

Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

Die Krise der Finanzmärkte: Ursachen und Reaktionen

Jahresempfang der Hauptverwaltung Hamburg

in Hamburg

am 23. Februar 2009

– Es gilt das gesprochene Wort –

Begrüßung / Einleitung

Im Folgenden will ich einige Worte sagen

- zur aktuellen wirtschaftlichen Situation, insbesondere zur Kreditversorgung
- zu den Ursachen der Krise
- zur notwendigen Schlussfolgerungen und Lektionen der Krise
- zur Perspektive der staatlichen Stützungs- und Konjunkturprogramme.

1 Aktuelle Situation / Kreditversorgung

Was den Bankensektor angeht, werden wir wegen der teilweise deaströsen Marktentwicklung in den Monaten Oktober bis Dezember letzten Jahres von der anstehenden Bilanzsaison keine positiven Überraschungen erwarten dürfen. Immerhin – und das braucht man bei aller Pflicht zur Nüchternheit nicht zu unterdrücken – scheint der Januar dieses Jahres für viele Kreditinstitute gut gelaufen zu sein; auch auf den Märkten gibt es einige Lichtblicke, so die Verringerung der Renditeunterschiede zwischen besichertem und unbesichertem Geldmarkt oder einige erfolgreiche Platzierungen größerer Pfandbriefvolumina. Dem stehen gegenüber die teilweise dramatisch gestiegenen Spreads mancher Staatsanleihen, auch aus dem Euroraum.

Für das Wachstum der Weltwirtschaft 2009 hat der IWF seine Prognose innerhalb eines Jahres von 4,2 % (Prognose Anfang 2008) auf „annähernd null“¹ zurück genommen. Für Deutschland erwartet die Bundesregierung mittlerweile einen Rückgang um ca. 2,25 %, wobei dieser Einbruch durch einen erheblichen „Unterhang“ beeinflusst ist: Das 4. Quartal 08 verlief mit einem kalenderbereinigten „Wachstum“ von -1,7 % im Vorjahresvergleich wesentlich schlechter als der Durchschnitt des Jahres 2008 (+1,3 %).

Was die „harten“ Daten (Auftragseingang, Produktion, Beschäftigung) anbetrifft, sind in nächster Zeit auch wenig positive Nachrichten zu erwarten. Es gibt jedoch einige Frühindikatoren, die – falls sie sich stabilisieren – auf ein „Ende des Tals“ hindeuten.

- Konjunkturklima-Indizes (IfO, ZEW) haben sich – in ihren Erwartungskomponenten – leicht verbessert.
- Das Konsumklima ist seit dem 3. Quartal 2008 relativ stabil; hier schlägt sich die hohe Preisstabilität, insbes. die gesunkenen Öl- und Energiekosten nieder.

¹ Interview Generaldirektor Strauß-Kahn in Zeitung Les Echos, 19. Februar 2009. Letzte offizielle Prognose im IMF WEO Januar 2009: 0,5 %.

- Der Baltic Dry-Index (Frachtindex der Handelsschifffahrt) und die Einkaufsmanagerindizes haben am aktuellen Rand ihre Talfahrt gestoppt und zeigen eine gewisse Bodenbildung.

Deutschland ist als „Exportweltmeister“ natürlich besonders stark vom Rückgang der weltweiten Nachfrage nach Investitions- und Konsumgütern betroffen (Beispiel: Automobilindustrie). Die in den zurückliegenden Jahren verbesserte strukturelle und preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen (in den letzten 10 Jahren 7 ½ % gegenüber den wichtigsten 19 Industrienationen) ist allerdings ein Hoffnungszeichen, dass Deutschland bei einer künftigen Erholung der Marktsituation ebenfalls überproportional beteiligt sein wird.

Auch die Investitionen haben deutlich nachgegeben. Oft wird dies mit einer Kreditzurückhaltung der Banken in Verbindung gebracht. Plausibler erscheint mir der Zusammenhang mit den massiv gesunkenem Absatz- und Ertragserwartungen der Exportwirtschaft.

