
POLICY PLATFORM | White Paper

Ursachen, Auswirkungen und Lehren
der Finanzkrise: Eine systematische
Bestandsaufnahme

Helmut Siekmann
Institute for Monetary and Financial Stability

July 2010

Ursachen, Auswirkungen und Lehren der Finanzkrise: Eine systematische Bestandsaufnahme

Prof. Dr. Helmut Siekmann

A. KRISENGENESE: URSACHEN FÜR ENTSTEHUNG UND AUSBREITUNG DER KRISE

Die Krise ist ein multikausales und multifaktorielles Geschehen. Sie hat in ihrem Verlauf mehrfach ihre Gestalt verändert. Unter diesen Umständen verbieten sich einfache Erklärungsansätze, namentlich in der Form linearer Ursache-Wirkungszusammenhänge. Es ist also immer das Zusammenwirken verschiedener Faktoren zu betrachten, die unterschiedlich gewichtige Beiträge zum Geschehensablauf geliefert haben.

Häufig werden als *Ursachen* genannt:

1. globale Ungleichgewichte in den Handels- und Zahlungsströmen
2. die Geldpolitik des Federal Reserve Systems
3. die Aufweichung der Anforderungen für die Vergabe von Krediten in den USA
4. die Verbriefung von Forderungen und ihre fehlerhafte Bewertung durch die Rating-Agenturen
5. Komplexität der Finanzinstrumente
6. Fristeninkongruenz von Ausleihung und Refinanzierung
7. der Anteil von Fremdkapital (leverage)
8. die Anforderungen an das Eigenkapital und deren prozyklischen Wirkungen
9. die Vorschriften für die Bewertung von Aktiva der Banken
10. Fehlanreize durch die Honorierung von Entscheidungsträgern in den Finanzinstituten

11. Versagen der corporate-governance der Institute, namentlich falsches oder fehlerhaftes Krisenmanagement
12. Versagen von Regulierung, Aufsicht und Krisenmanagement
13. Komplexität der Rechtsvorschriften
14. menschliche Gier

Bei genauerer Betrachtung liegt das Schwergewicht auf folgenden *Ursachen*:

- die *Kreditvergabepraxis* in den USA und bei einigen Banken in Europa
- Art und Ausmaß der *Verbriefung* von Forderungen („opaqueness“, „complexity“)
- Art und Höhe der *Fremdfinanzierung* von Instrumenten und Instituten des Finanzsektors („leverage“, „maturity mismatch“)
- *Risikowahrnehmung und Entscheidungsfindung* in den Organen von Finanzinstituten („aggregate tail-risks“)

Einen *wesentlichen Beitrag* zur Entstehung der Krise und ihrem weiteren Verlauf haben geleistet:

- die *Geldpolitik* des Federal Reserve Systems
- die *Aufsicht* über Finanzmärkte und Finanzinstitute
- das Fehlen geeigneter Rechtsregeln für die systemschonende *Abwicklung* fallierender Finanzinstitute.

Bei den Mängeln der Aufsicht ist noch zu unterscheiden zwischen

- dem *materiellen Aufsichtsrecht* (Komplexität, Aufweichung, Selbstregulierung, institutsbezogene Sicht)
- der *Organisation der Aufsichtseinrichtungen*
- dem *tatsächlichen Verhalten dieser Einrichtungen* in der Verwaltungspraxis (mangelndes Einschreiten gegen gefährliche oder gar rechtswidrige Praktiken)

Nicht sicher ist, ob die Bildung überhöhter Preise auf den Vermögenmärkten (*asset price bubbles*) hätte verhindert werden können. Die Möglichkeiten der Geldpolitik werden insoweit kontrovers beurteilt.

Das gesamte *hochkomplexe Aufsichtssystem* mit seinen tausenden von Vorschriften, hunderten Druckseiten voller Anweisungen, hochkomplexen Modellen und großen Behörden hat jedenfalls, wenn man auf das Ergebnis schaut, seinen wesentlichen Zweck nicht erfüllt. Es hat insgesamt versagt. Ein besonderes Versagen interner und externer Steuerung und Kontrolle ist zudem bei vielen, aber keineswegs allen Banken in staatlicher Trägerschaft, offenbar geworden. Die quantitativ größten Problemfälle liegen eindeutig im Bereich privater Banken.

