

Rechtsanwalt Dr. Achim-R. Börner, Köln

## Die globale Krise des Finanzsystems und der Konjunktur - die einfache Version

Nach herkömmlicher Lesart haben die Krise im US-amerikanischen Häusermarkt und die Profitgier der Bankinstitute zu einer Krise des Weltbankensystems geführt, die seit Sommer 2008 virulent ist und von den Staaten mit Garantiezusagen, Forderungskäufen und Eigenkapitalzufuhren bezüglich der jeweils bei ihnen ansässigen Banken bekämpft wird. Die komplexe Interaktion von Sach-, Geld- und Derivatmärkten wird dabei verkannt.

Nach herkömmlicher Lesart haben die Amerikaner Eigenheime erworben, die ihnen Banken mit Krediten finanziert haben, die an den Grundstücken besichert waren. Oft sind Beleihungen an Einkommensschwache und/oder bis 100 % des Grundstückswerts erfolgt<sup>1</sup>. Die hohe Beleihung war möglich wegen niedriger Zinsen und der allgemeinen Erwartung steigender Immobilienwerte. Die starke Nachfrage führte zu einer Immobilien-Blase, bis 2007 der Markt zu stagnieren begann<sup>2</sup>.

Entgegen den Verlautbarungen in europäischen Medien geht die Hypothekenkrise nicht auf eine verantwortungslose Kreditvergabe amerikanischer Institute, mangelnde Staatsaufsicht und Politikversagen zurück, sondern ist Folge einer Übertreibung des gesamten Marktes, die durch die hohe Verfügbarkeit von Liquidität und mangelnde Attraktivität anderer Anlagen verstärkt wurde. Die mit kleinen Modifikationen immer wieder verbreitete Analyse, Globalisierung, ungehemmte Geldgier und kurzsichtige Politik<sup>3</sup> hätten die Blase in eine globale Finanzkrise gewandelt<sup>4</sup>, ist wenig hilfreich; das System wird von Blasenbildungen<sup>5</sup> eben wegen seiner im Grunde vorteilhaften, stabilisierenden Globalität betroffen, kurzsichtige Politik und ungehemmte Geldgier<sup>6</sup> sind immer vorhandene Faktoren; um Finanzinstitute vor einer Teilnahme an Blasen zu schützen und die Auswirkungen einer Teilnahme abzufedern, wird man vielmehr die systemimmanente Logik der Banken<sup>7</sup> einschl. bestimmter Treiberfaktoren und der Bilanzregeln ändern müssen. Die folgende Analyse der Abläufe und der teilweise bisher noch nicht erkannten Probleme soll über die vorhandenen zutreffenden Erkenntnisse<sup>8</sup> hinausführen:

---

<sup>1</sup> A. Greenspan, *Mein Leben für die Wirtschaft*, Frankfurt 2007, S. 267: ca. 20 % der 3 Mrd. USD Ausleihungen 2006 an eingeschränkt Kreditwürdige

<sup>2</sup> Greenspan, aaO., S. 265 ff

<sup>3</sup> Al.V. Llosa, *Der Wall-Street-Sozialismus*, Welt am Sonntag vom 28.09.2008, S. 12

<sup>4</sup> B. Fehr, *Der Weg in die Krise*, FAZ vom 18.03.2008, S. 11; ähnlich H. Barbier, *Im Rückspiegel*, vom 09.10.2008, abrufbar unter [ww.faz.net/s/Rub9EE145E259784E0FB2E1D276DB743F17/Doc-EC72294B](http://ww.faz.net/s/Rub9EE145E259784E0FB2E1D276DB743F17/Doc-EC72294B)

<sup>5</sup> vgl. [en.wikipedia.org/wiki/Economic\\_bubble](http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_bubble); diese und alle nachfolgenden Internetquellen wurden am 20.10.2008 abgerufen.

<sup>6</sup> D. Schümer, *Gier, die über Leichen geht*, FAZ vom 27.09.2006, S. Z 3

<sup>7</sup> G. Braunberger, *Wenn die Logik der einzelnen Bank das System in die Krise stürzt*, FAZ vom 08.08.2008, S. 13

<sup>8</sup> S. Jost, *Die sieben Mythen der Finanzkrise*, Welt am Sonntag vom 28. September 2008, S. 26

## 1. Der US-Immobilienmarkt

Nach dem Platzen der sog. dot.com-Blase am Aktienmarkt ab Sommer 2000<sup>9</sup>, die die Wertstabilität der Sachwerte in den Vordergrund gestellt hatte, drohte eine Rezession<sup>10</sup> mit deflatorischer Tendenz<sup>11</sup>.

- Das Scheitern vieler Unternehmen des Bereichs Internet, Software, Computerisierung an der Börse war das Ergebnis nicht einer Schwäche der Innovation, sondern der Nachfrage und des vor allem des Vertrauens in die künftige Nachfrage. Das musste besonders groß sein, weil die große Liquidität, die für Unternehmens- und Börsenanlagen zur Verfügung stand, dazu geführt hatte, dass die dot.com-Unternehmen sehr hoch bewertet worden waren, oft mit dem Mehrfachen ihres Umsatzes.

- Hinzu kam die Pleite des Energiehändlers Enron, der seine riskanten Geschäfte in Tochtergesellschaften ausgelagert hatte; diese Tochtergesellschaften wurden mit ihrem Grundkapital bilanziert und ihre Geschäfte nicht konsolidiert, so dass man den Umfang der dort belegenen Risiken von außen nicht erkennen konnte.

Mit der Ernüchterung im Aktienmarkt und mit zu viel Geld im System bekam die Anlage in Immobilien Aufwind. Der Bevölkerungszuwachs durch Zuwanderung und Demographie, aber auch die vermehrte Nachfrage von Börsengewinnern und Mittelstand heizte den Immobilienmarkt an. Zugleich verfügte das Bankensystem über Gelder, die neue rentierliche Anlage suchten; Konsumentenkredite, zumal wenn sie abgesichert waren an zunehmend werthaltigen Immobilien, boten sich an, und die Konsumenten griffen zu.

Die große Geldmenge im Vergleich zur verhältnismäßig langsamer wachsenden Gütermenge begründete die latente Gefahr einer inflationären Geldentwertung, die die Federal Reserve Bank mit höheren Zinsen einzubremsen suchte<sup>12</sup>. Die Konsumenten flohen in Sachwerte; Zinssenkungen zur Abwendung einer Rezession erleichterten den Unternehmen, aber auch den Konsumenten die Kreditaufnahme, ohne den Anlagetrend zu brechen. Die leichte Kreditverfügbarkeit trieb die Immobilienpreise, sorgte aber auch für hohe Nachfrage nach Bau- und Baunebenleistungen.

Der Trend brach erst, als die Federal Reserve Bank unter dem neuen Präsidenten Ben Bernanke (ab Mitte 2004) die Zinsen erhöhen musste, um die Kredite zu verteuern und so eine Überhitzung der Wirtschaft zu vermeiden. Mit der Zinserhöhung wurde die Bedienung der Kredite für Grundstücke und Konsumgüter teurer, so dass sie die Konsumenten zunehmend überforderte. Die Zinssenkungen kamen zwar (ab August 2007) in rascher Folge, aber konnten den Umschwung nicht verhindern: Alle hielten ihre Gelder beieinander, die Zirkulation verlangsamte sich, die Nachfrage sank, die Bedienung der Kredite wurde immer schwerer.<sup>13</sup>

Dabei ist zu bedenken, dass Geld zwar frei fließt und - anders als Güter - keiner Abnutzung oder Vernichtung unterliegt, aber das Geld mit unterschiedlichen Fristen und d.h. unterschiedlichen Geschwindigkeiten in den Subsystemen - Immobilien, Güter, Finanzanlagen - zirkuliert. So kann das Geld schnell aus Finanzanlagen heraus und in Immobilien hineingehen, aber langsam aus Immobilien heraus zurück in Finanzanlagen. So blieb die Liquiditätszufuhr in Pensionskassen

<sup>9</sup> Greenspan, aaO., S. 17, 239f, s. auch S. 229-234

<sup>10</sup> Greenspan, aaO., S. 245, 259

<sup>11</sup> Greenspan, aaO, S. 263 ff

<sup>12</sup> vgl. inzwischen auch A. Winkler, Geld- oder Finanzsektorpolitik: Wer trägt die Hauptschuld an der Finanzkrise?, Wiso direkt (FES, Berlin) Nov. 2008, S. 2

<sup>13</sup> vgl. auch Schaubild, in: Historische Zinssenkungen in Europa, FAZ vom 05.12.2008, S. 11

und andere Versicherungssysteme erhalten und tendierte der Aktienmarkt noch aufwärts, während die Nachfrage nach Anlage- und Konsumgütern und Immobilien bereits sank. Die Verteuerung der Rohstoffe und der Verfall des US-Dollar belasteten die Nachfrage nach Gütern zusätzlich und liessen die Nachfrage nach Immobilien drastisch einbrechen.

Dieser Einbruch ist letztlich nur ein temporärer Effekt, da der langfristige Effekt durch die demographische Entwicklung und die weitere volkswirtschaftliche Wertschöpfung durch Arbeit bestimmt wird und sich die übrigen Parameter wie Zinsen, Rohstoffpreise, Wechselkurse usw. rasch ändern können.