Beim Thema „Kreditversorgung“ gibt es einen gewissen Widerspruch zwischen dem „gefühlten Zustand“, den zahlreichen Klagen über Kreditzurückhaltung der Institute, die man in persönlichen Gesprächen erfährt, und den objektiv messbaren Daten. Diese Zahlen zeigen, dass zwar die Situation stärker angespannt ist als noch vor kurzem; die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite ist zurückgegangen; was angesichts der konjunkturellen Situation nicht verwunderlich ist (sie war im Dezember (um 1 %-Punkt) niedriger als in den Monaten zuvor.) Die neu vergebenen Unternehmenskredite lagen aber mit 4 ½ % immer noch deutlich über den Werten des Vorjahres.

Wegen der anhaltenden Störungen der Verbriefungsmärkte gibt es sicherlich eine Zurückhaltung der Institute bei großvolumigen, marktplatzierten Finanzierungen, etwa bei Unternehmensübernahmen. Dies war aber auch der Bereich, in dem in der Vergangenheit besonders hohe „Hebel“ eingesetzt wurden und bei dem eine gewisse Nüchternheit angesagt ist. Der normale Mittelstandskredit ist hiervon nicht betroffen.

Zwei Entwicklungen machen jedoch für die Zukunft Sorge: Einmal die immer noch nicht wesentlich zurückgegangenen Refinanzierungskosten der Institute am Kapitalmarkt, ablesbar an den insbesondere seit dem Lehman-Zusammenbruch gestiegenen Prämien für Kreditausfallversicherungen (credit default swaps). Wie bei einem Produktionsunternehmen wirken naturgemäß auch bei Kreditinstituten gestiegene „Einkaufskosten“ auf die „Verkaufskonditionen“ durch.

Ein zweites Problem ist der vom Markt und den Ratingagenturen ausgehende Druck auf die Institute, ihre Kernkapitalquote (auf über 8 %) zu erhöhen bzw. zu halten. In normalen Zeiten mag dies ein löbliches Unterfangen sein (damals hatten die gleichen Marktexperten allerdings oft zu Aktienrückkaufprogrammen, also Kapitalreduzierung geraten); in Zeiten der Krise wirkt der Druck auf höhere Kapitalrelationen aber pro-zyklisch und kontraproduktiv. Wegen der Schwierigkeiten der Kapitalbeschaffung am Markt (und den hohen Kosten der „Kapitalbeschaffung“ aus den EU-genehmigten staatlichen Hilfspaketen) erscheint das Herunterfahren der Aktiva und damit auch von Kreditforderungen oft als naheliegende Reaktion der Institute.

Beide Effekte werden in Deutschland durch die diversifizierte Struktur unseres Bankensystems – das Nebeneinander von Universalbanken, Sparkassen und Genossenschaften – zwar nicht völlig nivelliert, aber abgepuffert. Das nicht markt-, sondern einlagefinanzierte „Retail“-Kreditgeschäft erlebt ein beachtliches come back der Wertschätzung.

2 Ursachen der Krise und grundsätzliche Schlussfolgerungen

Was die Ursachen der Krise angeht, besteht in der Öffentlichkeit eine gewisse Neigung zu personalisieren und „den Banken“ und „den Bankmanagern“ generell die aus den Berichten des alten Testaments bekannte Rolle des „Sündenbocks“ zuzuweisen. Auch wenn alle Beteiligten offen und selbstkritisch zu ihrer Verantwortung stehen sollten – hilfreicher als zu personalisieren ist es, die **Tiefenstruktur** der Krise zu untersuchen und dadurch die Grundlagen zu schaffen für ein **internationales Netzwerk von Regeln und Standards**, mit dem ähnliche Krisen in Zukunft vorgebeugt werden kann.

