

Die Krise auf den Finanzmärkten

Eine Ursachenanalyse

Von Andreas Busch

1. Einleitung

Die aktuelle Finanzmarktkrise hat Verluste in atemberaubender Höhe aufgetürmt.¹ Noch vor einem Jahr hat der Vorsitzende der amerikanischen Zentralbank, Ben Bernanke, geschätzt, dass die Verluste unterhalb einer halben Billion Dollar bleiben würden. Im Januar 2009, nur ein Jahr später, schätzte der Chef des Internationalen Währungsfonds, Dominique Strauss-Kahn, dass die endgültige Summe der Verluste etwa beim Drei- bis Vierfachen liegen würde, also bei 1,5 bis 2 Billionen (oder 1500 bis 2000 Milliarden) US-Dollar.

Doch die gegenwärtige Krise hat weit über über die Finanzmärkte hinausgegriffen. Ebenso global wie die Finanzmarktkrise ist mittlerweile die allgemeine Wirtschaftskrise, und der Terminus »Weltwirtschaftskrise«, den wir lange Zeit nur für die frühen 1930er Jahre reserviert hatten, erscheint heute völlig gerechtfertigt. Deutliche Rezessionen haben bereits in vielen Ländern begonnen – in den Vereinigten Staaten und in vielen europäischen Ländern ebenso wie in Russland und China. Unternehmen, deren Nachfrage wegbriecht, führen Kurzarbeit ein oder entlassen Arbeitskräfte. Von Arbeitslosigkeit bedrohte oder betroffene Hausbesitzer können ihre Hypothekenzinsen nicht mehr bezahlen, und das führt dann zur Zwangsversteigerung. Staatliche Hilfe für Banken und notleidende Unternehmen wird in bisher nicht dagesessener Höhe diskutiert und gewährt – und scheint doch nicht viel zu ändern. In den Vereinigten Staaten, lange als Bollwerk des Kapitalismus betrachtet, übernimmt die Regierung Teile des Bankensektors in staatliches Eigentum, und sie plant ein gigantisches Konjunkturprogramm in Höhe von 800 Milliarden US-Dollar. Eine ganze Gruppe von Finanzinstitutionen, die Investmentbanken, hat aufgehört zu existieren – klingende Namen wie Goldman Sachs, Merrill Lynch oder Lehman Brothers sind pleite gegangen, von anderen Unternehmen übernommen worden oder haben sich in gewöhnliche Geschäftsbanken verwandelt; und von ausgeglichenen Staatshaushalten, bis vor kurzem noch eines der wichtigsten wirtschaftspolitischen Themen, spricht heute angesichts von in die hunderte Milliarden gehenden neuen Staatsausgaben niemand mehr.

Die Wirtschaftswelt steht Kopf, und das verlangt nach Erklärungen. Versuche zur Erklärung der Krise hat man bisweilen schon lesen können. So wird von einigen Kommentatoren die Krise in einem Übermaß staatlicher Regulierung gesehen, wie dies etwa durch die amerikanischen

»regierungsnahen Unternehmen« (*government sponsored enterprises*) im Hypothekensektor (wie *Fannie Mae* und *Freddie Mac*) beispielhaft darstellt wird. Diese Unternehmen, so lautet das Argument, haben durch staatliche Garantien ihr Risikobewusstsein verloren und zu einer exzessiven Aufblähung des Hypothekenmarktes beigetragen, die nun im Absturz des Häusermarktes in den Vereinigten Staaten mündet.

Aber auch das genaue Gegenteil kann man als Analyse hören. Demzufolge ist nicht zu viel, sondern zu wenig Regulierung Schuld an der Krise. Nach dieser Analyse hat der Staat sich zu weit aus der Verantwortung für die Regulierung der Finanzmärkte zurückgezogen. In dieses regulatorische Vakuum seien dann oft unverantwortlich handelnde Unternehmen eingedrungen und hätten aus Gründen der Profitgier eine Aufblähung der Märkte verursacht, die nun krisenhaft ende.

Eine dritte Analyserichtung sieht die Schuld für die Finanzmarktkrise vor allem bei den Banken. Sie hätten, so äußert beispielsweise der Ökonomie-Nobelpreisträger Josef Stiglitz, ihr eigenes Geschäft nicht richtig verstanden und die Risiken der neuen Finanzmarktinstrumente systematisch unterschätzt. In ähnliche Richtung, wenn auch etwas anders, argumentiert Martin Wolf, der Wirtschafts-Chefkommentator der britischen *Financial Times* (sicher kein mit Vorurteilen gegen die Marktwirtschaft behaftetes Blatt). Wolf argumentiert, dass Banker vor allem an Marktumsätzen verdienen würden, die Risiken ihres Handelns dann jedoch staatlicher Garantie überlassen würden. Wolf schließt daraus, dass die Gehälter von Bankern denen anderer öffentlicher Dienstleistungsunternehmen (wie etwas Müllabfuhr, Wasserwerke, etc.) angepasst werden müssten, wenn der Staat letztlich ihr Handeln zu garantieren hätte.

Die hier vorgelegte Analyse wird versuchen, über diese monokausalen Erklärungen hinauszu-gehen und eine Zusammenschau der verschiedenen Faktoren zu wagen, die zum Entstehen der Finanzmarktkrise beigetragen haben. Es handelt sich dabei allerdings um »work in progress« – die Analyse erhebt deshalb keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Endgültigkeit. Sie ist vielmehr der Versuch, aus der heutigen Perspektive eine Erklärung zu versuchen. Natürlich ist das ein Wagnis, da noch nicht alle Fakten bekannt sind und das Ergebnis der Krise noch in der Zukunft liegt. Aber es ist auch ein Plädoyer dafür, solche Wagnisse einzugehen und als Sozialwissenschaftler zur Analyse gegenwärtiger Probleme beizutragen.