Die sog. Hauptursache entpuppt sich - vorbehaltlich einer unwahrscheinlichen großen Rezession in den USA - als ein temporärer Effekt, so dass es bzgl. der USA gilt, eine endliche und absehbare Schwächephase zu überbrücken<sup>14</sup>.

Diese Schwächephase betrifft den US-Hypothekenmarkt mit einer Größe von 12 Bill. (trillion) USD<sup>15</sup> und den US-Konsumentenkreditmarkt (Kredite ohne Immobiliarsicherheit) mit einer Größe von 2,6 Bill. USD<sup>16</sup> (davon 8.400 USD pro Kopf an Kreditkartenschulden). Anzumerken ist, dass diese allgemeine Schwäche der Konsumenten, für die die Ausfälle der Immobilienkredite kennzeichnend sind, die keineswegs gleichmäßig die USA oder die Gegenden mit bisher besonderer Preissteigerung trifft. Besonders betroffen sind vielmehr die Zentren mit nachhaltiger oder neuer Wirtschaftsschwäche, d.h. Nordosten (Washington/Virginia, Boston/Massachusetts), Rust Belt (Detroit/Michigan, Cleveland/Ohio, Indiana), Florida und Sonnenstädte (Phoenix, Las Vegas), südliches Kalifornien (Los Angeles, San Diego), und zwar ohne notwendigen Bezug zu einer bisherigen starken Preissteigerung<sup>17</sup>.

Die Ausfallrate bei den Hypotheken nähert sich derzeit 10 %, d.h. 1,2 Bill. USD<sup>18</sup>, ist also annähernd gedeckt durch die jetzt bereitgestellten Hilfen

- Economic Stimulus Act 2008: 168 Mrd. USD, überwiegend in Steuerrückerstattungen)
- Housing and Economic Recovery Act 2008: 300 Mrd USD zur Stützung des Hypothekenmarktes einschl. Fanny Mae und Freddie Mac
- Emergency Economic Stabilization Act: 700 Mrd. USD zur Stützung des Bankensystems<sup>19</sup>

Die beiden ersten Gesetze kamen etwas zu spät, um die aktuelle Finanzmarktkrise noch zu verhindern, sollten aber den US-Hypothekenmarkt und damit das "*underlying*" erheblich stützen und möglichst über die Krisenzeit bringen.

Damit ergibt sich im Grundsatz eine volle Deckung der US-Hypothekenkrise aus US-Mitteln, so dass sich die übrigen Konsumentenkredite als grundsätzlich vernachlässigbare Größe darstellen. Wozu also noch die vielen EU-Mittel zur Rettung des Bankensystems?

---

<sup>14</sup> zutreffend G. Heinsohn, Henry Paulsons weitsichtige Investition, FAZ vom 23.09.2008, S. 25

<sup>15</sup> vgl. [en.wikipedia.org/wiki/Subprime\\_mortgage\\_crisis](http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis)

<sup>16</sup> [www.federal-reserve.gov/releases/g19/current](http://www.federal-reserve.gov/releases/g19/current) of October 7, 2008; in nderen Ländern, insbesondere der Türkei, ist die Kreditkartenblase weitaus gefährlicher, vgl. auch Wann platzt die Kreditkartenblase, FAZ vom 12.11.2008, S. 15

<sup>17</sup> Einzelheiten bei [en.wikipedia.org/wiki/United\\_States\\_housing\\_bubble](http://en.wikipedia.org/wiki/United_States_housing_bubble)

<sup>18</sup> s.o. FN 13, Zahlenannahme der Weltbank

<sup>19</sup> Überblick: 110 Seiten zur Rettung des amerikanischen Finanzsystems, FAZ vom 30.09.2008, S. 15

## 2. Die anderen Immobilienmärkte

Nicht nur der US-Immobilienmarkt ist in der Krise. Zwar ist der deutsche Immobilienmarkt - auch infolge des Abbaus von ca. 250.000 Plattenbau-Wohnungen - stabil geblieben<sup>20</sup>; stabile Grundstückswerte und eine vorsichtige Beleihungspraxis verhindern ungewöhnliche Ausfälle von Hypotheken- bzw. Grundschulden. In der Krise sind aber auch die vielen europäischen Hypotheken- und Immobilienmärkte<sup>21</sup>, vor allem die von Großbritannien und Irland (ähnlich Australien, Indien) und die der Mittelmeerränder, insbesondere Spanien<sup>22</sup>. In allen Ländern haben die billigen Zinsen und die steigende Nachfrage aufgrund der Zuwanderung (im Norden Einwanderer, im Süden Ferienhaus-Urlauber und Pensionäre) und der Vorlieben der Bevölkerung zu einer ganz ähnlichen Immobilienmarktsituation wie in Teilen der USA geführt. Steigende Preise erhöhten die Nachfrage um spekulative Momente, so dass eine Spirale in Gang kam.

Das Problem in den europäischen Sonnenländern ist, dass ihre Immobilien-Nachfrage von fremder Konjunktur abhängt und sich die Nachfragetrends aus den EU-Nachbarländern über die Gleichschaltung via Währungsunion (und d.h. das Fehlen von Auf- und Abwertungen) nicht mehr ausbalancieren. Die geldstarke Nachfrage aus dem Osten (insbesondere Russland) vermag die EU-Nachfrageschwäche nur wenig zu kompensieren, ist vor allem strukturell anders ausgerichtet (Stichwort: Oligarchen v. Mittelständler) und steht auf den tönernen Füßen hoher Rohstoffpreise und nicht in die Rohstoffwirtschaft reinvestierter Devisen..

Das Hauptproblem Europas steckt in der Demographie; die Nachfrage aus den alternden Gesellschaften geht tendenziell zurück, so dass - anders als in den USA - für die Zukunft nicht mehr mit einer breiten realen Preissteigerung zu rechnen ist: Amerikas Verluste sind temporär, Europas dauerhaft.

Auch ist die Größenordnung in den europäischen Ländern viel bedrohlicher; das zeigt die Relation zum jeweiligen Brutto-Inlandsprodukt<sup>23</sup>:

Eine Ausfallquote von ca. 10 % bedeutet für amerikanische Hypothekendarlehn<sup>24</sup> eine Größenordnung von knapp 10 % des US-BIP, ebenso für britische<sup>25</sup> eine von knapp 10 % des GB-BIP, aber für spanische<sup>26</sup> eine von bald 60 % des E-BIP; Griechenland, Portugal, Italien stehen nicht sonderlich besser.

Es liegt auf der Hand, dass die betreffenden europäischen Länder Hilfen für ihre Banken nicht nur für US-Ausfälle bereitgestellt haben, sondern vor allem auch für Ausfälle im eigenen Land. Die Einbeziehung dieser Risiken in den Rettungsaufwand ist ein Hauptargument gegen eine

---

<sup>20</sup> Gigantische Leerstandswelle befürchtet, FAZ vom 24.10.2008, S. 41

<sup>21</sup> [ausf.en.wikipedia.org/wiki/Real\\_estate\\_bubble](http://ausf.en.wikipedia.org/wiki/Real_estate_bubble) mit weiteren Verweisen

<sup>22</sup> vgl. [en.wikipedia.org/wiki/Spanish\\_property\\_bubble](http://en.wikipedia.org/wiki/Spanish_property_bubble); Spanien rutscht immer tiefer in die Immobilienkrise, FAZ vom 04.04.2008, S. 21; er steigende Geldmarktzins belastet die europäische Wirtschaft, FAZ vom 25.09.2007, S. 21

<sup>23</sup> [de.wikipedia.org/wiki/Liste\\_der\\_Laender\\_nach\\_Bruttoinlandsprodukt](http://de.wikipedia.org/wiki/Liste_der_Laender_nach_Bruttoinlandsprodukt)

<sup>24</sup> 1.200 Mrd. USD auf 13.200 Mrd. USD; Zwangsvollstreckung in jedem 171. Fall, FAZ vom 31.10.2008, S. 3; In Amerika sind viele Hausbesitzer in Bedrängnis, FAZ vom 01.11.2008, S. 23; s. auch C. Tigges, Amerika steckt tief im Schuldenkeller, FAZ vom 08.11.2008, S. 16,

<sup>25</sup> 230 Mrd. EUR auf 2.200 Mrd. EUR, s. auch [www.cml.org.uuk/cml/statistics](http://www.cml.org.uuk/cml/statistics)

<sup>26</sup> 651 Mrd. EUR auf 1.100 Mrd. EUR

europäische oder Euro-Zonen-Fondslösung: Die stabilen Länder müssten für die waghalsigen Kreditvergaben in den spekulativen Immobilienmärkten eintreten, was angesichts der betätigten ortsfeste Investitionen auf eine massive Beihilfe an diese Länder hinausläufe.