2.1 Zu den Hauptursachen der Krise gehören sicherlich

eine zu große Sorglosigkeit bei der Verbriefung und der marktbasierter Finanzierung. Dies gilt vor allem für außerbilanzielle Verbriefungen und Wieder-Verbriefungen mit hohem Abstraktionsgrad („CDO's of ABS“)

eine zu geringe Risikowahrnehmung im privaten Sektor vor dem Hintergrund einer jahrelang scheinbar unerschöpflichen Marktliquidität, verstärkt durch eine Scheinsicherheit, die oft von vergangenheitsorientierten, rein quantitativen Risikomessverfahren ausgegangen ist. Bestnoten von Ratingagenturen für hochkomplexe Wertpapiere haben diese Scheinsicherheit verstärkt.

eine laxen Kreditkultur, die sich in einigen Ländern – wie im bekannten subprime-Bereich der USA – bei der Bewertung und den Beleihungsrelationen für Immobilienkredite zeigte, in anderen Ländern vor allem bei sogen. leveraged buy outs, private-equity Finanzierungen und Unternehmensübernahmen mit hohem Fremdkapitalhebel.

weltweit, jedenfalls außerhalb des Eurosystems, eine Tendenz, in der Geldpolitik die Bedeutung der monetären Analyse (zu deutsch: Geldmenge) zu unterschätzen und einer konjunktur(output)-orientierten Strategie den Vorzug einzuräumen. Zwar blieben die Inflationsraten wegen der vorübergehend preis-dämpfenden Wirkung der Globalisierung im Rahmen, die geschaffene Liquidität blieb aber in anderer Form, eben als „Blasenbildner“ im Immobilienbereich und bei strukturellen Produkten wirksam.

- 2.2 Die jetzt in den Gremien auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene diskutierten Einzelmaßnahmen würden zu kurz greifen, wenn sie nicht mit einem Wandel des Denkens eine Besinnung auf bewährte Grundsätze und Tugenden verbunden wären.

Erstens: An erster Stelle steht hierbei die (Rück)besinnung auf die Grundsätze der Nachhaltigkeit und Langfristigkeit. Das Nachhaltigkeitsprinzip wurde ja ursprünglich im 18. Jahrhundert in Deutschland in der Forstwirtschaft entwickelt und später auf die Ökologie insgesamt übertragen. Es muss nunmehr konsequent in die Finanzwirtschaft umgesetzt werden.

- Dies betrifft z. B. Kreditvergabepraktiken, die auf ständig steigenden Wertzuwachs des Beleihungsobjekts nach Zeitwertgrundsätzen ausgerichtet waren („equity withdrawal“).
- Dies gilt für stärkere Vorsicht beim großvolumigen Einsatz von Finanzinstrumenten, mit denen noch nicht über einen Konjunkturzyklus hinweg Erfahrungen gesammelt werden konnten.
- Dies betrifft den klassischen Zusammenhang von Langfristfinanzierung und Finanzstabilität, der in den letzten Jahren vielfach in den Hintergrund gedrängt wurde. So war ein großer Teil der im Zahlungsverzug befindlichen subprime-Kredite variabel finanziert (oft mit besonders attraktiven Einstiegsbedingungen – teaser rates – verbunden).

Zweitens: Ein zweiter wichtiger Ansatzpunkt ist die Schaffung sinnvoller Anreizstrukturen, die das Interesse der Marktteilnehmer von vorne herein in die richtige Richtung lenken, während punktuelle Interventionen oft nur die Attraktivität von Umgehungen (Regulierungsarbitrage) erhöhen.

