von staatlichem Kapital sei schwierig, denn der Staat müsse dazu wie schon erwähnt „eindeutig zwischen guten und schlechten Banken“ diskriminieren.“ (Ziff. 230) Ein Positivbeispiel, in dem dies gelungen sei, sei Schweden, ein Negativbeispiel Japan. In Schweden sei das temporäre Verbot von *Leerverkäufen* von Bankaktien eine Maßnahme zur Stabilisierung des Finanzsektors gewesen. Der Rat beurteilt Leerverkäufe im Grundsatz ausgesprochen positiv, obwohl sie Vermögenspreisschwankungen stark verstärken können:

„Unter normalen Marktbedingungen sind Leerverkäufe ein wichtiges Instrument, das zur Effizienz der Preisfindung und zur Liquidität des Markts beiträgt. Mit Leerverkäufen profitieren Anleger von Kursrückgängen eines Titels. Leerverkäufer versuchen Fehlbewertungen (im Original in Fettdruck, HW) zu erkennen und tragen damit zur Preisfindung bei. Beispielsweise können Leerverkäufer Unstimmigkeiten in den Bilanzen aufdecken, indem sie auf Unterschiede zwischen tatsächlichen Bewertungen und gängigen Buchführungsregeln hinweisen und darauf setzen, dass diese Unterschiede im Zeitverlauf korrigiert werden. Diese gesamtwirtschaftlich sinnvolle Strategie kann allerdings in einer Krise auch zu Manipulationen ausgenutzt werden, indem zunächst Gerüchte über Fehlbewertungen gestreut werden, um anschließend von den fallenden Kursen zu profitieren. Ein zweiter Ansatzpunkt für Leerverkäufer sind Finanzinstitute, bei denen in der laufenden Krise aufgrund der Fristenstruktur ihrer Aktiva und Passiva Liquiditätsengpässe vermutet werden. Selbst bei an sich solventen Instituten können solche Liquiditätsengpässe auf-

treten, wenn kurzfristige Refinanzierungen nicht möglich sind. Leerverkäufer können den Engpass verstärken, wenn sie durch Druck auf die Aktienkurse eine Kapitalaufnahme erschweren. Unter den besonderen Umständen einer akuten Krise können Leerverkäufe damit die negative Dynamik verschärfen. Deshalb kann ein temporäres Verbot von Leerverkäufen gerechtfertigt sein. Es bleibt allerdings fraglich, ob das Verbot im aktuellen Fall die Abwärtsspirale der Aktienkurse aufgehalten hat. Vor dem Hintergrund der positiven Effekte, die Leerverkäufen in normalen Zeiten von einer breiten wissenschaftlichen Literatur zugeschrieben werden, sollte ein permanentes Verbot nicht in Betracht gezogen werden.“ (Kasten 7 vor Ziff. 235)

Das deutsche Maßnahmenpaket zur Stabilisierung des Finanzsektors wird vom Rat im Grundsatz positiv beurteilt, er plädiert für eine „beherzte“ Restrukturierung des deutschen Bankensystems. Das größte Risiko des gebildeten Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) sieht er darin, dass er sich zu einem „Siechenheim für schwache Finanzinstitute“ entwickeln könnte (Ziff. 243); der Rat verlangt daher von der Politik eine Konzeption für einen zukunftsfähigen deutschen Bankensektor, wobei es vor allem um die Restrukturierung der Landesbanken gehen müsse (Ziff. 245)

„Eine aktive Rolle des Staates bei der Restrukturierung sollte nicht mit einer anhaltenden staatlichen Einflussnahme auf das operative Geschäft (im Original in Fettdruck, HW) von Banken gleichgesetzt werden. (...) Die Erfahrungen, die in der Vergangenheit mit dem Staat als Banker gemacht wurden, sprechen nicht dafür, dass der SoFFin in den nächsten Jahren für die laufende Geschäftspolitik einer größeren Zahl von Banken verantwortlich sein sollte.“ (Ziff. 246)

Der Staat müsse sich „nach einer erfolgreichen Stabilisierung und Restrukturierung“ wieder aus dem Bankensektor zurückziehen und sich auf seine Kernaufgaben konzentrieren. (Ziff. 256) Nach der Krisenbewältigung seien Maßnahmen zur *Krisenprävention* erforderlich. Nicht nur der Markt, auch der Staat habe versagt, einerseits durch den „Umgang der Geldpolitik mit Vermögenspreiszyklen“, andererseits durch die unzureichende nationale wie globale Organisation der staatlichen Aufsicht über das Finanzsystem.

„Gerade in Anbetracht der sehr umfassenden staatlichen Hilfsaktionen für Banken und andere Finanzinstitutionen muss es für die Zukunft darauf ankommen, einen wesentlich effizienteren Ordnungsrahmen für das Finanzsystem zu entwickeln. Andernfalls ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass sich die Finanzmarktakteure sehr rasch wieder in zu riskanten Geschäften engagieren, weil sie und insbesondere ihre Kreditgeber mit hoher Wahrscheinlichkeit darauf vertrauen können, dass im Notfall der Staat als zuverlässiger Retter zur Verfügung stehen wird. Die Bedeutung des moralischen Risikos (im Original in Fettdruck, HW) ist nach den massiven Interventionen, mit denen die Politik auf die Krise reagieren musste, deutlich angestiegen. Vor diesem Hintergrund sind umfassende Reformen zur künftigen Krisenprävention umso dringlicher geworden.“ (Ziff. 258)

Diese Aufgabe sei wegen der unregulierten Offshore-Zentren schwer zu meistern, aber auch die Vereinigten Staaten und Großbritannien hätten „ihr freizügiges Finanzmarktregime lange Zeit als einen wichtigen internationalen Standortvorteil angesehen.“ (Ziff. 259) Dieser kritische Hinweis auf New York und London ist neu, in früheren Gutachten standen eher die „innovativen Leistungen“ dieser Finanzmarktzentren im Vordergrund.

Der Rat erläutert dann „Ansatzpunkte für eine stabilere globale Finanzarchitektur“. Die *Geldpolitik* müsse – wie schon im Vorjahresgutachten gefordert – nicht nur die Geldwertstabilität, „sondern mehr als bisher die Stabilität des Finanzsystems“ berücksichtigen (Ziff. 261), was praktisch wohl darauf hinauslaufen muss, dass es keine langen Niedrigzinsphasen mehr geben darf. Die *Banken* – so heißt es fast beschwörend – müssten erkennen, dass es in ihrem eigenen Interesse läge, die Vergütungssysteme für Manager an der nachhaltigen Entwicklung auszurichten, und nicht am schnellen Geld. Der Staat könne ein solches Verhalten nicht erzwingen, hier seien vielmehr die Marktteilnehmer selbst gefordert. (Ziff. 262) In der vom Rat einige Monate vorher vorgelegten Expertise zum deutschen Bankensystem heißt es diesbezüglich noch deutlicher: Wenn sich die Vergütungssysteme

„in erster Linie auf die aktuelle Ertragslage beziehen, ohne spätere Verluste zu berücksichtigen, wird bei den Entscheidungsträgern ein sehr kurzfristiges Denken gefördert. Dieses gefährdet nicht nur einzelne Institute, es macht auch das System insgesamt sehr anfällig für ein Herdenverhalten, wie es bei der Bewertung strukturierter Produkte bis Mitte 2007 zu beobachten war.“ (SVR 2008a, Ziff. 232)

Bei der *Verbriefung* solle der Originator verpflichtet werden, einen bestimmten Teil der besonders riskanten Equity-Tranche selbst zu halten, was dazu führen würde, dass die Kreditnehmer sorgfältiger ausgesucht und überwacht werden würden. (SVR 2008b, Ziff. 262) Sehr überzeugend ist dies allerdings nicht, denn in der Praxis haben die Originatoren häufig die Equity-Tranche gehalten, ohne dass dies die behaupteten positiven Effekte gehabt hat. Ein Jahr zuvor hatte der Rat zudem noch die Praktikabilität dieses Vorschlags hinterfragt und sich gesorgt, ob dadurch nicht die grundsätzlichen Vorteile der Verbriefung gefährdet würden.