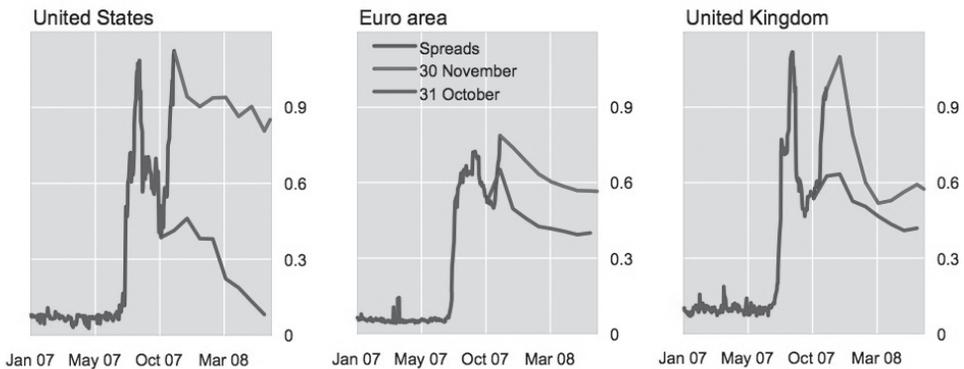
Meine These lautet, dass es sich bei der Finanzmarktkrise um ein Problem mit sehr komplexer Kausalität handelt, und wir bei der Analyse der sie auslösenden Mechanismen multiples Versagen konstatieren müssen. Dies bedeutet, dass es sich nicht nur in analytischer Hinsicht um ein schwieriges Problem handelt; es bedeutet auch, dass eine eventuelle Lösung auf politischer Ebene durch geänderte Regeln oder neue Gesetze sehr schwierig sein wird. Letzteres ist dann nicht mehr das eigentliche Problem des Sozialwissenschaftlers, aber es soll doch kurz erwähnt werden, da Kritik an politisch Handelnden gegenwärtig doch sehr wohlfeil geübt wird.

Die Analyse ist in drei Teile geteilt. Den ersten bildet eine kurze Beschreibung der Krisensymptome. Im nächsten Schritt folgt die Analyse der Ursachen und ihres Zusammenspiels, bevor in einem letzten Schritt dann einige, zum Teil etwas spekulative Überlegungen über die wahrscheinlichen Folgen der Krise angestellt werden.

2. Die Manifestation der Krise

Eine der wichtigsten Entwicklungen auf den Finanzmärkten in den letzten Jahrzehnten war die Entwicklung der sogenannten Verbriefung (auf Englisch: *securitisation*). Verbriefung bedeutet, dass beinahe jede Form von ökonomischen Rechten selbst direkt in Wertpapiere umgewandelt werden kann. Die Entwicklung der Verbriefung hat zu einem großen Aufschwung auf den Finanzmärkten geführt, da nun eine große Zahl neuer Typen von Wertpapieren gehandelt werden konnten. Dadurch war es z.B. auch möglich, die Rechte an den Zahlungen für langfristige Hypothekenkredite selber wieder handelbar zu machen und somit zu verkaufen. Dies geschah zumeist durch die Ausgabe von kurzfristigen Wertpapieren. Ich möchte hier nicht in die Details gehen, aber kurz darauf hinweisen, dass dies unter dem Stichwort der Fristentransformation durchaus ein Kernbestandteil des klassischen Bankengeschäfts ist.

Durch die Verbriefung von Hypothekenkrediten entstand auf dem Markt für Hypotheken ein deutlich erhöhtes Kreditschöpfungspotential, das zu verstärkter Aktivität auf dem Wohnungsmarkt und zu einem Preisboom bei Häusern und Wohnungen führte. Dies geschah in vielen Ländern – Deutschland war hier der abweichende Fall: In Ländern wie Spanien, Großbritannien, Frankreich oder Irland erhöhten sich die Wohnungspreise binnen weniger Jahre um z.T. mehr als 100 Prozent. Diese erhöhten Wohnungspreise hatten für Hausbesitzer natürlich einen sehr positiven Effekt, da sie deren Nettovermögen massiv erhöhten. Zu einem großen Teil wurden diese Vermögenszuwächse in Konsum umgewandelt und trugen z.T. zum erheblichen Wirtschaftswachstum der letzten Jahre in diesen Ländern bei.



Quelle: BIS Quarterly Report Dec. 2007

Abbildung 1: Zinsentwicklung im Interbankenmarkt, Sommer 2007

Dieses Kreditschöpfungssystem war jedoch auf kurzfristige Refinanzierung angewiesen. Im August letzten Jahres kam es zu einer plötzlichen Liquiditätskrise. Banken liehen sich auf dem sogenannten Interbankenmarkt gegenseitig Geld nur noch gegen massiv erhöhte Risikoprämien – wie auf Abbildung 1 zu sehen ist. Als Folge trocknete der sogenannte Interbankenmarkt

mehr oder weniger aus. Unternehmen, die auf kurzfristige Refinanzierungen angewiesen waren, bekamen deshalb Probleme. Vielleicht der bekannteste Fall ist die britische Bank *Northern Rock*, die nur vergleichsweise wenige Anleger hatte und sich v.a. über den Kapitalmarkt finanzierte. Die fehlende Refinanzierung bedeutete, dass Kredite notleidend wurden. Unternehmensbilanzen verschlechterten sich, Abschreibungen wurden nötig.

Die massiven Verluste im Bankensystem zogen sich durch den gesamten Herbst und Winter des Jahres 2007. Im Januar 2008 beliefen sich die Verluste auf insgesamt 113 Milliarden Dollar. Im Juni 2008 waren sie bereits auf beinahe die dreifache Summe geklettert: 312 Milliarden Dollar; bis Ende August 2008 hatten sie sich noch einmal um zwei Drittel auf 510 Milliarden Dollar erhöht. Dabei konzentrierten sich die Verluste anfangs relativ stark bei wenigen Banken. Bis Juni 2008 hatten lediglich drei Banken weltweit Verluste von über 30 Milliarden Dollar erlitten, lediglich vier Banken hatten zwischen 10 und 15 Milliarden Dollar verloren. Allerdings ist es eben ein Charakteristikum des Bankensektors, dass auch relativ kleine Banken mit vergleichsweise geringen Verlusten große Krisen auslösen können. In der gegenwärtigen Krise sind die Fälle *IKB Bank* in Deutschland und *Northern Rock* in Großbritannien entsprechende Beispiele. Denn durch die starke Verflechtung im Bankensystem kommt es zu Ansteckungseffekten: Über die IKB wurde beispielsweise die deutsche *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) in Mitleidenschaft gezogen; und durch die Beteiligungen an den Landesbanken haben auch die (selbst relativ unbeteiligten) deutschen Sparkassen Verluste aus der weltweiten Finanzkrise schultern müssen. Im Übrigen hatte die Krise einen zyklischen Verstärkungseffekt: Das *downgrading* der betroffenen Wertpapiere durch die sogenannten Rating Agencies führte zu weiter verschlechterten Bilanzen und neuen Abschreibungen – so verschärfte die Krise sich stetig selbst.