- Dies gilt vor allem für die Neuausrichtung der erfolgsabhängigen Vergütungs- und Bonussysteme (compensation schemes), die in der Vergangenheit durch eine einseitige Risikostruktur die Bereitschaft zu „Wetten“ am Finanzmarkt verstärkt haben und mit der Orientierung am kurzfristigen, oft Schätzverfahren unterworfenen Zeitwertgewinn auch nicht dem Nachhaltigkeitsprinzip genügten.
- Schaffung sinnvoller Anreizstrukturen heißt auch die Einführung eines Selbstbehalts (ownership stake) bei Verbriefungen. Nur wenn der Urheber einer Verbriefung mit einem bestimmten Anteil selbst im Risiko bleibt, hat er einen Anreiz zur sorgfältigen Bonitätsanalyse und zum späteren Kreditmonitoring des der Verbriefung zugrundeliegenden Geschäfts. Und nur, wenn der Investor sich darauf verlassen kann, wird das Vertrauen in den Verbriefungsmarkt wieder dauerhaft zurückkehren.

Drittens: Gleiche Regeln für wirtschaftlich gleiche Sachverhalte (same risk, same rules).

Dies bedeutet: gleiche Regeln für gleiche Sachverhalte, unabhängig davon, ob sich „der Sachverhalt“ innerhalb oder außerhalb der Bilanz abspielt (vgl. Erfahrung mit den Zweckgesellschaften),

- unabhängig davon, ob bestimmte Finanzinstrumente im Handels- oder im Bankenbuch gehalten werden,
- unabhängig davon, ob es sich um regulierte Kreditinstitute oder sogen. Schattenbanken oder near-banks (Hedge Fonds, Private Equity-Unternehmen etc.) handelt.
- Schließlich müssen die gleichen Regeln auch für alle Staaten gleichermaßen gelten. So ist ein wichtiger Fortschritt des Treffens der G 20-Staats- und

Regierungschefs vom 15. November 2008, dass sich künftig auch die USA und die Volksrepublik China den regelmäßigen IWF-Überprüfungen des Finanzsektors (financial sector assessment programmes / FSAP) unterziehen wollen, wie dies bei anderen Staaten, etwa Deutschland, seit längerem der Fall ist.

Viertens: Verminderung von Komplexität und höhere Transparenz über die Verteilung der Risiken.

In der Krise haben zunächst und vor allem jene Finanzprodukte gelitten, bei denen der realwirtschaftliche Kern, der eigentliche Dienstleistungszweck des Finanzgeschäfts kaum mehr erkennbar war, sondern hinter einem vielfältig verschachtelten Gebäude von Derivaten (CDO's) und komplizierten Vertrags- und trigger-Konstruktionen verborgen war. Hier sind auch insbesondere die Ratingagenturen gefordert; die Verwendung ein und derselben Ratingkategorie für eine Unternehmensschuldverschreibung mit einer bestimmten Ausfallwahrscheinlichkeit und für komplexe Finanzinstrumente, bei denen sich Adressenrisiko, Marktrisiko, Liquiditätsrisiko und Komplexitätsrisiko überlagern, ist zurecht kritisiert worden.

Die Transparenz der Verteilung der Risiken könnte erheblich verbessert werden durch eine „Risikolandkarte“ wie sie die von der Bundesregierung eingesetzte Arbeitsgruppe unter Otmar Issing vorgeschlagen hat. Wesentlicher Teil und Voraussetzung einer solchen Risikolandkarte wäre ein **internationales Kreditregister**, das der Sachverständigenrat einmal sogar als „Substitut einer europäischen Bankenaufsicht“² bezeichnet hat.

Es gibt derzeit viele Vorschläge für eine „Internationalisierung der Bankenaufsicht“, die oft nur auf eine Verlängerung der Berichtslinien und damit der Entscheidungsprozesse im Krisenfall hinauslaufen. Ein internationales Kreditregister hingegen würde kaum zusätzliche Bürokratie erfordern und wichtige Impulse für eine materielle Verzahnung des Aufsichtsrechts bedeuten. Zur Zeit versuchen wir im Vorfeld des kommenden G20-Meetings internationale Unterstützung für dieses Thema zu erhalten.