Die *Rating-Agenturen* hätten völlig versagt, die Aufsichtsbehörden hätten sich aber auf sie verlassen, was einer „de facto Privatisierung der Bankenaufsicht“ geführt habe.

„Eine radikale Lösung des Problems könnte darin bestehen, die Agenturen zu verstaatlichen. Konzeptionell verfügen sie über keine erkennbaren Informationsvorteile gegenüber einer staatlichen Einrichtung. Hinzu kommt, dass die Bewertungen mit keinerlei Haftungsverpflichtungen verbunden sind, was mit dem marktwirtschaftlichen Grundprinzip von Kompetenz und Haftung nur schwer zu vereinbaren ist. Bei einer staatlichen Rating-Agentur (im Original in Fettdruck, HW) besteht allerdings das Problem, dass es die Akteure an den Finanzmärkten dann nicht mehr für notwendig erachten könnten, eine eigenständige Bewertung von Kreditrisiken vorzunehmen, was ebenfalls zu negativen Anreizeffekten führen würde. Zudem sollte berücksichtigt werden, dass privatwirtschaftliche Agenturen unter den gegebenen Umständen Vorteile bei der Rekrutierung und leistungsorientierten Entlohnung von Mitarbeitern haben.[Im Original folgt ein Absatz, HW] Denkbar wäre deshalb eine Zwischenlösung, bei der die Agenturen weiterhin in privatwirtschaftlicher Regie betrieben werden, gleichzeitig jedoch – über freiwillige Verhaltenskodizes hinaus – einer intensiveren Überwachung durch staatliche Institutionen unterliegen.“ (Ziff. 263)

Diese Passage überrascht in mehrfacher Hinsicht: Der Rat hatte sich im Vorjahr grundsätzlich mit Rating-Agenturen auseinandergesetzt und ihnen dort *keine* krisenverursachende Rolle zugemessen. Damals gab es keine grundsätzlichen Bedenken hinsichtlich des „marktwirtschaftliche Grundprinzips von Kompetenz und Haftung“, sondern den Verweis, sie seien kein Wertpapier-TÜV, sondern eher Informations-Broker, deren Rating Meinungsqualität habe. Ob eine staatliche Agentur in dieser Hinsicht besser abschneiden würde, ist fraglich, denn natürlich könnte auch sie bei der den strukturierten Produkten innewohnenden Komplexität für ihr Urteil nicht haften. Der Hinweis auf die Vorteile privater Agenturen bei der leistungsorientierten Entlohnung von Mitarbeitern überrascht, denn wie will der Staat mit schlechter bezahltem Personal seine Aufsicht über die Rating-Agenturen durchführen? Schließlich ignoriert der Rat, dass es *staatliche* Regelungen waren, welche den Rating-Agenturen halbstaatlichen Charakter gaben; indem beispielsweise Investoren von Gesetz wegen vorgeschrieben wird, dass sie nur in Papiere mit bestimmten Ratings investieren dürfen. Der Staat machte also selbst die Rating-Urteile zu einer gesetzlich relevanten Veranstaltung und sicherte so deren komfortable oligopolistische Existenz.

Die gravierendsten Schwächen liegen nach Ansicht des Rates in der *Finanzmarktaufsicht*. Sie werde trotz globaler Märkte noch immer national betrieben. Zudem fehle es an einer

„systematischen Einbettung der mikro-prudenziellen Analyse in einen makroökonomischen Rahmen. Es ist so zu einer Art **Tunnelblick der Regulatoren** gekommen, der sie offensichtlich daran gehindert hat, gravierende Fehlentwicklungen rechtzeitig zu erkennen.“ (Ziff. 264) Zugleich seien in den letzten Jahren die Risikopuffer des Systems deutlich reduziert worden. „Hierfür sind vor allem Prozesse der Deregulierung verantwortlich, sowie das Bestreben bei der Bilanzierung wie bei der Risikogewichtung von Aktiva möglichst maßgeschneiderte und marktnahe Lösungen zu entwickeln. Insgesamt hat dies zu einer deutlich gestiegenen **Prozyklizität der Finanzmärkte** geführt.“ (ebda., Hervorhebung im Original)

Vor dem Hintergrund der Aussagen in den früheren Gutachten ist dies ein überraschendes Statement. Zwar hat der Rat auf die gestiegene Prozyklizität mehrfach hingewiesen, von einer deutlichen Reduzierung der Risikopuffer durch die Deregulierung war dagegen in früheren Gutachten nie die Rede, sehr wohl aber von Effizienzvorteilen. Vor diesem Hintergrund kann die sehr scharfe Formulierung auch als Selbstkritik am eigenen Tunnelblick verstanden werden. Ähnliches gilt auch für die Feststellung des Rates, dass „ehemals zentrale Problemfelder wie die Kontrolle von Art und Ausmaß der Fristentransformation aus dem Blickfeld öffentlicher Instanzen“ geraten seien:

„Zum einen vertraute man zunehmend auf bankinterne Modelle zum Management von Risiken. Zum anderen wurde es weitgehend unterlassen, explizite Mindestvorschriften und eine adäquate Eigenkapitalunterlegung von Liquiditätsrisiken zu fordern. In der Folge kam es zu einer zunehmenden Verlagerung der Fristentransformation in nicht oder nur schwach regulierte Zweckgesellschaften, einem Anstieg der Bedeutung von Großhandelsfinanzierungsmodellen und einer relativen Reduktion von originär liquiden Vermögenswerten wie festverzinslichen Staatspapieren in den Bankbilanzen.“ (Ziff. 265)

Beim Vertrauen in die bankinternen Risikomanagementsysteme kann man unter „man“ sicher auch den Rat subsumieren. Vor dem Hintergrund des Zusammenbruchs der Finanzmärkte kann man nicht erwarten, dass der Rat die Markteffizienz-These für die Kapitalmärkte verteidigt, allerdings ist der grundsätzliche Schwenk in der Beurteilung der Rationalität der Marktteilnehmer schon beachtlich:

„Das Finanzsystem ist inhärent prozyklisch. In Boomphasen mit niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreisen werden Risiken tendenziell unterschätzt, der Wert von Sicherheiten überschätzt und die Kreditvergabe zu stark ausgeweitet. Auf niedrige Zinsaufschläge reagieren die Finanzakteure mit Produktinnovationen, die es ihnen erlauben, den Verschuldungsgrad weiter zu erhöhen und damit die Eigenkapitalrendite zu steigern. Als Konsequenz steigt der Leverage im gesamten System und die Institute werden zunehmend anfällig selbst für kleine Preiskorrekturen.“ (Ziff. 266)

Diese Prozyklizität würde durch risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung gemäß Basel II sogar noch verschärft, und auch die seit 2004 allgemein übliche Marktpreisbewertung bei der Bilanzierung trage dazu bei, denn damit würde in guten Zeiten das Eigenkapital höher, in schlechten niedriger ausgewiesen⁸. In den USA wäre zudem im Jahr 2004 die Vorschrift gestrichen worden, dass Investmentbanken maximal mit einem 12-fachen Hebel arbeiten dürften, und schließlich seien in den vergangenen Jahren Modelle zur Bewertung von Risiken aus der Schwankung von Vermögenspreisen vorgedrungen, die mit „Schönwetterdaten“ gefüttert gewesen seien (ebda.) Die Mindesteigenkapitalanforderungen von Basel II würden dennoch einen bedeutenden Fortschritt gegenüber Basel I darstellen, weil sie die Risiken der bilanzierten Aktiva sehr viel detaillierter abbilden würden, die zugelassenen Risikobewertungsmodelle in den Banken hätten aber für zu geringe Eigenkapitalpuffer gesorgt. (Ziff. 286) Der Rat schlägt ein Mindestverhältnis von Eigenkapital zu ungewichteter Bilanzsumme, also eine Art „umgekehrten“ Hebel, vor:

„Der Vorteil der Vorgabe einer Leverage Ratio liegt vor allem darin, dass sie ein **einfaches** und daher **robustes Instrument** ist, um das Bilanzwachstum von Banken zu kontrollieren. Da die Bilanzsumme nicht risikogewichtet wird, greift die Leverage Ratio auch dann, wenn Risikomodelle versagen und risikogewichtete Eigenkapitalregulierungen eine falsche Sicherheit vermitteln.“ (Ziff. 288, Hervorhebungen im Original)

Das ist praktisch eine Rolle rückwärts: Statt der Anwendung hochkomplexer „moderner“ Methoden wird die Rückkehr zu einfachen, stabilen Daumenregeln vorgeschlagen. Ursächlich dafür sind auch bekannt gewordene Fakten aus der Bankpraxis: Eine detaillierte Untersuchung der Fehler im Risikomanagementsystem der United Bank of Switzerland (UBS) zeige beispielsweise,

„dass die technisch hoch entwickelten Systeme letztlich zu einer massiven Unterschätzung der Risiken führten und deshalb das schnelle Bilanzwachstum zu lange nicht ernsthaft hinterfragt wurde. Die risikogewichteten Basel II Eigenkapitalquoten lagen in den Aufschwungsjahren 2001 bis 2006 stets in der Nähe von 12 vH und signalisierten somit einen komfortablen Risikopuffer. Hingegen ging die Leverage Ratio im selben Zeitraum von 3,5 vH auf 2,1 vH zurück, was einem Anstieg des Hebels von 29 auf 47 entsprach ... Die massive Bilanzausweitung von fast einer Billion Schweizer Franken wäre mit einer konstanten Leverage Ratio von drei, wie sie von nun an für die UBS vorgeschrieben wird, nicht möglich gewesen.“ (Ziff. 288)

Die Hypo Real Estate (HRE) sei ein weiteres Beispiel einer Bank, „bei der eine im Endeffekt verheerende Bilanzausweitung durch eine konstante Leverage Ratio verhindert worden wäre. Mit der Übernahme der DEPFA im Jahre 2007 nahmen die gesamten Aktiva der HRE um fast 240 Milliarden Euro zu. Hingegen stiegen die risikogewichteten Aktiva lediglich um 34 Milliarden

⁸ Der Prozyklizität kann aufsichtsrechtlich entgegengewirkt werden. Als ein positives Beispiel wird in der Literatur in der Regel auf Spanien verwiesen. Vgl. z.B. IW (2009), S. 120-123.

Euro, was der damaligen Einschätzung, das Geschäft der DEPFA sei risikoarm, entsprach. Die Kernkapitalquoten blieben ebenfalls unverändert, jedoch fiel die Leverage Ratio von 2,8 vH auf 1,9 vH und der Hebel der HRE stieg somit von 35 auf über 50.“ (ebda.)

Der Rat vergleicht das Mark to Market-Prinzip (Fair Value) mit den Regeln des Deutschen Handelsgesetzbuch (HGB).

„Die unzureichenden Risikopuffer des internationalen Finanzsystems sind auch darauf zurückzuführen, dass das Vorsichtsprinzip bei der Bilanzierung immer mehr in den Hintergrund getreten ist. Mit der Verbreitung der Rechnungslegungsvorschriften des **IFRS** (International Financial Reporting Standards) hat sich eine am Zeitwert von Aktiva (Fair Value) orientierte Bewertung durchgesetzt, die es Unternehmen erlaubt, auch unrealisierte Gewinne auszuschütten. Wenn es in der Folgezeit dazu kommt, dass der Marktwert eines Vermögensgegenstands sinkt, steht den Gläubigern eine geringere Haftungsmasse gegenüber. Der geringere Gläubigerschutz dieses Bilanzierungssystems hat allerdings den Vorteil, dass den Finanzinvestoren ein besseres Bild über die Leistungsfähigkeit eines Unternehmens vermittelt wird. Insbesondere vermeidet eine am Marktwert orientierte Bilanzierung, dass stille Reserven entstehen, die es der Unternehmensleitung ermöglichen, die Entwicklung der Ertragslage zu verschleiern. Generell stärkt das IFRS die Stellung der Aktionäre gegenüber dem Management.

Eine alternative bilanzpolitische Zielsetzung prägt das deutsche Handelsgesetzbuch (**HGB**), bei dem die Anschaffungs- und Herstellungskosten grundsätzlich als Obergrenze für die Bewertung vorgeschrieben werden. Das darin zum Ausdruck kommende Vorsichtsprinzip verhindert, dass unrealisierte Gewinne ausgeschüttet werden können. Der damit erreichte sehr umfassende Gläubigerschutz hat allerdings den Nachteil, dass es in großem Umfang zur Bildung stiller Reserven kommen kann.“ (Ziff. 295, Hervorhebung im Original)

Zwischen den beiden Rechnungslegungssystemen bestehe „ein klarer Zielkonflikt“ – je nach dem Ziel, welches die Rechnungslegung verfolge, müsse ausgewählt werden:

„Beim Versuch, einen möglichst zeitnahen Einblick in die Vermögens- und Ertragslage eines Unternehmens zu eröffnen, zielt der Fair Value darauf ab, den Wert eines Vermögensgegenstands möglichst objektiv zu bestimmen, indem er eine Bewertung fordert, wie sie zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern zustande kommen würde. Diesem Prinzip kann man immer dann sehr einfach entsprechen, wenn es um die Bewertung eines relativ homogenen Guts geht, für das liquide Märkte und damit aktuelle Preise bestehen. Da diese Voraussetzung für einen Großteil der Aktiva nicht gegeben ist, werden dem Management erhebliche Ermessensspielräume eröffnet, die umso mehr genutzt werden, je stärker sich die Vergütung am laufenden Unternehmenserfolg orientiert.“ (Ziff. 298)

„In den letzten Jahren hat sich weltweit die Vorstellung durchgesetzt, dass die mit dem IFRS verbundenen positiven Anreizeffekte für die Unternehmensführung höher zu gewichten seien als die stabilisierenden Elemente, die sich aus vom Vorsichtsprinzip geprägten Bewertungsansätzen ergeben. Wegen der unstrittigen Vorteile einer marktorientierten Bewertung kommt eine Abkehr von einer Bilanzierung nach dem Fair Value nicht in Frage. Gleichzeitig muss jedoch nach institutionellen Lösungen gesucht werden, die für eine bessere Eigenkapitalausstattung von Finanzinstituten sorgen und insbesondere verhindern, dass die Prozyklizität des Finanzsystems erhöht wird.“ (Ziff. 299).