3. Die Gründe der Krise

Soweit zu den Manifestationen der Krise. Doch wo liegen die Gründe für die Krise? Wie bereits weiter oben erwähnt, kann hier kein endgültiges und abschließendes Modell vorgelegt werden. Vielmehr sollen einige Elemente einer Erklärung präsentiert werden, die hoffentlich nachvollziehbar und plausibel sind. Wichtig ist dabei neben der direkten Wirkung vor allem auch die Interaktion der verschiedenen Variablen.

3.1 Lockere Geldpolitik

Eine wichtige Rahmenbedingung für die Finanzmarktkrise aus heutiger Sicht war die ungewöhnlich lockere Geldpolitik der Jahre 2002–2005. Wie im linken Teil von Abbildung 2 sichtbar ist (s. nächste Seite), handelt es sich dabei um eine historische Niedrigzinsphase in den Vereinigten Staaten. Lassen Sie mich kurz ausführen, woran man das sehen kann – und dann darlegen, welche Folgen das im konkreten Zusammenhang hatte.

Ein unter Ökonomen gängiges Maß für die Bewertung der Geldpolitik ist der sogenannte »Taylor Zins«. Er wird errechnet aus der angestrebten Inflationsrate, dem aktuellen Wirtschaftswachstum, sowie dem Wachstumspotential. Wenn der tatsächliche Zinssatz der Zentralbank größer

ist als der Taylor Zins, so ist die Geldpolitik restriktiv. Wenn der tatsächliche Zentralbankzinsatz kleiner ist als der Taylor Zins, so ist die Geldpolitik expansiv. Wie im rechten Teil von Abbildung 2 zu sehen, war die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zwischen den Jahren 2002 und 2006 massiv expansiv. Was ist nun die Folge einer solchen expansiven Geldpolitik? Niedrige Zinsen bedeuten, dass die Erträge von Finanzanlagen ebenfalls niedrig sein werden. In ihrem Streben nach höheren Erträgen waren die Anleger deshalb bereit, höhere Risiken einzugehen. Zusammengefasst bedeutet das, dass die *Risikobereitschaft* der Finanzanleger durch die expansive Geldpolitik und die damit verbundenen niedrigen Zinsen deutlich angestiegen ist.

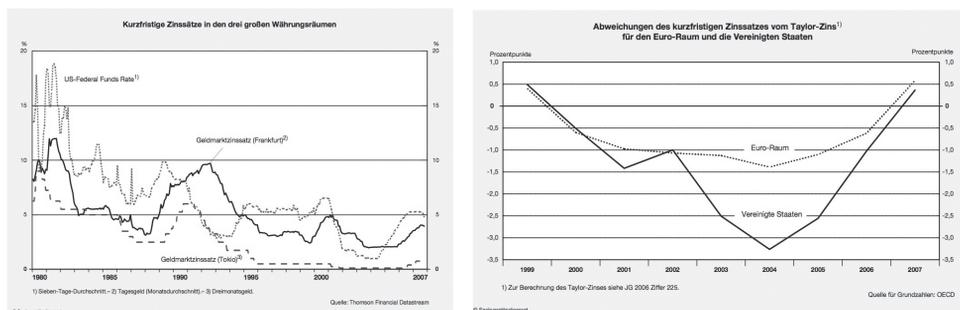


Abbildung 2: Geldpolitische Rahmenbedingungen

3.2 Finanzinnovationen und Verbriefungen

Ein zweiter, von den Rahmenbedingungen unabhängiger Grund für die Finanzkrise, liegt in der Entwicklung von Finanzinnovationen wie der sogenannten Verbriefung. Im Zusammenspiel mit anderen Faktoren beförderte diese Verbriefung die Entwicklung hin zur Finanzkrise. Generell versteht man unter Verbriefung die Verwandlung von ökonomischen Verfügungsrechten in handelbare Wertpapiere. Im hier vorliegenden Fall geht es hauptsächlich um die Verwandlung von Krediten (speziell Hypothekenkrediten) in handelbare Wertpapiere. Im Gegensatz zum klassischen Kreditschöpfungsmodell verbleiben dadurch die Risiken eines Kredits nicht bei den Banken, die sie ausgegeben haben. Vielmehr werden sie nun gestreut – an Finanzanleger, die national oder international diese Wertpapiere kaufen. Die Erwartung hinter diesem Modell ist, dass es durch diese Verbriefung zu einer *breiteren* Streuung des Risikos kommt und somit ein *vermindertes* Risiko für alle besteht. Zweifellos wäre dies ein sehr erstrebenswertes Ziel, allerdings wissen wir nun, dass die tatsächliche Wirkung eine andere war: Auf gewisse Weise kann man sagen, dass das Risiko *versteckt* wurde – es war so gut gestreut, dass es geradezu unauffindbar war. Da aber alle Marktteilnehmer wussten, dass es erhebliche Risiken gab, wuchs die allgemeine Besorgnis, und als Ergebnis trockneten die Geldmärkte völlig aus.

Anhand eines Beispiels kann man sehen, dass es sich bei diesen Prozessen – etwas zugespitzt formuliert – gewissermaßen um »statistisches Voodoo« handelt.