### 3. Die Verlustvergrößerung

Die besicherten Forderungen gegen amerikanische Konsumenten und auch Unternehmen haben die Finanzinstitute in eigene Fonds/Conduits<sup>27</sup> eingebracht, so dass die Risiken, die sich aus den einzelnen Kreditverhältnissen ergeben haben, neu gebündelt wurden, und dann Anteile an den neuen Risikobündeln als *Asset-backed Securities* in Form von Zertifikaten<sup>28</sup> verkauft. Es handelt sich also um eine Risiko-Neuordnung und anschließende Risiko-Streuung. Damit hat sich dadurch das Gesamtrisiko aus dem Hypothekenbestand nicht verändert, wohl aber sind neuer Aufwand aus der Umformung durch Bündelung und aus Vertrieb der Zertifikate sowie - je nach Ausstattung der Zertifikate - neue Risiken hinzugekommen, nämlich die Risiken aus Zeitverschiebung (Fristentransformation) und Emittentenbonität hinzugekommen. Das Einkommen aus den Hypotheken blieb aber gleich, so dass nach Aufwands- und Gewinnpositionen der kreditierenden Bank (Stückelungsaufwand) der Anteil für die "Prämie" gesunken ist. Das machte nur Sinn, wenn der Prämienanteil der Kreditbedienung das Grundrisiko des Hypothekenbestandes und - bei glücklicher, die Risiken mindernder Umstrukturierung - auch die neu aus Zwischeneintritt und Zertifizierung hinzutretenden Risiken abdeckte.

Der Erwerb der Zertifikate gegen Kaufpreis ermöglichte den kreditierenden Banken die Refinanzierung, brachte also noch mehr Liquidität an den Hypothekenmarkt. Der Kauf würde sich aber nur rentieren, wenn der Prämienanteil schon während der Niedrigzinsphase mit seinem geringen Volumen mindestens die Ausfall- und Verzugsrisiken abdeckte und es dann zu einer Zinserhöhung käme, deren Wert den Stückelungsaufwand und die steigenden Ausfallrisiken überkompensierte. Mit dem Zertifikat kaufte man also eine doppelte Wette, nämlich die auf Eintritt einer Zinserhöhung und die auf ein verhältnismäßig zurückbleibendes Ausfallrisiko. Das bedeutete bereits in der Grundkonstellation eine Wette 4 : 1 (sollte nichts geschehen oder nur Ausfälle steigen oder Zinsen und Ausfälle parallel steigen, war die Wette verloren; nur wenn die Zinsen stiegen und die Ausfallrisiken hinter dem Wert der Zinssteigerung zurückblieben, war man im Gewinnbereich). Diese Basiskonstellatoin hat man unzureichend bewertet<sup>29</sup>, und dann hat man sich noch in der Nachhaltigkeit der Zinserhöhung sowie zum Eintritt der Ausfallhäufigkeit verschätzt.

Die richtige Einschätzung wurde in mehrfacher Hinsicht erschwert, nämlich (a) zum einen durch eine intransparente Gestaltung der Zertifikate, indem man sie auf Teilrisiken (lineare und nicht lineare Risiko-Anteile) beschränkte, deren Bewertung nicht oder allenfalls versicherungsmathematisch möglich war, (b) zum anderen durch die guten Ratings der Agenturen, mit denen die Risiken der Zertifikate als niedrig bzw. im Verhältnis zur Prämie niedrig bewertet wurden, und (c)

<sup>27</sup> P. Scherer/J.M.Bosak, die meisten "conduits" tauchen in keiner Bilanz auf, FAZ vom 12.09.1007, S. 23; zum psychologischen Hintergrund: Da staunte der Truthahn, FAZ vom 01./02.11.2008, S. 33

<sup>28</sup> zur Begrifflichkeit ausführlich [de.wikipedia.org/wiki/Zertifikat\\_\(Wirtschaft\)](http://de.wikipedia.org/wiki/Zertifikat_(Wirtschaft)); zu den Techniken im einzelnen Überblick bei A. Bartsch, Die Geister die ich rief, ..., NJW 2008, 3337 ff; Claus Luttermann, Kreditversicherung (Credit Default Swaps): Vertrag Restrukturierung und Regulierung (Hedge-Fonds, Rating, Schattenbanken), Recht der Internationalen Wirtschaft 2008, S. 737 ff

<sup>29</sup> als Beispiel für die verkürzte Betrachtungsweise der Banker, aber mit guten Zahlen siehe [www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2007/FSR07Apr1.ppt](http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2007/FSR07Apr1.ppt)

schließlich durch die hohen Marktpreise, die sich aus der für Spekulationen verfügbaren, hohen Liquidität<sup>30</sup> erklärten.

Zudem hatte das Bilanzrecht mit der Maßgeblichkeit des Marktwerts des Umlaufvermögens für die Bilanzierung die Notwendigkeit einer individuellen Einschätzung und Bewertung entbehrlich gemacht. Man konnte sich guten Gewissens "hinter dem Marktwert verstecken": Solange alle sich irrten, waren die Bilanzansätze zum Marktwert richtig. Die Erkenntnis eines einsamen Mahners durfte nicht zur Minderung der Gewinne, der Boni und der Steuern führen.

Wenn dieser allgemeine Irrtum lange genug angehalten hätte und die Konsumenten die Kredite schließlich mit nur den üblichen Ausfallrisiken bedient hätten, wäre wohl auch nichts weiter geschehen. So kam es aber nicht. Abraham Lincoln hatte schon erkannt: "You can fool some of the people all of the time, and all of the people some of the time; but you cannot fool all of the people all of the time." Und so brachte der Zeitablauf an den Tag, dass die Ausfälle mit den Zinserhöhungen der Federal Reserve Bank überproportional stiegen und mit ihren Zinssenkungen nicht mehr rasch genug zurückgingen.

Die diversen Bündelungen und ihre weltweite Streuung, mitunter mehrfach hintereinander geschaltet, waren weder individuell für die Käufer noch generell für die Marktteilnehmer nachvollziehbar. Bald wusste extern und auch intern keiner mehr, wer welche Risiken in seiner Bilanz liegen hatte. Der Markt unterlag einem systemischen Irrtum, so dass selbst bei Transparenz alles opak geblieben wäre. Zudem konnte ein Erwerber in seinen Bilanzen eintretende Risiken durch rechtzeitige Auslagerung verschleiern.

Das Problem wurde zunächst als ein Liquiditätsproblem angegangen. Die Zentralbanken räumten erhebliche Kreditlinien ein<sup>31</sup>. Die Schwierigkeiten der Institute bei der Refinanzierung waren aber nur das Symptom ihres Verlustes an Aktiva. Diese mussten mit fallenden Marktpreisen abgeschrieben und die Abschreibungen in den Quartalsberichten ausgewiesen werden<sup>32</sup>. Frühzeitiges Abstoßen von Aktiva (sog. *deleveraging*<sup>33</sup>) in den schwächelnden Markt potenzierte den Abwärtstrend, so dass sich die Erosion der Aktiva beschleunigte und über die vielfältigen Geschäftsbeziehungen immer mehr Institute von der Krise erfasst wurden.

Da unklar war, in welchem Maße die Institute die Abschreibungen verkraften konnten<sup>34</sup>, machte sich Misstrauen im Markt breit, bis der Markt für Interbankenkredite praktisch weltweit zum Erliegen kam:

---

<sup>30</sup> für Deutschland behauptet aufgrund der hohen Sparrate, vgl. M. Dauderstädt, Die globale Finanzmarktkrise - kein Fall für Sparpolitik, Wiso direkt (FES, Berlin), S. 2 f

<sup>31</sup> vgl. z.B. Zentralbanken werden ungewollt zum Marktmacher, FAZ vom 04.10.2008, S. 12

<sup>32</sup> s. auch H.-J. Rudloff, Ordnungspolitische Brille ablegen, FAZ vom 19.09.2008, S. 21

<sup>33</sup> C. Tigges, Erschütterung im Fundament, FAZ vom 20.09.2008, S. 9

<sup>34</sup> Die Abschreibungsraten auf US-Hypotheken und ihre Derivate betragen derzeit 15-20 %, vgl. Studie: Schweizer Banken am stärksten von der Hypothekenkrise betroffen, Handelsblatt vom 18.04.2008, abrufbar unter [www.handelsblatt.com/finanzen/aktien/\\_b=1419135,\\_p=13,\\_t=ftprint,doc\\_page](http://www.handelsblatt.com/finanzen/aktien/_b=1419135,_p=13,_t=ftprint,doc_page). Zwar werden einzelne Banken, die schlechte Pakete, d.h. solche aus vorwiegend neuen Verträgen, eine höhere Abschreibung vornehmen (so muss beispielsweise Wachovia auf einen Neuerwerb von Golden West Financial fast 20 % = 18,7 Mrd. USD abschreiben, vgl. FAZ vom 22.10.2008, S. 14), doch kommen ihnen auch die anteilig höheren direkten Rettungsmaßnahmen zugute. Daher dürften die Abschreibungsraten vorsichtig überdimensioniert sein und das Ausfallrisiko von

Das Geld floh schneller, als die Zentralbanken neue Kreditlinien einräumen und der Gesetzgeber mit neuen Mitteln zur Deckung der Aktivenverluste bereitstellen konnten, um die Krise zu beheben. Es kam zum Wettlauf mit der Zeit, und zwar nicht mehr innerhalb der Volkswirtschaften, so dass man Probleme an der Wurzel bereinigen und die Wirkung auf die Bilanzen der Unternehmen abwarten konnte, sondern innerhalb der Unternehmen, so dass man Einzelbilanzen glattstellen musste und auf Durchsickerungseffekte nicht mehr warten konnte.