Der Rat windet sich hier offenbar: Im Prinzip ist er – wie auch aus Aussagen in früheren Gutachten abzuleiten – für die „fair value“-Bewertung, und deshalb käme eine Abkehr von diesem Prinzip nicht in Betracht. Andererseits zeigt er selbst in Ziffer 298 auf, dass diese Bewertungsregeln Managern Spielräume geben, um ihre am laufenden Unternehmenserfolg ausgerichtete Vergütung zu steuern. Vor diesem Hintergrund überrascht, dass mit dem IFRS (nicht näher ausgeführte) positive Anreizeffekte für die Unternehmensführung verbunden sein sollen. Als Ausweg könne erwogen werden, dass zumindest die großen Banken nach *beiden* Standards bilanzieren sollten:

„Die entscheidende Frage wäre dabei, welche Rechtsfolgen an die beiden Bilanzen geknüpft werden. Wenn man die mit den IFRS verbundenen positiven Anreizeffekte in den Vordergrund stellt, käme der am HGB orientierten Bilanz eine reine Informationsfunktion zu. Sie würde dann die Gläubiger darüber informieren, wie hoch das Eigenkapital bei einer vorsichtigen Bewertung anzusetzen wäre. Wenn man die Stabilitätsgesichtspunkte höher gewichtet, könnte die am HGB orientierte Bilanz für die Gewinnausschüttung, die Management-Vergütung und die Berechnung

des haftenden Eigenkapitals herangezogen werden, die IFRS-Bilanz würde dann in erster Linie der Information von Aktionären und Finanzanalysten dienen.“ (Ziff. 300)

Zur Vermeidung künftiger Krisen seien „grundsätzliche Reformen“ notwendig (nach der Asien-Krise wurden 1999 wurden noch Änderungen im Detail für ausreichend gehalten). Als Gremium für eine Verbesserung der internationalen Finanzarchitektur dient das 1999 von den G7-Staaten eingerichtete *Financial Stability Forum* (FSF).⁹ Der Rat begrüßt dessen Vorschläge:

„Sie betreffen insbesondere die Stärkung der Aufsicht über das Kapital-, Liquiditäts- und Risikomanagement, die Verbesserung der Transparenz, der Bewertungsstandards, des Ratingprozesses und der Nutzung von Ratings, die Stärkung der Reaktionsfähigkeit der Aufsichtsbehörden sowie die Verbesserung des Managements von Stresssituationen im Finanzsystem. Aus Sicht des Sachverständigenrates sind ein Großteil der vom FSF formulierten Empfehlungen wichtige Schritte in die richtige Richtung.“ (Ziff. 267)

Der Rat schlägt darüber hinaus eine internationale Finanzaufsicht vor, die sich vorrangig mit folgenden Aufgabenfeldern befassen sollte:

- „– Die Früherkennung von Risiken durch eine zentrale Analyseeinheit, deren wichtigstes Element ein Finanzinformationssystem sein muss, das auch mikro-prudenzielle Daten und Informationen umfasst.
- Die Evaluierung nationaler Aufsichtssysteme, also eine „Aufsicht der Aufsicht“, die die Effizienz und Wettbewerbskonformität nationaler Regulierungen überwacht.
- Die Festlegung regulatorischer Kerngrößen und Mindestnormen.
- Die Aufsicht über einzelne global tätige und systemisch relevante Institute.
- Das länderübergreifende Krisenmanagement bei Störungen des globalen Finanzsystems.

Mit jedem zusätzlichen Funktionsbereich, der auf die internationale Ebene übertragen wird, steigt einerseits die Wahrscheinlichkeit, dass Lücken im System und Abstimmungsprobleme vermieden werden. Andererseits wird mit der Zahl der international ausgeführten Funktionen die Gefahr größer, dass länderspezifische Besonderheiten vernachlässigt werden.“ (Ziff. 272)

Der Rat macht sich keine Illusionen über die Schwierigkeiten der Umsetzung seiner Forderungen: „Es wäre schon viel erreicht, wenn die Regierungen bei den beiden ersten Funktionen zu substantiellen Lösungen kämen.“ (ebda.) Wichtiges Element eines Frühwarnsystems wäre ein zentrales *Kreditregister*, das weltweit Kreditengagements auf der Mikroebene erfasst. Dazu sollten Hebelbegrenzungen vereinbart werden. Der IMF sollte zu einem International Monetary an Financial Stability Fund weiterentwickelt werden, innerhalb der EU könnten noch mehr Kompetenzen in einer zentralen Aufsichtseinheit (Europäisches System der Bankenaufsicht) zusammengeführt werden.

Insgesamt sind dies einleuchtende, konventionelle Forderungen – eine grundlegende Einschränkung der Kreation und des Handels mit innovativen Finanzmarktinstrumenten steht beim Rat nicht auf der Agenda. Das kann angesichts der Zwiespältigkeit dieser Produkte auch nicht verwundern: Als Risikotransferinstrumente können sie sehr segensreich wirken, als Mittel für riskante Wetten viel Unheil anrichten. Die Komplexität dieser Instrumente verschafft hochgradig spezialisierten Insidern Informationsvorsprünge, die zu ungerechtfertigten Gewinnen führt. Solche Gewinne können auch aus technischen Vorsprüngen resultieren. Zur Jahresmitte 2009 berichtete die New York Times beispielsweise über „high-frequency trading“. Nach Dunhigg (2009) können leistungsfähige Rechnerprogramme von großen Banken in Millisekunden Millionen von Aufträgen ausführen oder streichen. Diese technischen Vorsprünge würden ökonomisch relevant, weil die Börsen im Wettbewerb stehen. Daher gewähren sie den größten Händlern teilweise kleine Zuwendungen, wenn sie über ihre Plattformen handeln, was das Handelsvolumen künstlich aufbläht. Gravierender noch ist die Praxis, dass die Börsenbetreiber in den USA wegen einer Regulierungslücke großen Händlern gegen eine kleine Gebühr Aufträge zur Ausführung 3 Millisekunden früher als allgemein zugänglich zeigen, und diese Winzigkeit reicht hin, um mit Hilfe superschneller Rechner Gewinn aus diesem Informationsvorsprung zu ziehen. (vgl. dazu auch Ohne Verfasser, 2009)

⁹ Seit 2009 Financial Stability Board (FSB). Zu Aufgaben, Mitgliederkreis und Geschichte siehe <http://www.financialstabilityboard.org/index.htm>

10 Abschließende Bewertung

Ausgangspunkt der Untersuchung war die Frage, ob der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage die handelnden Wirtschaftspolitiker in Sachen Finanzmarktstabilität gut beraten hat. Dazu wurden diesbezügliche Aussagen aus seinen Jahresgutachten herangezogen. Diese rückblickende Perspektive ist im Grunde genommen nicht fair, denn nach dem Eintreffen eines Desasters dieser Größe ist es in der Rückschau immer leicht, frühere Aussagen zu finden, die aus dem damaligen Kenntnisstand heraus plausibel, aus heutiger Sicht dagegen eher problematisch erscheinen¹⁰. Eine angemessene Bewertung der Beratungsleistung des Rates müsste seine Einschätzungen und Forderungen zu den jeweiligen Zeitpunkten denen alternativer Ratgeber aus Wissenschaft, Politik und Wirtschaft beim gleichen Stand der Fakten gegenüberstellen, um so komparative Vorteile im Meer des Nichtwissens der Zukunft zu identifizieren. Vermutlich würde eine solche systematische Analyse zum Ergebnis haben, dass – von notorischen Untergangspropheten abgesehen – niemand einen systemischen Zusammenbruch des Weltfinanzsystems in der dann erfahrenen Dimension vorausgesehen oder gar mit zutreffenden Verweisen auf die inzwischen bekannten Ursachen begründet prognostiziert hat. Vor diesem Hintergrund sollte die nachfolgende zusammenfassende Bewertung der Aussagen des Rates nicht als besserwisserische Kritik, sondern als Versuch aufgefasst werden, den Grad der Hellsichtigkeit der ökonomischen Fachdisziplin bezüglich der Finanzmärkte kritisch zu reflektieren.¹¹

Die Durchsicht der Jahresgutachten des Rates ergibt zunächst eine große Kontinuität bezüglich seiner Konzeption einer *angebotsorientierten Wirtschaftspolitik*, was vermutlich auch mit einer durch das Berufungsverfahren gegebenen personellen Kontinuität zusammenhängt. Der Rat sieht für Deutschland Mängel auf der Angebotsseite, die dazu führen würden, dass das Land seine Wachstumschancen nur unzureichend nutze. In *diesem* Zusammenhang spricht er sich vehement und stetig für Deregulierungsmaßnahmen aus. Der Vorwurf, die Finanzmärkte seien durch die Dominanz einer generellen Deregulierungsphilosophie entfesselt worden, trifft den Rat eindeutig nicht: Immer wieder und mit großer Deutlichkeit weist er auf die für Finanzmärkte typischen systemischen Risiken hin, die eine staatliche Finanzmarktaufsicht unabdingbar machen. In den Gutachten wird nur über richtige Art der Aufsicht nachgedacht, nicht aber über das „Ob“.