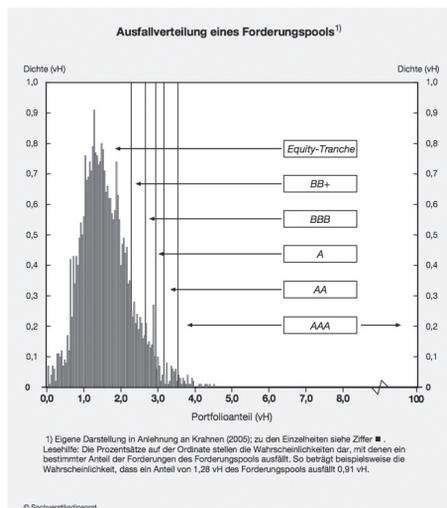


Abbildung 3: Ausfallverteilung eines Forderungspools

Viele institutionelle Anleger (wie etwa Fonds) dürfen nur mit der besten Risikoklasse bewertete Papiere kaufen – dem sogenannten Rating »AAA«. AAA oder »Triple A« bewertete Papiere bieten maximale Sicherheit. Nun sind aber die meisten real existierenden Kredite durchaus mit Risiken behaftet. Wie soll man sie an den internationalen Anleger bringen? Die Antwort darauf lautet »Tranchierung«. Tranchierung bedeutet, dass die zur Verbriefung zusammengefassten Kredite in verschiedenen Scheiben – eben Tranchen – verkauft werden. Dabei wird das Ausfallrisiko in bestimmten Tranchen der Wertpapierausgabe konzentriert – und hier ergibt sich nun eine Verbindung zwischen Risiko und der Höhe des Zinssatzes: Je höher das Risiko, desto höher ist der Zins – und desto niedriger ist das Rating. Abbildung 3 zeigt ein Beispiel. Demnach sind in einem üblichen Forderungspool 96,5 Prozent von der höchsten Ratinggüte – nämlich »Triple A«. Dies impliziert, dass es praktisch kein Ausfallrisiko gibt, und – das ist am wichtigsten – dass institutionelle Geldanleger diese Wertpapiere erwerben dürfen. Danach sinkt das Rating relativ rasch, allerdings nur für einen sehr kleinen Teil des gesamten Forderungspools. Dabei steigt auch das Ausfallrisiko. Die sogenannte »Equity Tranche« konzentriert praktisch das ganze Risiko, aber dabei handelt es sich nur um etwas über 2 Prozent des gesamten Portfolios. Mit anderen Worten: Aus einem Portfolio von risikobehafteten Krediten ist durch Anwendung dieser Technik ein beinahe völlig risikofreies Anlageinstrument geworden, dessen Risiko in nur einem kleinen Teil der Ausgabe konzentriert ist. Und auch dort kann eigentlich nichts passieren, denn die »Equity Tranche« kann nur an unregulierte Anleger wie Hedge Fonds verkauft werden – oder sie verbleibt beim Kreditgeber.

Nun ist vielleicht deutlich, warum ich von »statistischem Voodoo« gesprochen habe. Eine noch eingängigere Formulierung für die statistische Zauberei, die hier vorgenommen wird, hat der deutsche Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage gefunden. Er sprach in seinem Jahresgutachten 2007 davon, hier werde »aus Landwein Qualitätswein gemacht«. In der Tat erinnert das Vorgehen an Panscherei und ist wohl ebenso fragwürdig. Denn

der Erfolg steht und fällt mit der korrekten Wiedergabe der Ausfallwahrscheinlichkeiten. Deren statistische Grundlage ist jedoch sehr wackelig – handelt es sich doch bei diesen Verbriefungen um neue Finanzprodukte, mit denen die Branche noch wenig Erfahrungen hat. So kommt es denn auch, dass schon leichte Erhöhungen der Ausfallwahrscheinlichkeiten dazu führen können, dass auch die AAA-Tranche von Ausfällen betroffen ist. Genau das ist bei der Finanzmarktkrise geschehen.

3.3 »Mark-to-market« Accounting

Einen wichtigen weiteren Faktor bei der Auslösung der Finanzmarktkrise kann man in den internationalen Buchhaltungsregeln und ihrer unlängst vorgenommenen Änderung sehen. Lange Zeit war es üblich, Buchhaltung nach der sogenannten historischen Bewertung vorzunehmen – also zu den Preisen, die tatsächlich für einen Kredit oder ein Wertpapier bezahlt worden waren. Nach den Buchhaltungsskandalen zu Beginn dieses Jahrzehnts (z.B. bei Enron) war man aber von der historischen Bewertung bei der Buchhaltung abgekommen und hatte stattdessen den sogenannten Marktbewertungsansatz (im Englischen: *mark-to-market*) eingeführt. Man erhoffte sich von diesem Marktbewertungsansatz eine akkuratere Risikodarstellung in der Buchhaltung. Die Hauptwirkung des Marktbewertungsansatzes war jedoch eine andere: eine prozyklische Wirkung – im Aufschwung führte sie zu positiven Effekten, im Abschwung jedoch zu einer Verstärkung des Abschwungs.

Warum ist das so? Wenn man davon ausgeht, dass Marktpreise nur die zugrundeliegenden Werte von allen Vermögenswerten und Verpflichtungen eines Unternehmens angeben, dann wäre der Marktbewertungsansatz in der Tat überlegen. Aber das ist nicht so. Märkte tendieren vielmehr dazu, im Aufschwung die Preise überschießen zu lassen und im Abschwung den Wert zu unterschätzen. Die prozyklische Wirkung des Marktbewertungsansatzes verstärkt diese Volatilität der Finanzmärkte noch weiter. Und wenn ein Markt völlig zusammenbricht – wie das bei einigen Produkten während der Finanzmarktkrise geschehen ist –, so werden die zugrundeliegenden Wertpapiere völlig wertlos. Das hat dann große Auswirkungen auf die Bilanzen der Unternehmen, die diese Wertpapiere halten.