Damit hatte die Krise drei wichtige Ursachen:

1. die Furcht vor einem Ausfall der Hypothekenschuldner, obwohl man die Gefahr aus Zinserhöhungen und Rezessionstendenzen von Anfang an kannte bzw. kennen mußte (*risk of underlying*);
2. die Furcht vor ungedeckten Bündelungsrisiken, über deren Ausmass man sich unsicher ist, obwohl man sich bereits beim Erwerb hätte vergewissern können/sollen (*risk of certification*);
3. das Misstrauen zur Bonität von Banken als Emittenten und als Partner im Interbankenmarkt, solange man deren Risiken, die Ausfälle eigener und garantierter Forderungen auszuweisen und zu verkraften, nicht kennt (*risks of seller, guarantor, and borrower*).

Und sie hatte vier unmittelbare Folgen:

1. Die Hypothekenschuldner stürzten ab, während andere die Häuser billig erwerben würden, was vor allem ein sozialpolitisches Problem barg.
2. Die unmittelbaren und über Zertifikate mittelbaren Hypothekengläubiger litten unter sich beschleunigender Auszehrung.
3. Die Not, Vermögensgegenstände zu liquidieren, ließ die Märkte abstürzen. Das war ein deflationärer Schub<sup>35</sup>, der sich dadurch zu verstärken drohte, dass mit dem Zusammenbruch vertikaler Türmungen die dort gebundene Geldmenge auf die sofortige Liquidität konsolidieren<sup>36</sup> und Panik ausbrechen würde.
4. Mit dem Verlust des Vertrauens in die Stabilität wesentlicher Finanzinstitute, gekennzeichnet durch das Versiegen des Interbankenmarktes, würde die Finanzkrise in die Realwirtschaft übergreifen<sup>37</sup> und die Weltwirtschaft abstürzen<sup>38</sup>.

---

10 % zzgl. Nebenkosten etwas überdecken, also den Instituten Raum für künftige Gewinne schaffen.

<sup>35</sup> Deflation wird zum Thema, FAZ vom 20.08.2008, S. 21

<sup>36</sup> vgl. z.B. Auf die Banken rollt eine Tilgungswelle zu, FAZ vom 26.09.2008, S. 19; Das Ende der Zauberer, Welt am Sonntag vom 05.10.2008, S. 28

<sup>37</sup> zur Gefährdung des Übergangsfeldes zur Realwirtschaft, nämlich der Altersvorsorge und der Versicherer siehe z.B. AIG kämpft ums Überleben, FAZ vom 16.09.2008, S. 15 und Die Krise trifft auch die Altersvorsorge, FAZ vom 11.10.2008, S. 11

<sup>38</sup> J. Dams/F. Wsidorff: Zeitenwende in der Weltwirtschaft, Welt am Sonntag vom 21.09.2008, S. 25; s. auch A. Struve/H. Zschäpitz, Im Sog der Abwärtsspirale, Welt am Sonntag vom 05.10.2008, S. 15

#### 4. Die erste Rettung

Die USA haben zunächst versucht, das Übel an der Wurzel zu packen und das *risk of underlying* durch Fristenstreckung in ein Verzinsungs- bzw. Renditerisiko zu verwandeln, und später durch die Möglichkeit staatlichen Ankaufs zweifelhafter Aktiva sowie staatlicher Bankenbeteiligung und -kreditierung die abgeleiteten *risks of seller, guarantor and borrower* zu beseitigen.

Entsprechend der abgeleiteten Natur dieser Risiken laufen die Rettungsmaßnahmen darauf hinaus, dass der Staat insoweit letztlich "nur" das Fristenrisiko übernimmt<sup>39</sup> und an den Wertaufholungen im *risk of underlying* partizipiert, zumal er dieses Risiko mit eigenen Maßnahmen reduziert. Am *risk of certification* nimmt der Staat nur mediatisiert über Beteiligungen und Garantien teil, was der Risikozuordnung gemäß dem Grundsatz des *caveat emptor* entspricht.

Demgegenüber zielen die meisten - zutreffenderweise EU-weit abgestimmten<sup>40</sup> - Maßnahmen der EU-Mitgliedstaaten vorwiegend auf die Stabilisierung der Banken<sup>41</sup>. Sie werden über veränderte Bilanzregeln<sup>42</sup> und Gelder in Form von Garantien, Krediten und Eigenkapital abgesichert. Dies lässt die europäischen Hypothekenschuldner und die nicht-banklichen Erwerber von Zertifikaten außen vor.

Seit Beginn der Krise haben die Banken weltweit 520 Mrd. USD Abschreibungen vorgenommen, die europäischen 235 Mrd. USD<sup>43</sup>. In Deutschland haben die Banken bisher<sup>44</sup> bereits Abschreibungen von über 55 Mrd. EUR auf die Hypotheken und ihre Derivate vorgenommen<sup>45</sup>, darunter 27 Mrd. EUR bei IKB und Landesbanken<sup>46</sup>. Da der weitere Abschreibungsbedarf immer noch wenig klar ist, waren Rettungsmaßnahmen geboten und wurden weltweit ergriffen<sup>47</sup>, vor allem in Form von Garantien für Bankeinlagen<sup>48</sup>.

---

<sup>39</sup> s. auch U. Rohner, Finanzkrise und der Faktor Zeit, Die Volkswirtschaft St. Gallen Dez. 2008, S. 23 ff

<sup>40</sup> zutreffend die EZB, vgl. Keine Garantien am Geldmarkt, FAZ vom 24.10.2008

<sup>41</sup> vgl. die gute, aber nicht ausreichend nach Wirkungen differenzierte Übersicht: Wie der Giftmüll im Finanzsystem entsorgt werden soll, FAZ vom 10.10.2008, S. 3

<sup>42</sup> Ein zusätzlicher Bremsfallschirm für die Banken, FAZ vom 14.10.2008, S. 17

<sup>43</sup> H. Mußler, Am Abgrund, FAZ vom 13.10.2008, S. 23 unter Berufung auf Bloomberg

<sup>44</sup> zum Stand Anfang 2008 vgl. FN 29: von den bisherigen Abschreibungen von 270 Mrd. USD entfielen auf deutsche Banken 15 % = 40,5 Mrd. USD; das gesamte Abschreibungsvolumen wurde auf ca. 500 Mrd. USD geschätzt, also weniger als die Hälfte der Schätzung der Weltbank von 1.300 Mrd. USD und offenbar ohne Berücksichtigung der US-Rettungspakete.

<sup>45</sup> (a) 48,5 Mrd. EUR bis August 2008, vgl. Fidelity International, Die jüngsten Auswirkungen der US-Kreditkrise und ihre Auswirkungen auf den deutschen Bankensektor, Hintergründ & Analysen September 2008 (Frankfurt/Main)

(b) seither weitere 4,5 Mrd. EUR bei der Deutschen Bank und 3,8 Mrd. EUR bei der Bayerischen Landesbank

<sup>46</sup> ohne Bayerische Landesbank, vgl. F. Stocker/H.Zschäpitz, Das kostet uns die Krise, Welt am Sonntag vom 05.10.2008, S. 47

<sup>47</sup> Kapitalspritzen und Garantien rund um die Welt, FAZ vom 14.10.2008, S. 14; guter Überblick auch bei D. S. Gerber/M.K. Hess, Finanzkrise: Die Schweizer Lösung im internationalen Vergleich, Die Volkswirtschaft, St. Gallen Dez. 2008, S. 4 ff

<sup>48</sup> M. Ammann, Einlagensicherung: Welche grundlegenden Reformen sind nötig, Die Volkswirtschaft St. Gallen Dez. 2008, S. 9ff und P.MK. Hildebrandt, Finanzstabilität und die Rolle der Schweizerischen Nationalbank, Die Volkswirtschaft, St. Gallen Dez. 2008, S. 13 ff

Das eilig ausgearbeitete, aber gute neue Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpaketes zur Stabilisierung der Finanzmärkte<sup>49</sup> stellt zur Rettung des Finanzsystems in Deutschland bis zu 480 Mrd. EUR für Ankäufe, Eigenkapitaleinlagen und Garantien bereit. Es berücksichtigt die folgenden Überlegungen:

Bei der Absicherung der Banken sollte die Möglichkeit der Teilhabe an der Wertaufholung der Zertifikate<sup>50</sup> durch Übernahme und am wiedererstarkenden Eigenkapital ausgeschöpft werden. Da die Maßnahmen den gefährdeten Instituten die unterschiedlichen banklichen Möglichkeiten zur Refinanzierung offenhalten bzw. wiedereröffnen, ist absehbar, dass die Unternehmenswerte der Institute wieder gewinnen; an diesen Sanierungsgewinnen sollte der Staat teilhaben, so dass sich sein Risiko im wesentlichen auf ein Fristenrisiko beschränkt. Das bedeutet, dass die staatliche Teilhabe nicht zugunsten der privaten Altaktionäre verwässert und andererseits privates Kapital nicht entwertet bzw. enteignet werden darf; dazu sind schwierige Fragen der Bewertung von Risiken und ihrer Nachhaltigkeit sowie der Identifizierung von aktuellen Unternehmens(rest)werten zu beantworten, und diese Fragen werden im Falle staatlicher Eingriffe durch Auflagen und Lenkungsmaßnahmen nicht einfacher.