In der *Geldpolitik* fordert der Rat mit großer Konsequenz Stetigkeit und wendet sich gegen eine Politik des billigen Geldes zur fallweisen Stimulierung der Konjunktur, und zwar nicht nur wegen Risiken für die Preisstabilität, sondern auch wegen Risiken für die Stetigkeit des Wachstums, seit dem Jahresgutachten 2007 auch wegen des Risikos der Bildung spekulativer Blasen auf den Immobilien- und Finanzmärkten. Bei der *Finanzmarktaufsicht* forderte der Rat schon früh international abgestimmte Regulierungen, weil globalisierte Märkte auch globale Regulierungsstandards erfordern würden. Er begleitete die Basel II-Verhandlungen mit zustimmendem Tenor – inklusive Warnungen vor zu viel bürokratischer Regulierung und großen (in der Rücksicht: zu großen) Hoffnungen auf ein verbessertes bankinternes Risikocontrolling.

Der Rat schätzt die Globalisierung und *Liberalisierung der Kapitalmärkte* im Grundsatz sehr positiv, weil effizienzsteigernd ein. Er konditioniert diese Position aber: Die Liberalisierung habe – wie im Zusammenhang mit Währungskrisen in Schwellenländern immer wieder betont – ein robustes Bankensystem, eine funktionierende Bankenaufsicht und eine vertrauensstiftende Wirtschaftspolitik zur Voraussetzung. Dies alles sah er bis zum Krisenausbruch als für die hochentwickelten Länder weitgehend gegeben an; diese könnten und sollten daher die Vorteile weltweit integrierter Kapitalmärkte nutzen.

¹⁰ In der Psychologie nennt man das Phänomen, dass es rückschauend völlig logisch ist, dass Dinge so passieren mussten, wie sie passiert sind, *hindsight bias* (vgl. dazu bspw. Fischhoff 1975).

¹¹ Einige Ökonomen nehmen die Krise als Anlass zu grundsätzlicher Kritik am fachwissenschaftlichen Stand: „Die Modelle sahen drohende Fehlentwicklungen nicht, weil sie sie auf Grund ihrer Konstruktion nicht sehen konnten.“ (Lux 2009) Abgesehen von der Frage, ob Modelle sehen können – der Vorwurf des Modellplatonismus trifft den Sachverständigenrat sicher nicht. Lux hat allerdings recht, wenn er die Krise auch als „Stresstest für die Wissenschaft“ sieht; zweifellos sind verstärkte Anstrengungen erforderlich, Phänomene wie „Herdentrieb“ oder Risikoignoranz noch besser zu verstehen. Die besondere Anfälligkeit von Finanzmärkten für solche Prozesse ist indes nicht neu und kein Grund, in anderen Bereichen auch empirisch bewährte Marktmodelle als fehlspezifiziert zu denunzieren. Dass Ökonomen häufiger als andere dazu neigen, die Effizienz von Märkten zu überschätzen, sollte nicht verwundern, und etwas mehr Demut mit Blick auf die prognostischen Fähigkeiten der Zukunft ist sicher angebracht. Auch die Frage nach der eigenen Verantwortung der Zukunft für die Krise scheint angesichts der lange Zeit ziemlich kritiklosen Akzeptanz fragwürdiger Finanzmarktinnovationen berechtigt. Die moderne Finanzindustrie ist ohne die Revolution bei der digitalen Informationsverarbeitung nicht denkbar; sogar Fachvertreter dieser Disziplin haben die Frage nach der eigenen Verantwortlichkeit aufgeworfen. Vgl. Bartmann (2009).

Die zum Teil mit der Globalisierung der Finanzmärkte einhergehenden, zum Teil davon unabhängigen *Finanzmarktinnovationen*, also vor allem die Ausweitung der Terminmärkte, die Verbriefung von Kreditforderungen und die für die Krise noch wichtigere Tranchierungstechnik, werden vom Rat – sieht man von den beiden letzten Gutachten ab – außerordentlich positiv, weil effizienzsteigernd eingeschätzt. Zwar werden gelegentlich Intransparenzen beklagt, teilweise wird auch auf negative Anreize (*moral hazard*) hingewiesen, im Grundsatz hielt der Rat diese Techniken aber für stabilisierend, weil sie den Banken eine leistungsfähige Risikosteuerung ermöglichen würden.

Die Erwartung, dass die Banken durch die Nutzung der modernen Finanzmarktinstrumente und durch den Einsatz leistungsfähiger Informationssysteme „fortgeschrittene“ *Risikokontrollsysteme* entwickeln können, scheint in der Kommentierung des Basel II-Prozesses durch den Rat immer wieder durch. Die Hoffnung richtete sich auf komplexere Risikobewertungsmodelle statt einfacher Kapitalunterlegungsformeln. Zwar sah der Rat, dass mit Hilfe solcher Modelle die Eigenkapitalunterlegung schrumpfen kann. Darin erblickt er aber weniger ein Risiko, als einen erwünschten Anreiz für die Banken, sich intensiver als zuvor mit der Risikosteuerung zu befassen, und so die Wahrscheinlichkeit von destabilisierenden Überraschungen im Bankensektor zu verringern. Offenbar hegte der Rat auch Hoffnungen, dass sich damit die Bankenaufsicht ändern könnte, und zwar weg von bürokratischer Kontrolle und hin zu qualitativer Aufsicht.

Mehrfach vergleicht der Rat das marktbasierende *anglo-amerikanische Finanzsystem* mit dem bankbasierten kontinentaleuropäischen. Zwar benennt er jeweils Vor- und Nachteile, im Grundsatz aber zieht der Rat für hochentwickelte Volkswirtschaften die marktbasierende der bankbasierten Finanzierung vor. Für Deutschland erkennt er zu wenig entwickelte Märkte für die Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen, auch das relativ gering entwickelte Investmentbanking sei in einem innovativen globalen Umfeld ein Entwicklungsnachteil. Hinter der Bevorzugung der marktbasierten Finanzierung steht mehr oder weniger deutlich die Vorstellung effizienter Märkte. Durch Märkte könnten die dezentral vorhandenen Informationen in die Preisfindung eingehen, was zur Transparenz beitrage. Diese Position wird zum Beispiel bei der Einschätzung von Leerverkäufen deutlich. Als der Rat im Jahresgutachten 2008 erkennt, dass Marktteilnehmer dieses Instrument auch nutzen, um sich durch Streuung von Gerüchten zu bereichern, scheint er konsterniert. Hier wirkt sich – wie an anderen Stellen auch – aus, dass sein Zugang zur Finanzmarktrealität naturgemäß vor allem theoriegeleitet ist. Wo Ökonomen effizienzsteigernde Innovationen sehen, sehen Finanzmarktpraktiker zugleich auch Möglichkeiten, noch mehr Risiken einzugehen, zumal wenn sie mit ihrem Einkommen am Gewinn ganz außerordentlich partizipieren, am Verlustrisiko aber nicht beteiligt sind, also erheblichen Fehlanreizen unterliegen.

Damit Märkte effizient funktionieren, müssen sie transparent sein; der Rat fordert daher immer wieder solche *Transparenz* ein, beispielsweise durch Rechenschaftspflichten und andere regulatorische Auflagen. Vor diesem Hintergrund ist schon etwas überraschend, dass er die strukturelle Intransparenz von Mehrfachverbriefungen und -tranchierungen erst bemängelt, als die Krise durch den Zusammenbruch dieses Marktes mit Händen zu greifen war. Auch die Beurteilung der *Rating-Agenturen* fällt erst im Jahresgutachten 2008 eindeutig negativ aus, und zwar mit so grundsätzlichen Argumenten, dass man sich – wie auch bei der Verbriefungstechnik – fragen kann, warum sie nicht schon früher entdeckt werden konnten.