3.4 Falsche Anreize im Hypothekenkreditwesen

Ein weiterer, weniger abstrakter, sondern sehr konkreter Krisengrund ist das Problem der falschen Anreize im Kreditwesen. Dabei geht es um die direkten Anreize, denen sich die konkret handelnden Personen in einer Kreditabschlussituation ausgesetzt sehen – nämlich der Kreditberater und der Kreditnehmer. Welchen Anreizen sehen sie sich ausgesetzt? Wir gehen davon aus, dass sie ihre eigenen Interessen verfolgen. In vielen Ländern wird der Kreditberater nach der Zahl und Höhe seiner Kreditabschlüsse entlohnt. Zudem wird er von Kreditproblemen, wie sie für seine Bank bei Abschluss zu riskanter Kredite entstehen können, persönlich kaum betroffen – eine Ausnahme ist, wenn die Bank schließen muss. Aber das wird ja wohl kaum durch einen einzelnen kleinen von ihm vermittelten Kredit passieren. Das Interesse des Kreditberaters ist daher darauf ausgerichtet, so viele Kredite wie möglich abzuschließen und so viele Kunden wie möglich für seine Bank zu gewinnen.

Der Kreditnehmer ist in einer anderen Situation: Er will am allgemeinen Aufschwung auf dem Wohnungsmarkt teilhaben. Weiter oben hatten wir gesehen, dass in den letzten zehn Jahren die Hauspreise in vielen Volkswirtschaften stark angestiegen waren. Vielen Kreditnehmern erschien es daher, als ob jeder Monat, in dem sie kein Haus besaßen, ihnen konkrete Verluste brachte. Deshalb war ihr Interesse darauf gerichtet, Hauseigentum zu erwerben. Viele potentielle Kreditnehmer waren zur Erreichung dieses Ziels auch dazu bereit, falsche Angaben über die tatsächliche Höhe ihres verfügbaren Einkommens zu machen, um eine höhere Hypothek zu bekommen. Und viele Banken, v.a. in den USA und in Großbritannien, boten Hypothekenkredite an, in denen die Information über die Zahlungsfähigkeit des Kunden lediglich auf Treu und Glauben basierte.

In der Analyse stellt sich die Situation beim Kreditabschluss also wie folgt dar: Der Kreditberater hat vor allem Interesse am Abschluss und kein Interesse, die Zahlungsfähigkeit seines Kunden zu genau unter die Lupe zu nehmen – denn sonst kommt es eventuell nicht zum Abschluss. Und der Kreditnehmer möchte um beinahe jeden Preis einen Kredit erhalten, um damit am großen Aufschwung auf dem Wohnungsmarkt teilzunehmen. Was völlig fehlt, ist ein Interesse an gegenseitiger Kontrolle. Die wahrscheinliche Folge dieser Konstellation ist ein starkes Ansteigen des Kreditvolumens, bei sinkender durchschnittlicher Bonität der Kreditnehmer. Die große Aufblähung des sogenannten Subprime-Hypothekenmarktes, die wir in den Vereinigten Staaten und einigen anderen Ländern beobachten konnten, ist mit einem solchen Erklärungsmodell sehr gut vereinbar.

3.5 Interessenkonflikte für Rating Agencies

Ähnlich wie Individuen können auch Institutionen sich systematisch falschen Anreizen ausgesetzt sehen, die dann zu Problemen im Vollzug des Marktprozesses führen. Aus einer analytischen Perspektive würden wir hier wohl von regulativem Versagen sprechen. Allerdings ist das im Fall der sogenannten Rating Agencies schwierig, denn diese unterliegen keiner Form von staatlicher Aufsicht.

Worin bestehen nun die Probleme im Hinblick auf die Rating Agencies? Rating Agencies sind Firmen, die ihr Geld mit der Bewertung und Zertifizierung von Wertpapieren verdienen. Sie sind entstanden als Reaktion auf die unübersehbare Vielfalt von Wertpapieren und das Problem der Informationskosten. Die zugrunde liegende Idee ist einfach: Es lohnt sich, einer Rating Agency Geld zu bezahlen und dafür die eigenen Kosten in Bezug auf Informationserlangung zu sparen.

Mit dem Aufschwung der internationalen Finanzmärkte in den letzten Jahrzehnten ist die Rolle der Rating Agencies eine immer wichtigere geworden. Der intensive Wettbewerb hat dazu geführt, dass es mittlerweile nur noch eine kleine Zahl von ihnen gibt – ähnlich wie im Sektor der Wirtschaftsprüfungsunternehmen ist somit eine sehr überschaubare Zahl (man könnte auch ökonomisch gesprochen von einem Oligopol sprechen) von Firmen entstanden. Die bekanntesten von ihnen sind drei amerikanische Rating Agencies: Fitch, Standard & Poor, und Moody's.

Der Interessenkonflikt bei den Rating Agencies liegt darin, dass sie zwei Einnahmequellen haben: Zum einen beraten sie Finanzfirmen, die Produkte auf den Markt bringen möchten. Sie geben ihnen – natürlich gegen Honorar – Auskunft darüber, welche Struktur von Finanzprodukten die besten Ratings bekommt. Und dann – und hier liegt das Problem – bewerten sie die Finanzprodukte, die ihre Kunden auf den Markt bringen.

Die Bewertungen von Rating Agencies sind für die Finanzmärkte sehr wichtig. Wie schon zuvor ausgeführt, dürfen viele institutionelle Anleger nur Wertpapiere einer bestimmten Bewertungsklasse kaufen – zumeist AAA. Für Rating Agencies besteht ein Interessenkonflikt darin, dass sie denjenigen Emittenten, die ihre Kunden im Beratungsgeschäft sind, eventuell bessere Bewertungen zukommen lassen können. Da Rating Agencies keiner staatlichen Aufsicht unterliegen, kann man dies nicht ausschließen. Und da die Bewertungen von Rating Agencies auch bei der Bewertung von Kreditportfolios eine wichtige Rolle spielen und somit direkt die Aufsicht über das Bankenwesen beeinflussen, liegt das regulative Versagen in Bezug auf sie darin, dass sie keiner staatlichen Aufsicht unterliegen. Ein weiterer Konstruktionsfehler ist darin zu sehen, dass die Wertpapier-Emittenten für die Bewertung der Rating Agencies bezahlen. Auch hier besteht ein Interessenkonflikt: Denn die Rating Agencies könnten im Interesse derjenigen handeln, die sie bezahlen – der Emittenten, nicht der Käufer.²

3.6 Zusammenfassung

So viel zur Aufzählung der die Krise auslösenden bzw. begünstigenden Faktoren. Die Faktoren, die in den vorangegangenen Abschnitten genannt wurden – und die Aufzählung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit – sind auf verschiedenen analytischen Ebenen angesiedelt. Es handelt sich z.T. um Verhalten auf der Ebene von Individuen, z.T. um Verhalten auf der Ebene von Organisationen (sowohl im privatwirtschaftlichen wie im staatlichen Sektor), z.T. um Interaktionseffekte, und z.T. um Reaktionen auf von außen gesetzte Rahmenbedingungen. Abbildung 4 versucht, die einzelnen Faktoren und ihr Verhältnis zueinander zusammenzufassen.