Das Problem des deutschen Rettungspaketes sind seine möglichen onerosen Bedingungen, die vor der Inanspruchnahme abschrecken<sup>51</sup>. Demgegenüber ist das amerikanische Rettungspaket anteilig zu nehmen, so dass die Institute gleichmäßig gestärkt werden<sup>52</sup>; andererseits sorgt die Begrenzung auf im US-Inland ansässige Institute dafür, dass ausländische Banken, die sich im US-Hypothekenmarkt verspekuliert haben, nicht auf Kosten des US-Steuerzahlers gerettet werden.

Außerhalb der Gesetzesbegründung ist zu bedenken, dass - wie dargelegt - die europäische Hypothekenkrise strukturell viel schlimmer ist als die amerikanische; hier geht es nicht primär um Fristen- und Verzinsungs-, sondern - zumindest auch - um Tilgungsprobleme. Mit der Bankenrettung werden diese einzelstaatlichen Probleme dauerhaft internationalisiert, sofern nicht eine weltweite Rezession<sup>53</sup> alles gleichstellt. Um solche *spill-over effects* zu begrenzen und den zutreffenden Grundsatz umzusetzen, dass jeder die Probleme in seinem Land zu lösen hat, erscheint ein europäisches Nachbessern erforderlich.

---

<sup>49</sup> vom 17.10.2008, BGBl 2008 I 1982; Überblicke:

(a) [de.wikipedia.org/wiki/Finanzmarktstabilisierungsgesetz](http://de.wikipedia.org/wiki/Finanzmarktstabilisierungsgesetz); W. Ewer/A. Behnen, Der Finanzmarktstabilisierungsfonds, NJW 2008, 3457 ff

(b) Historisches Rettungspaket steht, FAZ vom 21.10.2008, S. 11; Harte Regeln zu Gehältern und Dividenden, FAZ vom 18.10.2008, S. 9; kritisch zur Verfassungsmäßigkeit wegen der Größe des Engagements G. Strate, Das „Rettungspaket“ - ein Destabilisierungsgesetz für die Verfassung, NJW 2008, Heft 48, S. III (NJW-Editorial)

ergänzend s. auch Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung vom 20.10.2008, BGBl 2008 I ... sowie [www.soffin.de](http://www.soffin.de)

<sup>50</sup> ähnlich wie hier C. Kessler, Warum sollten wir abschreiben? Das Geld kommt ja, FAZ vom 07.11.2008

<sup>51</sup> Banken finden beim Rettungspaket nicht zueinander, FAZ vom 01.11.2008, S. 11; „Stabilisierungspaket hat Konstruktionsfehler“, FAZ vom 24.10.2008, S. 14

<sup>52</sup> C. Tigges, Späte Einsicht, FAZ vom 14.11.2008, S. 11; Neuer Schwung für amerikanische Verbraucher, FAZ vom 14.11.2008, S. 12; zuvor bereits Gerangel um das Hilfspaket für Amerikas Banken, FAZ vom 01.11.2008, S. 23

<sup>53</sup> Eine Rezession könnte langwierig werden, FAZ vom 15.08.2008, S. 13; zur aktuellen Situation: Burning out, FAZ vom 29.10.2008, S. 14 u 15 sowie: Schwellenländer auf der Kippe, FAZ vom 25.10.2008, S. 10 und DAX verliert zeitweise 11 Prozent, FAZ vom 25.10.2008, S. 9; P. Steinbrück, Die Lage ist noch schlechter geworden, FAZ vom 23.10.2008, S. 11

Bezüglich der Refinanzierung durch die EZB stellt sich die Frage nicht so, denn deren Kredite werden als Tender verauktioniert, somit zum jeweiligen Marktpreis ausgehändigt.

## 5. Frühe Folgen der ersten Rettung

Die naheliegende Wirkung der staatlichen Stützung schwacher Institute ist eine Wettbewerbsverzerrung<sup>54</sup>. Sie mag zur Rettung des Finanzsystems hinnehmbar sein, sollte aber auf mittlere Sicht durch strukturelle Vorgaben neutralisiert werden, damit das Beihilfeverbot des EG-Vertrages nicht verletzt wird und ein *level laying field* erhalten bleibt<sup>55</sup>.

Die Staaten müssen Schulden aufnehmen<sup>56</sup>, um Gelder in die Rettung investieren zu können, sei es durch Finanzierung der ausgefallenen Aktiva, Stärkung der Institute oder Sicherung des Vertrauens ins System (über Garantien). Mit diesen Rettungsgeldern kommt mehr Geld in die Volkswirtschaften, dies obwohl weder die Güterproduktion noch die Renditen entsprechend wachsen. Die dafür aufgelegten Nebenhaushalte lassen die Staaten die vereinbarten Euro-Verschuldensgrößen<sup>57</sup> verletzen.

Der schwierigste Schritt wird daher sein, die zusätzliche Geldinfusion zu neutralisieren. Sie darf sich nicht auf die vorhandene Menge an Gütern und Wertgegenständen projektieren, denn dann löst sie eine erhebliche Inflation<sup>58</sup> bzw. Stagflation<sup>59</sup> aus.

Angesichts ihrer schieren Größe kann diese zusätzliche Geldmenge in der mittleren Zukunft (denn zunächst stehen noch die Liquiditätsaspekte und Zinssenkungen zur Abwendung einer Rezession im Vordergrund<sup>60</sup>) kaum durch bloße zentralbankliche Steuerung des Zinssatzes "abgeschmolzen" werden. Andererseits muss die Reduktion der Infusionsmenge im Gleichschritt vor allem mit den USA erfolgen, um die Wechselkursrelationen nicht dauerhaft so zu verschieben, dass in Europa die "japanische Krankheit" ausbricht und das Kissinger-Szenario von

<sup>54</sup> s. auch: Beihilferegeln der EU werden nicht geändert, FAZ vom 14.10.2008, S.15; H.-J. Hellwig, Das Rettungspaket verstößt gegen Europarecht, FAZ vom 05.11.2008, S. 23

<sup>55</sup> Die Leitlinien der EU-Kommission zur Rettung und Umstrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten (ABl 2004 C 244/2) treffen den vorliegenden Fall sektor- und weltweiter Schieflagen nicht. Daher hat die Kommission auf Drängen und gemäß Vorgaben des Rates die Mitteilung herausgegeben „Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der derzeitigen globalen Finanzkrise, ABl 2008 C 270/8 vom 13.10.2008 (die sog. „Bankenmitteilung“); dazu im Einzelnen C. Arhold, Globale Finanzkrise und europäisches Beihilfenrecht, Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2008, 713 ff.

<sup>56</sup> H. Göbel, Unter dem großen Schirm, FAZ vom 14.10.2008, S. 13; wegen der bisher nicht zahlungswirksamen Garantien für D zunächst eine geringere Neuverschuldung, vgl. Vorerst bis zu 100 Milliarden Euro Neuverschuldung für die Banken, FAZ vom 14.10.2008, S. 1 u. 2; s. auch Die Börsen feiern den Staatseingriff, Wo das Geld herkommen soll, FAZ vom 14.10.2008, S. 13; D. Eckert/H. Zschäpitz, Die Angst vor der Staatsbubble geht um, Welt am Sonntag vom 19.10.2008, S. 53

<sup>57</sup> s. FN 79 und 82

<sup>58</sup> Märkte ohne Orientierung, FAZ vom 23.05.2008, S. 11

<sup>59</sup> N. Piper, In der Falle, Süddeutsche Zeitung vom 22.02.2008, S. 19; die Gefahr aus dem Eindampfen vertikaler Strukturen übersieht M. Woodford, vgl. Eine Geldpolitik, in der Geld keine Rolle spielt, FAZ vom 10.08.2007, S. 12

<sup>60</sup> EZB bereitet die Anleger auf sinkende Leitzinsen vor, FAZ vom 04.10.2008, S. 11

einem Europa eintritt, das außer alten Gemäuern, Wein und Käse sonst nichts mehr zu bieten hat.

Der bisherige amerikanische Ausweg, die Geldmenge durch eine vertikale Strukturierung (Firmengrundstück, Aktie, Fonds, Dachfonds) überwiegend in Finanzprodukte zu binden, kann heute keine Marktresonanz finden, nachdem Sachwert wieder Trumpf ist und die Zeit der guten Renditen, die nebst Risiken atomisiert werden können und mit denen die Defiziten über die Zinspreizung mit Hilfe von Einlagen zurückverdient werden, noch nicht wieder da ist. Hier liegt ein Nexus zur sog. Realwirtschaft.