Was kann man dem Rat vorwerfen? Hellscheherische Fähigkeiten sollte man nicht verlangen; im Rückblick werden immer viele Zeichen anders gewertet, als es den Tagesbeobachtern möglich war¹². Der Rat urteilte nach dem fachwissenschaftlichen Stand der Kunst, vor dem Hintergrund vieler angebotsseitiger Verkrustungen in Deutschland gelegentlich vielleicht etwas zu blauäugig bezüglich der als positiver empfundenen amerikanischen Praxis. Ökonomen schätzen aus Marktprozessen hervorgegangene Innovationen grundsätzlich sehr positiv ein, denn sie eröffnen neue Chancen für Wachstum, Einkommen und Arbeitsplätze. Wohl vor diesem Hintergrund beurteilt der Rat im Rückblick betrachtet die Innovationsleistung der Banken bezüglich Verbriefung und Struktu-

¹² Gewohnt zynisch, aber in der Sache zutreffend bemerkt Heilemann (2009) zu einem Vorschlag von DIW-Präsident Zimmermann aus dem Frühjahr 2009 nach einem Prognoseseminar: „Die Klagen von Politik, Kommentariat und Fach, Krisen würden zu spät gesehen, überzeugen wenig: Es war selten anders, es ist überall so und beides ist seit langem bekannt. Dass sich daran in absehbarer Zeit viel ändert, ist wenig wahrscheinlich, die Hoffnungen, dass mit ‚besseren‘ Theorien, Daten und Methoden die Prognosen treffsicherer werden, haben sich bislang nur in der Meteorologie erfüllt.“ Für den problematischen Rückblick auf Prognosen (also den „hindsight bias“) bemerkt er an anderer Stelle: „Zur Beantwortung der Frage, ob ein ‚Rat‘ – ein unscharfer Begriff – ‚richtig‘ oder ‚falsch‘ war, müssten wir letztlich wissen, wie die *autre monde* (also die kontrafaktische Situation der modernen Evaluationsforschung, HW) ausgesehen hätte, und ob dabei die Ex-post-Perspektive die richtige ist, kann bezweifelt werden.“ Heilemann (2004), S. 195:

rierung viel zu euphorisch. Falsche Anreize, Informationsasymmetrien und Moral hazard-Probleme werden zwar thematisiert, aber nicht immer ernst genug genommen. Vor allem die immer größer werdende Komplexität der neuen Finanzprodukte hätte den Rat angesichts der Vehemenz, mit der er Transparenz als Grundvoraussetzung effizienter Märkte forderte, früher und grundsätzlicher nachdenklich machen können.

11 Literatur

- Bartmann, Peter (2009): Die Verantwortung der Wirtschaftsinformatik für die Subprimekrise. *Diskussionspapier* WI-260 der Universität Augsburg.
- Beck, Hanno / Wienert, Helmut (2009): Die Finanzmarktkrise im Spiegel der Bankbilanz. In: *WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 38. Jg., S. 251-258.
- Borio, Claudio/Lowe, Philip (2004): Securing sustainable price stability: should credit be back from the wilderness? *BIS Working Papers* No. 157.
- Corrigan-Report (2005): The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group II. Towards Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective. Abgerufen am 28.8.2009 unter <http://www.crmpolicygroup.org/crm/pg2/docs/CRMPG-II.pdf>
- Duhigg, Charles (2009): Stock Traders Find Speed Pays, in Milliseconds. *New York Times*, Ausgabe vom 22.7.2009. Abgerufen am 28.8.2009 unter http://www.nytimes.com/2009/07/24/business/24trading.html?_r=1&scp=2&sq=high%20frequency%20trading&st=Search
- Fischhoff, Baruch (1975): Hindsight \neq foresight: The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty, in: *Journal of Experimental Psychology* (1), pp. 288 – 299.
- Heilemann, Ullrich (2009): Déjà Vu: Prognose in der Krise. In: *Wirtschaftsdienst*, Jg. 89, S. 90-95. Abgerufen am 28.8.2009 unter http://www.google.de/search?hl=de&source=hp&q=heilemann%2Bprognose&meta=&rlz=1W1ADBF_de&aq=f&oq=
- Heilemann, Ullrich (2004): Erfolg in der wirtschaftswissenschaftlichen Politikberatung: zwei Beispiele. In: Apolte, Thomas/Caspers, Rolf/Welfens, Paul J.J. (Hrsg.) *Ordnungsökonomische Grundlagen nationaler und internationaler Wirtschaftspolitik*. (Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft, Bd. 74). Stuttgart
- IW (2009): Institut der deutschen Wirtschaft: Arbeitsweise der Bankenaufsicht vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise. Gutachten im Auftrag des Finanzministeriums. Köln. Abgerufen am 28.8.2009 unter http://www.iwkoeln.de/Portals/0/pdf/dokumente_andere/2009/Gutachten%20Bankenaufsicht.pdf
- Laeven, Luc/Valencia, Fabian (2008) Systemic Banking Crises: A New Database, *IMF Working Paper* No. 08/224. Abgerufen am 28.8.-2009 unter <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>
- Lux, Thomas (2009): Die Welt als Modell und Vorstellung – Warum haben die Ökonomen die Krise nicht vorhergesehen? Weil ihre Theorien auf Annahmen fußen, die fern der Realität sind. In: *Süddeutsche Zeitung*, Ausgabe Nr. 192 vom 22./23.8.2009, S. 2.
- Ohne Verfasser (2009a): High-frequency trading – Rise of the machines. In: *The Economist*, Ausgabe vom 30.7.2009. Abgerufen am 28.8.2009 unter http://www.economist.com/research/articlesBySubject/displaystory.cfm?subjectid=682272&story_id=14133802
- President's Working Group (1999): Report of the President's Working Group on Financial Markets: Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management. Abgerufen am 28.8.2009 unter <http://www.treas.gov/press/releases/reports/hedgfund.pdf>
- SVR (1992): Für Wachstumsorientierung – Gegen lähmenden Verteilungsstreit. Jahresgutachten 1992/93 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Bundestagsdrucksache 12/3774.
- SVR (1993): Zeit zum Handeln – Antriebskräfte stärken. Jahresgutachten 1993/94 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Bundestagsdrucksache 12/6170.
- SVR (1994): Den Aufschwung sichern – Arbeitsplätze schaffen. Jahresgutachten 1994/95 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Bundestagsdrucksache 13/26.
- SVR (1995): Im Standortwettbewerb. Jahresgutachten 1995/96 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Bundestagsdrucksache 13/3016.
- SVR (1996): Reformen voranbringen. Jahresgutachten 1996/97 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Bundestagsdrucksache 13/6200.

- SVR (1997): Wachstum, Beschäftigung, Währungsunion – Orientierungen für die Zukunft. Jahresgutachten 1997/98 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Bundestagsdrucksache 13/9090.
- SVR (1998): Vor weitreichenden Entscheidungen. Jahresgutachten 1998/99 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Bundestagsdrucksache 14/73.
- SVR (1999): Wirtschaftspolitik unter Reformdruck. Jahresgutachten 1999/2000 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- SVR (2000): Chancen auf einen höheren Wachstumspfad. Jahresgutachten 2000/01 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- SVR (2001): Für Stetigkeit - gegen Aktionismus. Jahresgutachten 2001/02 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- SVR (2002): Zwanzig Punkte für Beschäftigung und Wachstum. Jahresgutachten 2002/03 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- SVR (2003): Staatsfinanzen konsolidieren - Steuersystem reformieren. Jahresgutachten 2003/04 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- SVR (2004): Erfolge im Ausland - Herausforderungen im Inland. Jahresgutachten 2004/04 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- SVR (2005): Die Chance nutzen - Reformen mutig voranbringen. Jahresgutachten 2005/06 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- SVR (2006): Widerstreitende Interessen - Ungenutzte Chancen. Jahresgutachten 2006/07 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- SVR (2007): Das Erreichte nicht verspielen. Jahresgutachten 2007/08 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- SVR (2008a): Das deutsche Finanzsystem: Effizienz steigern - Stabilität erhöhen. Expertise im Auftrag der Bundesregierung. Wiesbaden.
- SVR (2008b): Die Finanzkrise meistern - Wachstumskräfte stärken. Jahresgutachten 2008/08 des Sachverständigenrates zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wiesbaden.
- Wessolly, Robert/Wienert, Helmut (2002): Die argentinische Währungskrise. (Beiträge der Hochschule Pforzheim Nr. 106.) Pforzheim.