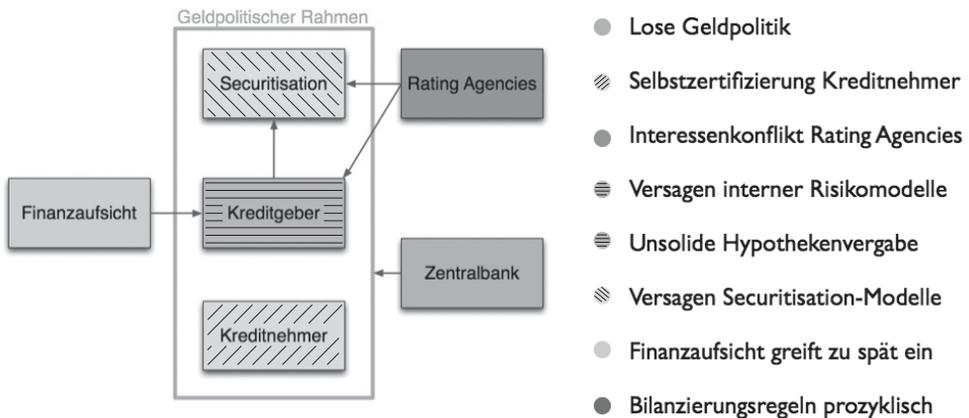


Abbildung 4: Faktoren der Kreditkrise

Acht Faktoren der Kreditkrise werden hier unterschieden und den Akteuren in der linken Bildhälfte zugeordnet – manchen Akteuren ist mehr als ein Faktor zugeordnet. Die Zentralbank setzt mit ihrer losen Geldpolitik einen geldpolitischen Rahmen, der das Handeln mehrerer anderer Akteure beeinflusst. Die Selbstzertifizierung der Kreditnehmer fördert ein exzessives Anwachs-

sen des Kreditmarktes – vor dem Hintergrund steigender Hauspreise. Interessenkonflikte bei den Rating Agencies tragen zu falschen Bewertungen auf dem Wertpapiermarkt bei. Bei den Kreditgebern versagen zum einen die internen Risikomodelle; zum anderen kommt es – durch falsch gesetzte Anreize – zu einer übertriebenen und unsoliden Vergabe von Hypotheken. Auf dem Markt für Wertpapiere erweisen sich die den Verbriefungsmodellen zugrunde gelegten statistischen Annahmen als falsch. Die staatliche Finanzaufsicht – sowohl im Wertpapier- als auch im Bankenbereich – greift zu spät ein. Und die überarbeiteten Regeln für die Bilanzierung von Unternehmen erweisen sich als prozyklisch – positiv im Aufschwung, aber sehr negativ im Abschwung.

Aus dieser Analyse ergeben sich die Thesen, dass es sich um eine sehr komplexe Kausalität handelt und dass der globalen Finanzmarktkrise ein multiples Versagen zugrunde liegt. Wir haben es also mit einer sehr unübersichtlichen Situation zu tun, und man sollte daran erinnern, dass Versagen im Nachhinein leichter zu diagnostizieren ist, als es im laufenden Geschäftsbetrieb zu erkennen und damit eventuell auch zu vermeiden ist. Ein Beispiel: Dass etwa die Finanzaufsicht zu spät eingegriffen hat, ist im Angesicht der Krise die simple Feststellung einer Tatsache. Daraus folgt aber nicht automatisch, dass man die Finanzaufsicht deshalb tadeln sollte – denn selbst im Rückblick ist es schwer festzustellen, an genau welchem Punkt die Finanzaufsicht hätte eingreifen sollen. Und wenn man schon im Rückblick den Zeitpunkt nicht genau datieren kann, um wieviel schwieriger muss es dann gewesen sein, ihn im normalen Geschäftsbetrieb zu finden. Man stelle sich einmal vor, welche Kritik eine Finanzaufsicht auf sich gezogen hätte, die zwei oder drei Jahre vor Ausbruch der Krise versucht hätte, die Kreditvergabep Praxis von Banken oder Wertpapier-Emittenten zu verändern. Wahrscheinlich hätte man ihr vorgeworfen, das Wirtschaftswachstum zu untergraben, die Märkte zu behindern und exzessivem Bürokratismus zu huldigen. Es gibt also nicht nur ein Erkenntnisproblem für die Regulierer, sondern man hätte auch großen politischen Mut haben müssen.

Meine These war, dass der Finanzmarktkrise eine komplexe Kausalität und ein multiples Versagen auf mehreren Ebenen zugrunde liegt. Was folgt daraus? Zwei Vorhersagen lassen sich relativ ungefährdet machen:

1. Die Regulierung des Finanzsystems wird sich als Reaktion auf die Krise ändern.
2. Die Komplexität des Geschehens macht es sehr unwahrscheinlich, dass es dafür regulative Lösungen geben wird, die sowohl einfach als auch sachadäquat sind.

Diese Prognose ist zugegebenermaßen etwas pessimistisch. Sie geht davon aus, dass die Lösungen entweder einfach oder sachadäquat sein können – dass die einfachen Lösungen nicht sachadäquat und die sachadäquaten nicht einfach sind. Vor die Alternative gestellt, wird sich der politische Prozess demnach für eine der beiden entscheiden müssen – und welche das sein wird, darüber sollen hier keine Spekulationen angestellt werden.