Das Problem der staatlichen Reaktion auf die Finanzkrise ist die Überreaktion, insbesondere eine strangulierende Regulierung<sup>61</sup>, den Rahmen für die wirtschaftliche und insbesondere geldwirtschaftliche Betätigung so verengen<sup>62</sup>, dass das normale und essentielle Geschäft der Übernahme und Weitergabe von Chancen und Risiken zu sehr eingeeengt bzw. zu teuer<sup>63</sup> wird, z.B. durch dauerhafte Leerverkaufsverbote<sup>64</sup>, Selbstbehaltsgebote<sup>65</sup>, Kumulierungsverbote oder andere Handelsbeschränkungen, zu hohe Anforderungen an die Unterlegung mit Eigenkapital (Aktivenquoten und Mindestsätze), die *Tobin tax* oder andere vermeintliche Wundermittel. Die verordnete Risikoaversion würde die Wirtschaft - wie schon Basel I gezeigt hat und Basel II verstärkt<sup>66</sup> - sklerotisieren, wenn nicht ersticken und damit alle monetären Steuerungsansätze wirkungslos werden lassen. Ähnlich wirken auch Geschäftsplangenehmigungen<sup>67</sup>, wenn ihre materiellen Kriterien zu streng sind, und vor allem die Zielsetzungen „Alle Lücken in den Überwachungssystemen sollen geschlossen werden“<sup>68</sup> bzw. „Eine solche Krise darf sich nicht wiederholen“<sup>69</sup>.

---

<sup>61</sup> zutreffend J.H. Binder, Eine EU-Super-Aufsichtsbehörde hilft hier nicht, FAZ vom 14.10.2008, S. 9; zu den Aspirationen vgl. C. Kellermann, Europe's Leverage in Financial Market Regulation, International Policy Analysis, Berlin (Friedrich Ebert Stiftung) 2008; kritisch zu den Eingriffen aufgrund ihrer Auswirkungen in der Realwirtschaft auch H. Siebert, Ein Regelwerk für die Finanzmärkte, FAZ vom 25.10.2008, S. 11; zur Verletzung der bereits bestehenden Regeln durch die deutschen Institute und Kapitalgesellschaften vgl. F.-J. Säcker, Gesellschaftsrechtliche Grenzen spekulativer Finanztermingeschäfte, NJW 2008, 3313 ff

<sup>62</sup> zutreffend T. Friedman, Bitte kein Las Vegas mehr, Welt am Sonntag vom 21.09.2008, S. 12

<sup>63</sup> zu den volkswirtschaftlichen direkten Kosten s. auch P.M. Hildebrand, Finanzstabilität und die Rolle der Schweizerischen Nationalbank, Die Volkswirtschaft, St. Gallen Dez. 2008, S. 13 ff; die indirekten Kosten resultieren aus der Verteuerung der Kredite, zutreffend M. Amann, Einlagensicherung, Die Volkswirtschaft, St. Gallen Dez. 2008, S. 9, 10, und G. Fischer, Mehr Prinzipien statt Detailregulierungen, Die Volkswirtschaft, St. Gallen, Dez. 1008, S. 38

<sup>64</sup> richtig die zeitbegrenzte Reaktion des Bundesaufsichtsamts für das Finanzwesen, vgl. "Spekulatives Handeln unterbinden", FAZ vom 23.09. 2008, S. 23

<sup>65</sup> z.B. Verbot der Geschäftspolitik des *originate to distribute*

<sup>66</sup> deutlich positiver in der Bewertung D. Sigrüst, Hat Basel II versagt?, Die Volkswirtschaft, St. Gallen Dez. 2008, S. 17 ff

<sup>67</sup> Ackermann: Aufsicht soll Banken-Geschäftspläne prüfen, FAZ vom 18.11.2008, S. 13

<sup>68</sup> Startschuss zur Regulierung der Finanzmärkte, FAZ vom 15.11.2008, S. 13

<sup>69</sup> vgl. Die EU präsentiert Vorschläge zur Lösung der Finanzkrise, FAZ vom 08.11.2008, S. 1

Es wird darauf ankommen, der Krise des Finanzsektors mit Augenmaß zu begegnen<sup>70</sup> und ihrem temporären Charakter gerecht zu werden<sup>71</sup>. Aufgrund klarer Analyse<sup>72</sup> gibt die konzertierte Aktion der OECD-Länder insoweit viel Hoffnung<sup>73</sup>.

## 6. Die Krise der Realwirtschaft

Der Liquiditätsbedarf der Finanzinstitute führte zu Liquidationen, so dass die gehaltenen Papiere, insbesondere Aktien und Schuldverschreibungen, den Markt überschwemmten und die Preise verfielen<sup>74</sup>. Das war eine normale Marktreaktion mit einem sich selbst verschärfenden Trend, der durch erhebliche Liquiditätszufuhr und Kreditvergabe hätte gebrochen werden können. Schlimmer war, dass die Unsicherheit im Interbankenmarkt, der immerhin ein Mehrfaches der Industriekredite ausmacht, auf die herkömmlichen Kreditsituationen abfärbte<sup>75</sup>. Bei den Fonds machte sich der Liquiditätsbedarf durch den Abzug der Eigenmittel verunsicherter Anteilszeichner und den gleichzeitigen Verfall der Marktwerte der gehaltenen Aktiva, insbesondere Grundstücke, zuerst bemerkbar<sup>76</sup>. Die Verunsicherung der Banken griff auf die Gesamtwirtschaft in verschiedenen Ursachenketten über:

Verbraucher und Industrie waren langfristig durch stark steigende Steuer- und Abgabenlasten (Erhöhung der Umsatz- und Verbrauchssteuern, Progression der Einkommensteuer, steigende öffentliche Zwangsbezüge mit inflationierenden Abgaben, z.B. technische Überwachung, Sozial- und Krankenkassen, Rundfunk-, Emissions-, Abfall- und Abwassergebühren), eine ausufernde Reglementierung und eine unsichere Konjunktur (Zeitarbeit u.ä.), mittel- und kurzfristig auch durch die Wertpapierverluste und die Bankenkrise sowie den diesbezüglichen medialen Hype zunehmend verunsichert. Die sog. Realwirtschaft stand kurz vor dem Kollaps, da mit dem Platzen der Immobilienblasen und spätestens dem Verfall der Börsenkurse jedermann erkannte, dass das Vermögenswachstum nicht ausreichen würde, um die weitere (konsumtive) Expansion zu tragen.

---

<sup>70</sup> s. auch Ein Gipfeltreffen der überzogenen Erwartungen, FAZ vom 14.11.2008, S. 11; Unscharfer Plan für den Weltfinanzgipfel, FAZ vom 07.11.2008, S. 11; zutreffend zuvor: B. Fehr, Arbeit am Ordnungsrahmen, FAZ vom 12.11.2008, S. 11; R. Zoellick, Im Gespräch: „Finanzmarktreform mit Skalpell, nicht mit der Axt“, FAZ vom 20.11.2008, S. 12; zutreffend differenzierend auch die Schweizer Praktiker in ihren Beiträgen in: Die Volkswirtschaft, St. Gallen Dez. 2008, S. 36-41

<sup>71</sup> zutreffend D. Siems, Die Marktwirtschaft führt aus der Krise, Welt am Sonntag vom 16.11.2008, S. 13; s. auch A. Ritschl, Das Pendel der Regulierung schwingt ins andere Extrem, FAZ vom 24.10.2008, S. 14; F. Westermann, „Alle haben gewusst, was passiert“, FAZ vom 23.10.2008, S. 12; U. Rohner, Die Finanzkrise und der Faktor Zeit, Die Volkswirtschaft, St. Gallen Dez. 2008, S. 23 ff

<sup>72</sup> B. Fehr, Arbeit am Ordnungsrahmen, FAZ vom 12.11.2008, S. 11; exemplarisch S. Preuß, Der Staat und der Spieler, FAZ vom 19.11.2008, S. 13

<sup>73</sup> George W. Bush: „Ihr habt ein verdammt gutes Papier geschrieben!“, Welt am Sonntag vom 16.11.2008, S. 2 f; N. Busse, Der europäische Instrumentenkasten, FAZ vom 28.11.2008, S. 12

<sup>74</sup> Börsen im Griff der Deflation, FAZ vom 22. 11.2008, S. 21

<sup>75</sup> V. Unterreiner, Es gibt kein Entrinnen, Welt am Sonntag, 23.11.2008, S. 25

<sup>76</sup> D. Ecker/H. Zschäpitz, Die große Flucht aus den Fonds, Welt am Sonntag vom 30.11.2008, S. 56: 50 Mrd. EUR Mittelabzug in einem Monat

Die Banken sahen den sich ausbreitenden Werteverfall und antezipierten die Absatzverlangsamung. Dies führt zur Ablehnung neuer Kreditvergaben und kann bis zur Ablehnung von Verlängerungen und Refinanzierungen gehen<sup>77</sup>.

Die Tendenz im gesamten Markt, angesichts der Krise des Finanzsystems und eines potentiellen, ggf. weiteren Bonitätsverfalls der Schuldner möglichst liquide zu bleiben, führt nicht nur zur Zurückhaltung beim Erwerb von Aktiva einschl. der Streichung von Investitionen und Ausgaben, sondern auch zur raschen Liquidation von Forderungen; es bleibt nur noch stehen, was noch nicht oder jetzt nur mit größten Verlusten hereingeholt werden kann.

Erst die Verkleinerung und Beschleunigung des Güterkreislaufs im Streben nach sofortiger Liquidität bringt die deflationäre Tendenz: *Sell on bad news*. Bei ausreichender Liquidität würde das von den Finanzinstituten ausgelöste Angebot an Werträgern sogleich von der übrigen Wirtschaft aufgegriffen und der Preisverfall gestoppt: *Buy on bad news*.