Verzeichnis der bisher erschienenen Beiträge

- | | | | |
|-----|---|------------|--|
| 52. | Werner Pepels | Aug. 1990 | Integrierte Kommunikation |
| 53. | Martin Dettinger-Klemm | Aug. 1990 | Grenzen der Wissenschaftsfreiheit. Überlegungen zum Thema: Freiheit und Verantwortung des Wissenschaftlers |
| 54. | Werner Pepels | Sept. 1990 | Mediaplanung – Über den Einsatz von Werbegebern in Medien |
| 55. | Dieter Pflaum | Sept. 1990 | Werbeausbildung und Werbemöglichkeiten in der DDR |
| 56. | Rudi Kurz (Hrsg.) | Nov. 1990 | Ökologische Unternehmensführung – Herausforderung und Chance |
| 57. | Werner Pepels | Jan. 1991 | Verkaufsförderung – Versuch einer Systematisierung |
| 58. | Rupert Huth, Ulrich Wagner (Hrsg.) | Aug. 1991 | Volks- und betriebswirtschaftliche Abhandlungen. Prof. Dr. Dr. h.c. Tibor Karpati (Universität Osijek in Kroatien) zum siebzigsten Geburtstag. Mit einem Vorwort von R. Huth und Beiträgen von H.-J. Hof, H. Löffler, D. Pflaum, B. Runzheimer und U. Wagner |
| 59. | Hartmut Eisenmann | Okt. 1991 | Dokumentation über die Tätigkeit einer Industrie- und Handelskammer – Dargestellt am Beispiel der IHK Nordschwarzwald |
| 60. | Ursula Hoffmann-Lange | Dez. 1991 | Eliten und Demokratie: Unvereinbarkeit oder notwendiges Spannungsverhältnis? |
| 61. | Werner Pepels | Dez. 1991 | Elemente der Verkaufsgesprächsführung |
| 62. | Wolfgang Berger | Dez. 1991 | Qualifikationen und Kompetenzen eines Europa-managers |
| 63. | Günter Staub | Jan. 1992 | Der Begriff „Made in Germany“ – Seine Beurteilungskriterien |
| 64. | Martin W. Knöll, Hieronymus M. Lorenz | Mai 1992 | Gegenstandsbereich und Instrumente der Organisationsdiagnose im Rahmen von Organisationsentwicklungs (OE)-Maßnahmen |
| 65. | Werner Lachmann | Juni 1992 | Ethikversagen – Marktversagen |
| 66. | Paul Banfield | Juni 1993 | Observations On The Use Of Science As A Source Of Legitimation In Personnel Management |
| 67. | Bernd Noll | Aug. 1993 | Gemeinwohl und Eigennutz. Wirtschaftliches Handeln in Verantwortung für die Zukunft – Anmerkungen zur gleichnamigen Denkschrift der Evangelischen Kirche in Deutschland aus dem Jahre 1991 |
| 68. | Siegfried Kreutzer, Regina Moczadlo | Aug. 1993 | Die Entdeckung der Wirklichkeit – Integrierte Projektstudien in der Hochschulausbildung |
| 69. | Sybil Gräfin Schönfeldt | Aug. 1993 | Von Menschen und Manieren. Über den Wandel des sozialen Verhaltens in unserer Zeit. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1992/93 |
| 70. | Hartmut Löffler | Dez. 1993 | Geld- und währungspolitische Grundsatzüberlegungen für ein Land auf dem Weg zur Marktwirtschaft – Das Beispiel Kroatien |
| 71. | Hans-Georg Köglmayr, Kurt H. Porkert | Nov. 1994 | Festlegen und ausführen von Geschäftsprozessen mit Hilfe von SAP-Software |
| 72. | Alexa Mohl | Febr. 1995 | NLP-Methode zwischen Zauberei und Wissenschaft. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1994/95 |
| 73. | Bernd Noll | Mai 1995 | Marktwirtschaft und Gerechtigkeit: Anmerkungen zu einer langen Debatte |
| 74. | Rudi Kurz, Rolf-Werner Weber | Nov. 1995 | Ökobilanz der Hochschule Pforzheim. 2. geänderte Auflage, Jan. 1996 |
| 75. | Hans Lenk | Mai 1996 | Fairneß in Sport und Wirtschaft. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1995/96 |
| 76. | Barbara Burkhardt-Reich, Hans-Joachim Hof, Bernd Noll | Juni 1996 | Herausforderungen an die Sozialstaatlichkeit der Bundesrepublik |
| 77. | Helmut Wienert | März 1997 | Perspektiven der Weltstahlindustrie und einige Konsequenzen für den Anlagenbau |
| 78. | Norbert Jost | Mai 1997 | Innovative Ingenieur-Werkstoffe |
| 79. | Rudi Kurz, Christoph Hubig, Ortwin Renn, Hans Diefenbacher | Sept. 1997 | Ansprüche in der Gegenwart zu Lasten der Lebenschancen zukünftiger Generationen |
| 80. | Björn Engholm | Okt. 1997 | Ökonomie und Ästhetik. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1996/97. 2. geänderte Auflage. Jan. 1998 |
| 81. | Lutz Goertz | Sept. 1998 | Multimedia quo vadis? – Wirkungen, Chancen, Gefahren. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Fachhochschule Pforzheim, Wintersemester 1996/97 |
| 82. | Eckhard Keßler | Nov. 1998 | Der Humanismus und die Entstehung der modernen Wissenschaft. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1996/97 |
| 83. | Heinrich Hornef | Febr. 1998 | Aufbau Ost – Eine Herausforderung für Politik und Wirtschaft. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Fachhochschule Pforzheim, Wintersemester 1997/98 |