4. Die Folgen der Krise

Stattdessen soll die Frage nach den Folgen der gegenwärtigen weltweiten Finanzkrise gestellt werden. Natürlich sind viele Konsequenzen noch nicht absehbar, aber einige lassen sich schon mit erheblicher Wahrscheinlichkeit vorhersagen.

Die erste Folge der Finanzkrise wird sehr wahrscheinlich eine globale Machtverlagerung weg aus dem OECD-Gebiet sein. Sie folgt aus einer Veränderung der Eigentümerstrukturen im Finanzsystem. Um ihre erforderlichen Eigenkapitalquoten trotz der hohen Verluste zu erhalten, mussten viele Unternehmen aus dem Finanzsektor Kapitalerhöhungen durchführen. Durch solche Kapitalerhöhungen sinkt der Anteil der existierenden Aktionäre am Unternehmen, und neue Teilhaber kommen hinzu – neue Unternehmensteilhaber, das bedeutet auch: neue Teilhaber an den Entscheidungsprozessen im Unternehmen. Die durch die Krise erzwungenen Kapitalerhöhungen führen deshalb zu einer Machtverlagerung, weil das Geld für sie hauptsächlich aus den Staatsfonds der autoritär regierten arabischen und asiatischen Länder gekommen ist.

Es sind Länder wie Saudi-Arabien, Kuwait, Qatar, die Vereinigten Arabischen Emirate, Singapur, China, die mit ihren Finanzreserven den Kapitalbedarf der westlichen Finanzinstitutionen gedeckt haben. Deren Krise war ihre Chance, und sie besitzen nun z.T. erhebliche Anteile an Firmen wie Merrill Lynch, Citigroup, Barclays und anderen. Singapur ist z.B. mit 9 Prozent nun der größte Einzelaktionär der schweizerischen Großbank UBS, und in Branchenkreisen wird UBS schon nur halb scherzhaft mit »United Banks of Singapore« übersetzt. Bei Geschäftsentscheidungen dieser Firmen haben nun also die Staatsinvestoren aus dem autoritär regierten arabischen und asiatischen Raum in Zukunft mitzubestimmen. Und auch für die Zukunft der Regulierung des internationalen Finanzsystems wird diese Veränderung Folgen haben. Denn die kapitalkräftigen Länder des arabischen und asiatischen Raums werden in Zukunft sehr wahrscheinlich einen Wunsch nach Mitsprache bei den Verhandlungen über diese Regulierungen vorbringen. Das stünde dann ganz im Gegensatz zu den früheren Runden, die in den letzten Jahrzehnten stattgefunden haben und die ausschließlich eine Sache der westlichen liberalen Demokratien waren. In Zukunft werden wohl auch andere Länder mit am Verhandlungstisch sitzen wollen, und sie werden dafür gute Argumente haben.

Eine zweite Folge der globalen Finanzmarktkrise ist die Beschädigung des existierenden internationalen Systems der Bankenaufsicht. Nach beinahe zehn Jahren umfangreicher und mühsamer Verhandlungen war erst zu Beginn des Jahres 2008 das sogenannte »Basel II«-Abkommen in Kraft getreten. Die internationale Bankenaufsicht soll demnach auf drei sogenannten Säulen ruhen, von denen die erste die wichtigste ist. Doch an zwei wesentliche Elemente dieser ersten Säule, die sich auf Mindestkapitalanforderungen bezieht, hat die aktuelle Finanzmarktkrise gewissermaßen die Axt gelegt:

- Zum einen wurde das Vertrauen in die Objektivität der Rating Agencies, deren Bewertung für die Aufsicht herangezogen wird, stark erschüttert.
- Zum anderen wurde auch das Vertrauen in ein zweites für die Aufsicht herangezogenes Element, nämlich die von den Banken verwendeten internen Risiko-Abschätzungsmodelle, durch die Krise untergraben.

Das Aufsichtssystem über das internationale Bankenwesen sieht sich also just in dem Moment, da man es dringend bräuchte, in seiner Funktionsfähigkeit stark beschädigt. Inwieweit das System trotz dieser Beschädigung funktionieren wird, werden wir in den nächsten Wochen und Monaten sehen. Sicher ist jedoch, dass eine Reform des Systems notwendig ist. Und ob ein neuer Verhandlungsprozess mit eventuellen neuen Teilnehmern in der notwendigen Kürze der Zeit zu einem Ergebnis führt, daran mag man Zweifel haben.

5. Schluss

Dieser Beitrag hat versucht, einen Überblick über die Erscheinungsformen und die Gründe der gegenwärtigen globalen Finanzmarktkrise zu geben – die sich längst in eine weltweite Wirtschaftskrise ausgeweitet hat. Die Analyse steht natürlich unter dem Vorbehalt der Vorläufigkeit. Denn die Krise dauert nun schon mehr als 18 Monate an – und vor einem Jahr haben nur wenige erwartet, dass sie noch so lange anhalten oder sich derart verschärfen würde. Auch jetzt weiß noch niemand, wann sie beendet sein wird – und mit welchen Folgen. Je größer jedoch die Verluste werden, und je breiter der Kreis der Betroffenen wird, desto lauter werden die Rufe nach einer politischen Reaktion werden. Meine These war, dass es sich bei der Finanzmarktkrise um ein sehr komplexes Ereignis handelt und dass deshalb Lösungen, die sowohl einfach als auch sachadäquat sind, wohl nicht existieren. In Wahlkämpfen, wie sie in diesem Jahr in Deutschland und wohl nächstes Jahr in Großbritannien stattfinden werden, wird die Komplexität der Ereignisse noch einmal massiv reduziert – man konnte das im Herbst 2008 in den Vereinigten Staaten sehen. Es besteht daher die tatsächliche Gefahr, dass vor allem den einfachen Lösungen das Wort geredet wird. Dabei ist die Bandbreite dieser einfachen Lösungen groß:

- Nichtstun und dem Markt alles überlassen – diese Position reicht von der Mehrheit der US-Republikaner (die im Rettungsprogramm der Regierung Bush die »Abschaffung der Marktwirtschaft und Einführung des Sozialismus« sehen) bis zu Stimmen im deutschen Journalismus wie der Leipziger Volkszeitung, die Ende September 2008 schrieb: »Ordnungspolitisch hat die Große Koalition mit der massiven Stützungsaktion alle Grundsätze über Bord geworfen.«
- Am anderen Ende des Spektrums werden hingegen scharfe Reregulierung sowie Verstaatlichung von bedrohten Banken gefordert – etwa von der Linkspartei (die zahlreiche Finanzinstrumente – wie z.B. Verbriefungen – und Hedgefonds einfach verbieten will) bis zur *Frankfurter Rundschau*, die schreibt: »Eine Verstaatlichung über Eigenkapital und Garantien sichert dem Steuerzahler mittelbar auch Einfluss auf die Geschäftspolitik der Banken«.
- Gleichzeitig wird von vielen Seiten das Gefühl geschürt, hier müsse gewissermaßen Otto Normalverbraucher für die Sünden und Exzesse einiger reicher Finanzkapitalisten zahlen – siehe die Schlagzeile der BILD-Zeitung vom 30. September 2008: »26,6 Mrd. Euro: Wir Steuerzahler sollen Bank vor Pleite retten!« In eine ähnliche Richtung gehen die immer wieder zu hörenden Argumente, die Krise sei auf die »Gier der Banker« zurückzuführen.

Natürlich gibt es und gab es in der Krise Banker, die gierig und unverantwortlich gehandelt haben. So hat etwa der Chef einer großen amerikanischen Investmentbank für das Jahr 2008 nicht weniger als 4 Milliarden Dollar an Bonuszahlungen geleistet – obwohl sein Unternehmen in jenem Jahr 16 Milliarden Dollar Verlust gemacht hat und obwohl das Mutterunternehmen zum selben Zeitpunkt 20 Milliarden Dollar an Hilfe von der US-Regierung beantragt hat. Doch wer die Ursachen der Finanzmarktkrise allein auf solche gierigen Banker zurückführen möchte, der macht es sich zu einfach. Es war ja nicht so, dass diese gierigen Banker ihre lukrativ erscheinenden Finanzgeschäfte widerstrebenden Investoren aufgenötigt haben. Ganz im Gegenteil: Sie hatten in gierigen Anlegern willige Komplizen, die wenig Fragen stellten, auf welcher realen Grundlage denn die fantastisch erscheinenden Renditen erwirtschaftet werden könnten. Und auch für Politiker und Finanzmarktregulierer war es viel bequemer, einfach wegzusehen, während die Finanzindustrie einen scheinbar endlos voranschreitenden Boom produzierte.

Im kritischen Rückblick bleibt also nur der Schluss, dass es ein Zusammenwirken aller Beteiligten war, das die Finanzmarktblase hat entstehen lassen, die seit eineinhalb Jahren so spektakulär in Zeitlupe platzt. Soll Ähnliches in Zukunft verhindert werden, wird es Änderungen an vielen Stellen geben müssen – im Bereich der Finanzmarktregulierung ebenso wie im Verhalten von Finanzmarktakteuren, Investoren, Politikern und Regulierern. Doch bis jetzt scheint es wenig Zeichen dafür zu geben, dass die schwere Krise ein allgemeines Umdenken eingeleitet hat. Viele politische Kräfte verlangen zur Lösung der Krise vielmehr genau das, was sie schon seit Jahren fordern. So sprachen sich die Gewerkschaften bereits früh für Konjunkturprogramme aus, und die FDP sieht weiterhin in Steuer-senkungen die Lösung für alle Probleme. Auch dass nun vom Leitantrag des Stuttgarter CDU-Parteitag bis zu Oskar Lafontaine im Deutschen Bundestag, von der Evangelischen Kirche bis zum ehemaligen Bundesbank Präsidenten Tietmeyer unterschiedlichste politische Kräfte das Leitbild des »ehrbaren Kaufmanns« beschwören, kann nicht wirklich überzeugen. Lösungsansätze für eine regulative Reform der Märkte, zumal wenn sie international wirken sollen, werden Genaueres vorlegen müssen als solche wolkigen Konzepte, unter denen jeder etwas anderes verstehen kann und niemand etwas genaueres versteht. Nicht nur die Politik, auch die Gesellschaft steht hier vor einer großen Aufgabe.

Prof. Dr. Andreas Busch
Seminar für Politikwissenschaft
Georg-August-Universität Göttingen
Platz der Göttinger Sieben 3
D-37073 Göttingen
andreas.busch@sowi.uni-goettingen.de

Literatur

- Bank for International Settlements* (2008): BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments. December 2008.
- Bloss, Michael / Ernst, Dietmar / Häcker, Joachim / Eil, Nadine* (2009): Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise: Immobilienblase: Ursachen, Auswirkungen, Handlungsempfehlungen, München.
- Busch, Andreas* (2009a): Banking regulation and globalization, Oxford.
- Busch, Andreas* (2009b) [i.E.]: Der starke Staat? Wunsch und Wirklichkeit, in: Berliner Republik, Januar/Februar 2009.
- Flassbeck, Heiner* (2008): Die Panik im Finanzkasino und ihre Folgen, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, Heft 11, 33–40.
- International Monetary Fund* (2008): Global financial stability report: Financial stress and deleveraging. Macrofinancial implications and policy deleveraging. Macrofinancial implications and policy.
- Krugman, Paul R.* (2009): The return of depression economics and the crisis of 2008, New York.
- Shiller, Robert* (2008): The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It. Princeton, NJ.
- Wohlgemuth, Michael* (2008): Asche auf ihrem Haupt, in: Internationale Politik, Dezember, 48–53.
- Wolf, Martin* (2008): Why banking is an accident waiting to happen, in: Financial Times, 28. November 2008.

Anmerkungen

1. Der Beitrag ist eine aktualisierte und überarbeitete Fassung des Festvortrages, den der Autor auf Einladung der Göttinger Graduiertenschule Gesellschaftswissenschaften am 1. Oktober 2008 gehalten hat. Das Manuskript wurde um eine Literaturliste ergänzt.
2. Eine vergleichsweise einfache Lösung wäre hier, die Rating Agencies von den Käufern der Wertpapiere bezahlen zu lassen, denn dann würden sie mutmaßlich eher in deren Interesse gutachten.