Entscheidend ist somit vor allem, dass die von Zentralbanken und Staaten den Banken bereitgestellte Liquidität rasch in den Markt weitergegeben wird<sup>78</sup>. Dies ist in den europäischen Systemen aber durchweg nicht gesichert. Entweder – wie in Deutschland – nehmen die Banken die Hilfe nicht sofort und vorbehaltlos an, oder – wie in anderen EU-Ländern – sie setzen sie nicht oder nicht sogleich in die Gewährung neuer Kredite um; jeder Tag mangelnder Liquidität der Wirtschaftsteilnehmer bringt neue schlechte Nachrichten und verschärft die Bremsung überproportional.

Doch billiges Geld und Liquidität allein reichen nicht aus; denn die Billigkeit des Geldes beurteilt sich nicht in absoluten Werten, sondern in den durch die Erwartung zukünftiger Einkommen und Renditen bestimmten relativen Werten. Die Verbesserung dieser Erwartungen ist gemeint, wenn davon gesprochen wird, die strukturellen Ursachen der Rezession<sup>79</sup> anzugehen.

Maßnahmen gegen die Rezession sind die der allgemeinen Konjunkturpolitik: Alles hilft, was die Sicherheit der Einkommen und ihre Verfügbarkeit sowie die verfügbaren Renditen alsbald erhöht und so wieder Zuversicht in den Markt bringt.

So überbieten sich die Ökonomen mit den allgemeinen Steuerungsmitteln zur Angebots- und Nachfragebelebung: Konsumgutscheine, Steuerrückzahlungen, Steuererleichterungen, öffentliche Aufträge und Programme<sup>80</sup>. Die Hebel wirken teils kurz-, teils mittel- und teils langfristig. Vorwiegend kurzfristig greifen Subventionierungen einschl. Steuer- und Abgabenerleichterungen. Nachhaltig ist der Weg über die Wirtschaftsaktivitäten des Staates, z.B. durch zügige Privatisierung der Aktiva aus Restrukturierung öffentlichen Vermögens (einschl. der von den Finanzinstituten übernommenen toxischen Aktiva) mit entsprechender Schuldentrückführung, vermehrten Einsatz privater Mittel (als Fremd- oder Eigenkapital) zur Bewältigung öffentlicher Aufgaben und öffentliche Aufträge, kurz: durch alles, was die Ertragskraft der Volkswirtschaft

---

<sup>77</sup> Beispielhaft S. Preuß/M. Roth, Merckles Idylle liegt in Scherben, FAZ vom 06.12.2008, S. 12

<sup>78</sup> Zutreffend B. Bernanke, vgl. Neuer Schwung für amerikanische Verbraucher, FAZ vom 14.11.2008, S. 12 f, und Henry Paulson laut C. Tigges, Späte Einsicht, FAZ vom 14.11.2008, S. 11; s. auch Amerikas Notenbank kämpft gegen die Krise, FAZ vom 15.11.2008, S. 14

<sup>79</sup> Europa in der Rezession, FAZ vom 15.11.2008, S. 13

<sup>80</sup> guter Überblick bei F. Stocker, Alle Welt wird mit Geld überschwemmt, Welt am Sonntag vom 30.11.2008, S. 8; D.J. Snower, Wie wir dem Finanzalptraum ein Ende bereiten können, Welt am Sonntag vom 14.12.2009, S. 13

nachhaltig steigert und möglichst auch über das Wachstum der Gütermärkte die Absorption stärkt<sup>81</sup>.

Entsprechend der Art der Hauptprobleme der nationalen Volkswirtschaften empfehlen sich unterschiedliche Mischungen. Jede Nation stellt sich ihr Paket zusammen<sup>82</sup>. Das Sammelsurium wird wegen seiner - erforderlichen - Gleichzeitigkeit als konzertierte EU-Wirtschaftssteuerung ausgegeben<sup>83</sup>. Das soll einerseits dem Bestreben der Regierungen, möglichst große, konjunkturwirksame Zahlen als Rettungsmaßnahmen auszuweisen, und andererseits ihrem Zwang, wegen der Euro-Verschuldungsgrenzen möglichst wenig liquiditätswirksam zu verausgaben, Rechnung tragen und läuft Gefahr, in echter oder vermeintlicher Mickrigkeit zu enden und damit weitgehend zu verpuffen.

Der Preis der Maßnahmen, vor allem der kurzfristig wirksamen, ist die Finanzierung der Maßnahmen, d.h. hier die erhöhte Schuldenaufnahme. Diese Schulden werden ganz überwiegend und (auch bei Zwischenfinanzierung über öffentliche Anstalten) jedenfalls letztlich privatwirtschaftlich refinanziert. Damit erschöpft sich der Wert der Konjunkturmaßnahmen in einem Zeit- bzw. Zinseffekt. In der gegenwärtigen Situation der Finanzmarktkrise zeigt sich die akute Konkurrenz zwischen dem Staat und der privaten Wirtschaft um die Mittel: Der Staat tritt als der bessere Schuldner auf<sup>84</sup> und nimmt die Mittel, die aus Unsicherheit der Privatwirtschaft nicht gewährt werden. Das bedeutet, dass der Staat, wenn seine Kreditnachfrage voll bedient wird, vergleichsweise zu gute Konditionen geboten und so der Privatwirtschaft das Geld entzogen hat. Was die Privaten in überschaubaren Zeiträumen leisten können, reicht nicht aus, um Kredite zu erhalten; der Staat kann nur dann mehr als die Summe der Privaten, aus denen er besteht, bieten, wenn er über den normalen Zeitraum hinaus die Ertragskraft seiner künftigen Generationen oder schlicht auch fremde Ertragskraft „verpfändet“; nur so kann er sich beispielsweise im Extremfall bis zum BIP oder auch darüber hinaus verschulden.

Je billiger das Geld ist, das – z.B. aufgrund der Finanzkrise - die Zentralbanken bereitstellen<sup>85</sup>, um so schwieriger wird es für den Staat, im Vergleich zur Privatwirtschaft hinreichend unattraktive Konditionen anzubieten: Die Staatsquote steigt.

Dem muss mit einer gleichzeitigen, aggressiven Privatisierung und d.h. Rückführung des Staates auf Kernaufgaben begegnet werden, ein Schritt, den die gegenwärtige europäische Solidaranstrengung vermissen lässt.

---

<sup>81</sup> S. Grammling, *What Future for Global Economic Governance? – Potential Role of the WTO*, Conference Report, Berlin/Genf (Friedrich Ebert Stiftung) 2008; mit diesem Ansatz auch M. Dauderstadt, *Die globale Finanzmarktkrise – kein Fall für Sparpolitik*, *Wiso direkt* (FES, Berlin) Okt. 2008, S. 3

<sup>82</sup> Ein Flickenteppich an Konjunkturpaketen, *FAZ* vom 12.12.2008, S. 13

<sup>83</sup> So heißt es zur Ratssetzung vom 11./12. Dezember 2008: Europäischer Rat: Eine historische Einigung, abrufbar unter

[www.ue2008.fr/PFUE/lang/de/accueil/PFUE-12\\_2008/PFUE-11.12.2008/Conse](http://www.ue2008.fr/PFUE/lang/de/accueil/PFUE-12_2008/PFUE-11.12.2008/Conse) .... (abgerufen 15.12.2008); zugestimmt wurde einem Paket von ca. 200 Mrd. EUR = 1,5 % des EU-BIP, vgl. Rat der Europäischen Union, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Präambel und Nr. 9, Brüssel, den 11./12. Dezember 2008, Dokument 17271/08 (DE) Concl 5

<sup>84</sup> Regierungen fluten Märkte mit Staatsanleihen, *FAZ* vom 12.12.2008, S. 21; zu den Euro-Anleihen siehe auch: *Bewährung in Krisenzeiten*, *IWD – Internationaler Wirtschaftsdienst*, Köln 11.12.2008, S. 6

<sup>85</sup> Historische Zinssenkungen in Europa, *FAZ* vom 05.12.2008, S. 11; zuvor: *Neue Leitzinssenkungen quer durch Europa*, *FAZ* vom 07.11.2008, S. 11

Ohne diese strukturelle Gegenmaßnahme erhöht sich nur die Geldmenge um den von künftigen Generationen geborgten Anteil. Da so die Geldmenge wächst, während die Gütermenge gleich bleibt, inflationiert der Geldwert. Die mit den Rettungsmaßnahmen erhöhte Geldmenge wird sich aber erst nach und nach bemerkbar machen, was es heute um so verführerischer macht. Gegenmaßnahmen wie z.B. Sparen und Entwertungen sowie die Rückführung der Staatsquote in guten Zeiten bleiben meist allenfalls frühe Absicht.

Die Inflation kann man somit nur mit Ausgaben vermeiden, die den Wert der umlaufenden Güter erhöhen und damit die erhöhte Geldmenge relativieren. Das sind mit Glück die Ausgaben für Bildung, Forschung und Entwicklung, aber auch für sie gibt es inhärente, durchaus enge Grenzen der Rentierlichkeit aus mobilisierbarem Aufwand und erzielbaren Effekten. Für sich allein würden solche Ausgaben nicht ausreichen, um die erforderlichen konjunkturellen Effekte rasch und nachhaltig zu setzen.