Verzeichnis der bisher erschienenen Beiträge

84. **Helmut Wienert** Juli 1998
50 Jahre Soziale Marktwirtschaft – Auslaufmodell oder Zukunftskonzept? Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Sommersemester 1998
Peter Kern, Wilhelm Bauer, Rolf Ilg; Heiko Dreyer; Johannes Wößner und Rainer Menge
85. **Bernd Noll** Sept. 1998
Die Gesetzliche Rentenversicherung in der Krise
86. **Hartmut Löffler** Jan. 1999
Geldpolitische Konzeptionen - Alternativen für die Europäische Zentralbank und für die Kroatische Nationalbank
87. **Erich Hoppmann** Juni 1999
Globalisierung. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Sommersemester 1999
88. **Helmut Wienert (Hrsg.)** Dez. 1999
Wettbewerbspolitische und strukturpolitische Konsequenzen der Globalisierung. Mit Beiträgen von Hartmut Löffler und Bernd Noll
89. **Ansgar Häfner u.a. (Hrsg.)** Jan. 2000
Konsequenzen der Globalisierung für das internationale Marketing. Mit Beiträgen von Dieter Pflaum und Klaus-Peter Reuthal
90. **Ulrich Wagner** Febr. 2000
Reform des Tarifvertragsrechts und Änderung der Verhaltensweisen der Tarifpartner als Voraussetzungen für eine wirksame Bekämpfung der Arbeitslosigkeit
91. **Helmut Wienert** April 2000
Probleme des sektoralen und regionalen Wandels am Beispiel des Ruhrgebiets
92. **Barbara Burkhardt-Reich** Nov. 2000
Der Blick über den Tellerrand – Zur Konzeption und Durchführung eines „Studium Generale“ an Fachhochschulen
93. **Helmut Wienert** Dez. 2000
Konjunktur in Deutschland - Zur Einschätzung der Lage durch den Sachverständigenrat im Jahrestgutachten 2000/2001
94. **Jürgen Wertheimer** Febr. 2001
Geklonte Dummheit: Der infantile Menschenpark. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 2000/01
95. **Konrad Zerr** März 2001
Erscheinungsformen des Online-Research – Klassifikation und kritische Betrachtung
96. **Daniela Kirchner** April 2001
Theorie und praktische Umsetzung eines Risikomanagementsystems nach KontraG am Beispiel einer mittelständischen Versicherung
97. **Bernd Noll** Mai 2001
Die EU-Kommission als Hüterin des Wettbewerbs und Kontrolleur von sektoralen und regionalen Beihilfen
Peter Frankenfeld
EU Regionalpolitik und Konsequenzen der Osterweiterung
98. **Hans Joachim Grupp** Juni 2001
Prozessurale Probleme bei Beschlussmängelstreitigkeiten in Personengesellschaften
99. **Norbert Jost (Hrsg.)** Juli 2001
Technik Forum 2000: Prozessinnovationen bei der Herstellung kaltgewalzter Drähte. Mit Beiträgen von
100. **Urban Bacher, Mikolaj Specht** Dez. 2001
Optionen – Grundlagen, Funktionsweisen und deren professioneller Einsatz im Bankgeschäft
101. **Constanze Oberle** Okt. 2001
Chancen, Risiken und Grenzen des M-Commerce
102. **Ulrich Wagner** Jan. 2002
Beschäftigungshemmende Reformstaus und wie man sie auflösen könnte
Jürgen Volkert Februar 2002
Flexibilisierung durch Kombi-Einkommen? Die Perspektive der Neuen Politischen Ökonomie
103. **Mario Schmidt, René Keil** März 2002
Stoffstromnetze und ihre Nutzung für mehr Kostentransparenz sowie die Analyse der Umweltwirkung betrieblicher Stoffströme
104. **Kurt Porkert** Mai 2002
Web-Services – mehr als eine neue Illusion?
105. **Helmut Wienert** Juni 2002
Der internationale Warenhandel im Spiegel von Handelsmatrizen
106. **Robert Wessolly, Helmut Wienert** Aug. 2002
Die argentinische Währungskrise
107. **Roland Wahl (Hrsg.)** Sept. 2002
Technik-Forum 2001: Weiterentwicklungen an Umformwerkzeugen und Walzdrähten. Mit Beiträgen von Roland Wahl, Thomas Dolny u.a., Heiko Pinkawa, Rainer Menge und Helmut Wienert
108. **Thomas Gulden** April 2003
Risikoberichterstattung in den Geschäftsberichten der deutschen Automobilindustrie
109. **Günter Altner** Mai 2003
Lasset uns Menschen machen – Der biotechnische Fortschritt zwischen Manipulation und Therapie. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Sommersemester 2003
110. **Norbert Jost (Hrsg.)** Juni 2003
Technik-Forum 2002: Innovative Verfahren zur Materialoptimierung. Mit Beiträgen von Norbert Jost, Sascha Kunz, Rainer Menge/Ursula Christian und Berthold Leibinger
111. **Christoph Wüterich** Februar 2004
Professionalisierung und Doping im Sport. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Sommersemester 2003
112. **Sabine Schmidt** Mai 2004
Korruption in Unternehmen – Typologie und Prävention
113. **Helmut Wienert** August 2004
Lohn, Zins, Preise und Beschäftigung – Eine empirische Analyse gesamtwirtschaftlicher Zusammenhänge in Deutschland
114. **Roland Wahl (Hrsg.)** Sept. 2004
Technik-Forum 2003: Materialentwicklung für die Kaltumformtechnik. Mit Beiträgen von Andreas Baum, Ursula Christian, Steffen Nowotny, Norbert Jost, Rainer Menge und Hans-Eberhard Koch
115. **Dirk Wenzel** Nov. 2004
The European Legislation on the New Media: An Appropriate Framework for the Information Economy?

Verzeichnis der bisher erschienenen Beiträge

116. **Frank Morelli, Alexander Mekyska, Stefan Mühlberger** Dez. 2004
Produkt- und prozessorientiertes Controlling als Instrument eines erfolgreichen Informationstechnologie-Managements
117. **Stephan Thesmann, Martin Frick, Dominik Konrad** Dez. 2004
E-Learning an der Hochschule Pforzheim
118. **Norbert Jost (Hrsg.)** Juni 2005
Technik-Forum 2004: Innovative Werkstoffaspekte und Laserbehandlungstechnologien für Werkzeuge der Umformtechnik
119. **Rainer Gildeggen** Juni 2005
Internationale Produkthaftung
120. **Helmut Wienert** Oktober 2005
Qualifikationsspezifische Einkommensunterschiede in Deutschland unter besonderer Berücksichtigung von Universitäts- und Fachhochschulabsolventen
121. **Andreas Beisswenger, Bernd Noll** Nov. 2005
Ethik in der Unternehmensberatung – ein verminntes Gelände?
122. **Helmut Wienert** Juli 2006
Wie lohnend ist Lernen? Ertragsraten und Kapitalendwerte von unterschiedlichen Bildungswegen
123. **Roland Wahl (Hrsg.)** Sept. 2006
Technik-Forum 2005: Umformwerkzeuge - Anforderungen und neue Anwendungen. Mit Beiträgen von Edmund Böhm, Eckhard Meiners, Andreas Baum, Ursula Christian und Jörg Menno Harms
124. **Mario Schmidt** Dez. 2006
Der Einsatz von Sankey-Diagrammen im Strommanagement
125. **Norbert Jost (Hrsg.)** Okt. 2007
Technik-Forum 2006: Innovative neue Techniken für Werkzeuge der Kaltverformung. Mit Beiträgen von Franz Wendl, Horst Bürkle, Rainer Menge, Michael Schiller, Andreas Baum, Ursula Christian, Manfred Moik und Erwin Staudt.
126. **Roland Wahl (Hrsg.)** Okt. 2008
Technik-Forum 2007: Fortschrittsberichte und Umfeldbetrachtungen zur Entwicklung verschleißreduzierter Umformwerkzeuge. Mit Beiträgen von Klaus Löffler, Andreas Zilly, Andreas Baum und Paul Kirchhoff.
127. **Julia Tokai, Christa Wehner** Okt. 2008
Konzept und Resultate einer Online-Befragung von Marketing-Professoren an deutschen Fachhochschulen zum Bologna-Prozess
128. **Thomas Cleff, Lisa Luppold, Gabriele Naderer, Jürgen Volkert** Dez. 2008
Tätermotivation in der Wirtschaftskriminalität
129. **Frank Thuselt** Juni 2009
Das Arbeiten mit Numerik-Programmen. MATLAB, Scilab und Octave in der Anwendung.
130. **Helmut Wienert** August 2009
Wachstumsmotor Industrie? Zur Bedeutung des verarbeitenden Gewerbes für die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts
131. **Sebastian Schulz** Sept. 2009
Nutzung thermodynamischer Datensätze zur Simulation von Werkstoffgefügen (aus der Reihe „Focus Werkstoffe“, Hrsg. Norbert Jost).
132. **Hanno Beck; Kirsten Wüst** Sept. 2009
Gescheiterte Diäten, Wucherzinsen und Wartepremien: Die neue ökonomische Theorie der Zeit.
133. **Helmut Wienert** Sept. 2009
Was riet der Rat? Eine kommentierte Zusammenstellung von Aussagen des Sachverständigenrats zur Regulierung der Finanzmärkte und zugleich eine Chronik der Entstehung der Krise