Im Eurosystem haben bisher sieben Staaten – darunter Deutschland – ihre Kreditregister für gegenseitige Auskunftersuchen zusammengeschlossen. Das System steht weiteren Teilnehmern offen. Ohne zusätzliche politische Anstöße dürfte aber Fortschritte sowohl auf europäischer wie auf internationaler Ebene kaum zu erzielen sein.

Wichtiger Ansatzpunkt für Markttransparenz und vorausschauende Finanzstabilität ist die Schaffung einer zentralen Gegenpartei (CCP) für Kreditderivate, vor allem CDS. Der in den letzten Jahren stark gewachsene Markt wird von wenigen großen Teilnehmern dominiert; beim Ausfall eines großen Kontrahenten kann es zu Kettenreaktionen („Herstatt-Risiko“) kommen. Es gibt hier vielversprechende Ansätze für eine europäische Lösung, die mit amerikanischen Modellen vernetzt werden könnten. Ich möchte an die Finanzindustrie appellieren, diese Chance entschlossen wahrzunehmen.

² SVR, Jg. 2007/08, Tz. 234.

3 Bankaufsichtliche Reaktionen und Bilanzierungsregeln

3.1 Eine tiefe Krise des Finanzsystems wirft selbstverständlich auch die Frage nach Schwachstellen der bankaufsichtlichen Regeln und Verfahren auf.

Einige stellen deshalb faktisch den risikosensitiven Ansatz des Baseler Regelwerks grundsätzlich in Frage und empfehlen eine Hinwendung zur amerikanischen „leverage ratio“, also einem bestimmten Verhältnis des Eigenkapitals zu den Bilanzaktiva. Hierbei wird übersehen, dass gerade dieses in den USA seit langem praktizierte Verfahren mit zu dem extremen Wachstum außerbilanzieller Zweckgesellschaften (SIV's, conduits) beigetragen hat, die die Krise bei ihrem Ausbruch im Jahre 2007 erheblich verschärft und beschleunigt hatten.

Andere fordern eine generelle Erhöhung der Mindestkapitalerfordernisse. Dies wäre aber mitten in der Krise kontraproduktiv und würde das Kreditangebot gerade jener Institute verknappen, die aufgrund ihrer Geschäftsstruktur bisher von der Krise nicht oder nur kaum betroffen waren.

Wieder andere wollen, dass die Bankenaufsicht in guten Jahren für die Einzelinstitute verbindlich höhere Eigenkapitalpuffer vorschreibt („dynamic provisioning“) was bei internationalen Instituten mit Geschäften in unterschiedlichen Wirtschaftsräumen und unterschiedlichen Konjunkturzyklen auf Schwierigkeiten stoßen dürfte, genauso wie die Abgrenzung der „guten“ von den „weniger guten“ Jahren („kurze Zwischenerholung oder beginnender längerer Aufschwung?“).

Insgesamt sind wir gut beraten, zwar erkennbare Schwachstellen des Baseler Systems zu beseitigen, aber an den Grundsätzen dieses Regelwerks festzuhalten. Mit dem Baseler Akkord ist es zum ersten Mal gelungen, ein internationales Regelwerk der Bankenaufsicht, ein level playing field der Eigenkapitalregeln zu schaffen. Bei einem „Ausstieg“ aus diesem Regelwerk würde ein ähnlich umfassendes System in der Zukunft kaum mehr zu erreichen sein. Die Schaffung weiterer internationaler Regeln als Folge der Finanzmarktkrise würde in noch fernere Zukunft rücken.

Sicherlich sieht sich das Baseler Rahmenwerk dem Vorwurf ausgesetzt, es habe „die Krise nicht verhindert“: hier gibt es aber bemerkenswerte Abstufungen: Japan, das die Baseler Regeln als Erste ab 2007 umgesetzt hatte, war jedenfalls von den ersten Wellen der Krise nur relativ gering betroffen. Für Deutschland traten die neuen Regeln über die Eigenkapitalunterlegung sog. Zweckgesellschaften erst ab 2008 verpflichtend in Kraft, kamen zur Vorbeugung der Krise also zu spät. Im eigentlichen Epizentrum der Krise, den USA aber sollen die Baseler Regeln erst ab 2011 angewendet werden, weshalb man schwerlich diesen Regeln den Vorwurf machen kann, „die Krise nicht verhindert zu haben“.