Selbst wenn in einer europäischen Volkswirtschaft das System zeitgerecht ausbalanciert wird, ist die Problematik noch nicht erledigt. Die Volkswirtschaften sind über den Euro horizontal verbunden. Das gibt einerseits Stärke<sup>86</sup>, verführt aber auch zum Wirtschaften und d.h. zur Finanzierung auf Kosten der sparsamsten bzw. wirtschaftstärksten Partner; der Mechanismus der Wechselkursanpassung fehlt im Euro-Raum<sup>87</sup> und begründet eine Schicksalsgemeinschaft, die nur bei in gleicher Weise verteilter und gelebter Verantwortlichkeit von Bestand sein kann. Solange aber die Verantwortlichkeit bei den Mitgliedstaaten liegt, kann es eine davon abgelöste zentrale Wirtschafts- und Finanzsteuerung nicht geben, vielmehr nur das Prinzip des breiten Konsenses und seiner legitimatorischen Funktion regieren.

Das bedeutet zweierlei:

In wirtschaftspolitischer Hinsicht kann der Konsens kein bloßer Formelkonsens sein, sondern muss vor allem die Zeitperspektiven koordinieren; inhaltlich dürfen die Mitgliedstaaten die Einschätzungsprärogativen der anderen Partner nicht konterkarieren.

In finanzpolitischer Hinsicht kann die Finanzkrise, erst recht aber die praktisch parallel verlaufende Konjunkturkrise den Euro gefährden. In vorderster Front stehen das Verbot übermäßiger Defizite<sup>88</sup> und das Gebot zur Einhaltung der Euro-Konvergenz-Kriterien<sup>89</sup>, die der Rat der Europäischen Union zuletzt im Dezember 2008 bekräftigte<sup>90</sup>. In äußerster Not könnte man hier zeitlich begrenzte Aufweichungen zulassen<sup>91</sup>, würde dies aber mit großer Inflationsgefahr bezahlen und müsste sich bereits bei der Abweichung auf verbindliche, harte und sanktionsbewehrte Gegenmaßnahmen einigen.

---

<sup>86</sup> O. Issing, Der Euro und die politischen Risiken, FAZ vom 06.12.2008, S. 11

<sup>87</sup> vgl. zur Anschauung auch die osteuropäische Situation, Böses Erwachen, FAZ vom 24.10.2008, S. 21

<sup>88</sup> Art. 104 EGV i.V.m. Protokoll Nr. 20; zur Situation des wichtigsten deutschen Partners vgl. Frankreich verfehlt Maastricht-Ziel, FAZ vom 07.11.2008

<sup>89</sup> Art. 121 EGV i.V.m. Protokoll Nr. 21

<sup>90</sup> Rat der Europäischen Union, Schlussfolgerungen des Vorsitzes Nr. 13 Satz 1, Brüssel, den 11./12. Dezember 2008, Dokument 17271/08 (DE) Concl 5

<sup>91</sup> Rat der Europäischen Union, Schlussfolgerungen des Vorsitzes Nr. 13 Sätze 2 und 3, Brüssel, den 11./12. Dezember 2008, Dokument 17271/08 (DE) Concl 5; vgl. auch die Vorbereitung der Ausweitung der Geldmenge in GB, Die Bank von England rüstet sich für den Notfall, FAZ vom 06.12.2008, S. 22; ; Überblick zur weltweiten Situation: Heute Island und morgen die halbe Welt - Angst vor dem Staatsbankrott, Welt am Sonntag vom 02.11.2008, S. 36 f

Solange die Mitgliedstaaten in der Lage sind, die Euro-Kriterien unterschiedlich stark zu verletzen<sup>92</sup>, bleibt der Euro in Gefahr. Hier empfiehlt sich - über das Notverfahren nach Art. 120 EGV hinaus – vorrangig eine regionale Lösung: Die Einrichtung eines neuen Fonds für die schwachen Mitgliedstaaten<sup>93</sup>, angesiedelt etwa bei der EZB, konstruiert ähnlich den Sonderziehungsrechten des Internationalen Währungsfonds und mit dem Ziel, einerseits die Rettung abzusichern<sup>94</sup> und andererseits die Geldflüsse zur Ausgleicheung der Volkswirtschaften der Euro-Mitgliedstaaten transparent und reversibel zu machen<sup>95</sup>.

Zur Sicherung des Euro empfiehlt sich auch, auf einer wirklich nachhaltigen Erfüllung der Aufnahmekriterien zu bestehen und hier für politische Besorgnisse und Absichten andere Mechanismen als die Einverleibung neuer Instabilitäten zu finden.

Ohne eine gesicherte inhärente Robustheit des Euro gemäß den gegenwärtigen Vorgaben und gestaffelte Mechanismen zur Wahrung seiner Kohärenz und eines wirtschaftlichen Gleichschritts seiner Mitglieder läuft die Ambition einer gemeinsamen Konjunktursteuerung leer und kommt es mangels Wechselkursanpassungen zu langfristigen Verwerfungen im Wirtschaftsraum..

Der Euro hat aber nicht nur eine Binnen-, sondern auch eine Außenkomponente. So wird man die Sicherung der USD-Parität bzw. der Euro-Außenparitäten ins Kalkül einbeziehen müssen, um die Wirtschaftskraft des Gesamttraumes und insbesondere der starken Mitglieder zu erhalten, die ihrerseits ins Weltgefüge und insbesondere die Kreisläufe der übrigen OECD-Mitglieder eingebunden sind. So ist eine Balance zwischen der Exportstärke, der Importmacht und einer geordneten Entwicklung im gesamten Binnenraum zu finden, für deren Definition und Erzielung es schon an den theoretischen Grundlagen weitgehend zu fehlen scheint. Hier ist ein weites Feld für wissenschaftliche Arbeit, um den politischen Entscheidungen eine bessere Grundlage als das einfache und im Ergebnis unsichere *Trial-and-error*-System zu verschaffen.

Aber selbst mit derartigen Fundierungen bleiben schon aus der Komplexität Unsicherheiten<sup>96</sup>, in denen die Menschen gerne und mit Recht auf bewährte Vereinfachungen wie die Betrachtung vordergründiger Lasten zurückgreifen. Hinzu kommt, dass mit zunehmender Vernetzung der Volkswirtschaften die Konjunkturen der Welt immer paralleler laufen und damit der Zwang zur Abstimmung mit Außenbelangen wächst.

---

<sup>92</sup> - zu den Fakten: Finanzkrise trifft Europas Volkswirtschaften, FAZ vom 13.09.2008, S. 14

- zur Problematik: Die Sprachregelung heißt jetzt totale Koordinierung, FAZ vom 10.10.2008, S. 3; Aufkeimende Sorge um das Euro-System, FAZ vom 05.11.2008, S. 21

<sup>93</sup> Das ist etwas anderes als ein allgemeiner Euro-Fonds zur Rettung von Pleite-Instituten, wie ihn C. Lagarde vorschlug, vgl. Europäische Auffanglösung schaffen, Handelsblatt vom 02.10.2008, S. 3

<sup>94</sup> P. Plickert, Wenn Staaten pleitegehen, FAZ vom 11.10.2008, S. 12; in ähnliche Richtung auch Und jetzt Europa, Kommentar der Financial Times Deutschland zur Finanzkrise vom 28.09.2008, abrufbar [www.faz.net/d/meldung.aspx?for=print&id=85423522](http://www.faz.net/d/meldung.aspx?for=print&id=85423522)

<sup>95</sup> zu pauschal daher J. Eigendorf, Dringend gesucht: Ein Weltsicherheitsnetz, Welt am Sonntag vom 02.11.2008, S. 35; zur dritten Welt s. auch: In den Fängen der Finanzkrise, IWD Internationaler Wirtschaftsdienst, Köln, 11.12.2008, S. 4

<sup>96</sup> vorsichtig aus Schweizer Sicht auch S. Jäggi, Volkswirtschaftliche Auswirkungen der Finanzkrise, Die Volkswirtschaft, St. Gallen Dez. 2008, S. 31 ff

Trotz aller intellektueller Anstrengung, der Krisen Herr zu werden, ist vor einem mechanistischen Machbarkeits- und Regulierungsglauben zu warnen. Menschen, vor allem in Gruppen und vor allem solche in freier Wirtschaft, sind und bleiben unberechenbar; daher sind Krisen menschlich und auch unvermeidbare und schwierige Krisen wie die gegenwärtige ein gutes Zeichen, nämlich ein Zeichen der Freiheit:

"Zur Freiheit gehören die Krisen (der Freiheit)."<sup>97</sup>

Wirtschaftssysteme ohne Freiheit sind permanente Krise und daher keine Alternative, in es sich zu flüchten lohnte.

---

<sup>97</sup> R. Dahrendorf, Keiner fragt, was mit den Managermillionen geschieht, FAZ vom 10.10.2008, S. 44; mit der Frage "Wie konnte zugelassen werden, was gerade geschieht?" den Preis der Freiheit zu sehr ausblendend F. Schirrmacher, Was wird morgen sein?, FAZ vom 11.10.2008, S. 1