Insoweit liegt neben dem *Versagen „der“ Märkte* auch ein massives *Staatsversagen* vor. Hinzu kommt noch ein *Versagen der Wissenschaft*, denn weder die Entstehung noch der Verlauf der Krise sind auch nur annähernd von den zuständigen Teilen der Wirtschaftswissenschaften prognostiziert noch korrekt erklärt worden.

Ein Sonderproblem stellen die *Ratingagenturen* dar. In ihrer Grundidee stellen sie einen Gewinn an Effizienz dar, weil nicht jeder Kreditgeber die Kreditwürdigkeit seines Schuldners selbst beurteilen muss, sondern eine Einrichtung das für viele erledigen kann. Wenn diese hochkonzentrierte Beurteilung allerdings fehlerhaft ist, sind die Folgen ungleich gravierender, als wenn sich das Urteil eines einzelnen Kreditgebers als falsch erweist.

Das eigentliche juristisch-ökonomische Problem besteht aber darin, dass die Noten dieser privaten Unternehmen in Rechtsvorschriften zum Anknüpfungspunkt für gravierende Rechtsfolgen gemacht worden sind, wie in der Solvabilitätsverordnung oder im Pfandbriefgesetz. Entsprechendes gilt, wenn sich Hoheitsträger, wie die EZB, bei ihren Entscheidungen, beispielsweise bei der Annahme von Staatsanleihen als Sicherheiten, an den Noten der Ratingagenturen orientieren. Das ist grundsätzlich verfehlt und auch aus juristischer Sicht sehr fragwürdig. Die „Regulierung“ der Agenturen löst diese Probleme im Wesentlichen nicht.

B. INPFLICHTNAHME DER INTERNATIONALEN BANKEN ZUR RISIKOABSICHERUNG OHNE KREDITVERGABE UND WACHSTUM ZU GEFÄHRDEN

Mir sind keine belastbaren empirischen Erkenntnisse bekannt, welche den Wohlfahrtsverlust, der durch die gegenwärtigen Krise verursacht worden ist, geringer einschätzen als die Wohlfahrtsgewinne, die durch günstige Kredite möglicherweise induziert worden sind. Im Gegenteil besteht ein erster Anschein, dass bei allen Berechnungen über Kreditvergabe und Wachstum nicht hinreichend die daraus zu erwartenden gesamtgesellschaftlichen Wohlfahrtsverluste einkalkuliert werden.

C. BONI-REGELUNGEN, DIE LEISTUNGSANREIZE BIETEN UND ZUGLEICH SYSTEMSCHÄDLICHES VERHALTEN VERHINDERN

Den Boni-Regelungen wird in der öffentlichen Diskussion ein viel zu hoher Stellenwert beigemessen. In jedem Fall müsste insoweit auch die Honorierung der Angestellten und Vertreter vor Ort mit einbezogen werden.

Fraglich sind nicht primär die Boni, sondern die Entlohnung insgesamt, die im Finanzsektor bezahlt wird. Es bestehen Anzeichen, dass sie Folge eines eklatanten *Marktversagens* sind. Zumindest dürfte es für die gezeigten sehr schlechten Leistungen des Führungspersonals nicht die exorbitant hohen Zahlungen geben, die flächendeckend zu beobachten sind, wenn es einen funktionierenden Wettbewerb auf dem Markt für diese Kräfte gäbe. Wenn katastrophaler Misserfolg mit außerordentlich hohen Honoraren belohnt wird, ist das ein klares Zeichen für die Existenz von Marktstörungen. Dieses Grundproblem müsste zunächst angegangen werden, bevor über die Feinheiten von Boni-Regelungen nachgedacht wird.

D. ROLLE DER INTERNATIONALEN AUFSICHTSBEHÖRDEN

Fast einhellig wird eine Europäisierung oder gar Globalisierung von Aufsicht für angezeigt gehalten. Möglicherweise lassen sich aber leichter und vor allem schneller Verschärfungen des nationalen Rechts zur Verhinderung derartiger Kri-

sen etablieren und, falls sie sich als ungeeignet erweisen, auch schneller wieder beseitigen.

Der allergrößte Teil der Probleme ist jedenfalls in Deutschland nur von einer Handvoll von – im nationalen Maßstab – mittelgroßen bis großen Instituten verursacht worden. Die Masse der kleinen Banken hat keinen nennenswerten Beitrag zu Entstehung und Verlauf der Krise beigesteuert und die wesentlichen Bankfunktionen erfüllt.

Es bliebe noch zu beweisen, dass die Institute, welche den Staat schon immense Beträge gekostet haben, tatsächlich für Wachstum und Prosperität der realen Wirtschaft notwendig sind. Sollte man nicht schlicht auf sie verzichten?

E. BEKÄMPFUNG VON MAKRO-RISIKEN

Für die Entschärfung von Makro-Risiken dürfte eine Totalrevision des gesamten Aufsichtsrechts – und nicht nur Detailreparaturen – erforderlich sein. Es muss wieder eindeutig der ordnungsrechtliche Charakter dieses Rechts im Vordergrund stehen. Die Gefahrenabwehr muss die entscheidende Aufgabe aller Vorschriften und aller Aufsichtseinrichtungen sein; auch zum Preis von entgangenem Wachstum und entgangenem Gewinnchancen.

Das Eingehen von systemischen Risiken geht nicht hinreichend in das Gesamtkalkül ein; weder auf einzelwirtschaftlicher noch auf gesamtwirtschaftlicher Ebene. Wegen der de-facto Staatsgarantie für „systemrelevante“ Institute handelt es sich um eine negative Externalität, also ebenfalls um einen Fall von Marktversagen. Ein solches Versagen kann durch hoheitliche Anordnungen, bis hin zu strikten Verboten, bekämpft werden. Eine andere Möglichkeit ist die Internalisierung der negativen externen Effekte. Ein probates Mittel dafür sind nicht-steuerliche Abgaben, vor allem lenkende Sonderabgaben im technischen Sinne.

F. DIE ROLLE DER ZENTRALBANKEN

Die gegenwärtige zu beobachtende Staatsschuldenkrise ist keine Währungs- und erst recht keine Krise des Euro und der Europäischen Währungsunion. Die vielfach von Wirtschaftswissenschaftlern geforderte Unterstützung bei der *Finanzierung von Staatsschulden* durch die EZB ist ein klarer Rechtsverstoß und hat daher zu unterbleiben. Die von der EZB bereits ergriffenen Hilfsmaßnahmen sind rechtliche außerordentlich fragwürdig. Für diese Beurteilung spielt das „rating“ der entgegen genommenen Staatsanleihen keine Rolle.

Die Zurückhaltung der Bundesregierung bei der Zustimmung zu *Hilfsmaßnahmen für Griechenland* ist juristisch wohl begründet und auch ökonomisch gut nachvollziehbar. Wenn sich „die“ Finanzmärkte, wer immer das eigentlich genau ist, darauf verlassen haben, dass „sovereign debts“ schon nicht ausfallen werden, ist es nun an der Zeit, diesen Wetten auf ein Ereignis, dessen Eintritt man kennt, den Boden zu entziehen. Das hätte aber mit hoher Wahrscheinlichkeit erneute, das Finanzsystem destabilisierende „Bankenschieflagen“ zur Folge. Sie hätten wieder mit hohen Beträgen aus öffentlichen Kassen bereinigt werden müssen.

Die Verleihung größerer *Befugnisse im Bereich der Finanzmarktaufsicht* an die Zentralbanken ist eine zweiseitige Angelegenheit, die durchaus in Konflikt mit dem Ziel der Sicherung der Geldwertstabilität geraten könnte, das für das EZB absoluten Vorrang haben muss. Empirisch lässt sich zudem nicht sicher bestätigen, dass mit der Konzentration der Aufsicht bei den Notenbanken die Aussicht besteht, dass die Aufsicht auch tatsächlich besser wird. Andererseits sind aus verfassungsrechtlichen Gründen in diesem Fall Einschränkungen der Unabhängigkeit der Notenbanken kaum zu vermeiden. Ob eine Änderung des Primärrechts der EU und des Grundgesetzes im Falle von Bundesbank und EZB die juristischen Probleme lösen würden, ist nicht sicher.