4.2 Der solideste Weg ist deshalb sicherlich, erkannte Schwachstellen des Baseler Regelwerks nachzubessern, was zu einem großen Teil vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht auch schon auf den Weg gebracht worden und Gegenstand einer bis Mitte April laufenden Konsultation mit der Industrie ist.

So hat die Bundesbank von Anfang an darauf gedrungen, im Interesse der Nachhaltigkeit die Eigenkapitalunterlegung von Risikopositionen, die sich als inadäquat erwiesen hat, zu verstärken. Das heißt vor allem: höhere Risikogewichte von Wiederverbriefungen, eine stärkere Eigenkapitalunterlegung der Liquiditätslinien an conduits (höhere Konversionsfaktoren); und nicht zuletzt eine stärkere Unterlegung von Risiken im Handelsbuch im Vergleich zum Bankenbuch (sogen. incremental risk charge), mit dem auch Ausfallrisiken und das Risiko einer Ratingmigration erfasst werden und arbitrage-Reaktionen - Verlagerungen von Risiken aus dem Bank- in das Handelsbuch - vorgebeugt werden soll.

Ein wichtiger Punkt sind ferner die neuen Grundsätze für das Liquiditätsrisiko. Darüber wird in der Öffentlichkeit kaum gesprochen, dabei war Liquidität in der Krise der größere Engpassfaktor als das Kapital. Künftig sind deshalb umfangreiche Liquiditätsstresstests vorgeschrieben sowie das Vorhalten von „Liquiditätskissen“ (liquidity cushions), die auch längere Phasen mit schwierigeren Marktbedingungen abfedern sollen.

Auch die Großkreditregeln, die sich bekanntlich mit den Liquiditätslinien an die Zweckgesellschaften als überarbeitungsbedürftig erwiesen haben, stehen weiter auf der Tagesordnung des Baseler Ausschusses.

4.3 Weiter gearbeitet wird an der Untersuchung spezieller pro-zyklischer Elemente im Baseler Rahmenwerk.

Hierbei gilt es folgendes zu bedenken: einmal bedeutet ein risikosensitives Rahmenwerk begriffsnotwendig eine gewisse Zyklizität, bei der im konjunkturellen Abschwung die Risiken wachsen. Zum anderen dürften spezielle pro-zyklische, also krisenbeschleunigende Effekte weniger auf die bankaufsichtlichen Regeln als auf ihren „bilanziellen Unterbau“, die internationalen Rechnungs- und Bilanzierungsregeln, insbesondere die Zeitwertbilanzierung, zurückgehen.

Zwar hat die den IFRS (wie den US GAAP) zugrunde liegende fair-value Bilanzierung den Vorteil einer hohen Transparenz und aktuellen Steuerungsfähigkeit des Unternehmens, solange die Märkte liquide sind und die „Marktwerte“ auch tatsächlich in großen Volumina an den Märkten erzielt werden. Bei illiquiden oder jedenfalls funktionsgestörten Märkten kehrt sich die in guten Jahren nach oben weisende Marktwerttendenz aber scharf um und führt zu spiralförmigen Beschleunigungseffekten nach unten – nach dem Muster: fallende Preise, steigende Wertberichtigungen bei Investoren, in der Folge dann Notverkäufe und weiter fallende Preise. Verstärkt wird dieser Effekt noch, wenn – wie bei den in der Krise dominierenden US-Immobilienverbriefungen (RMBS, CMBS) nicht die Marktwerte der Papiere selbst, sondern Indexwerte (ABX.HE Indizes) maßgeblich sind, die ihrerseits auf marktwertgetriebenen CDS-Kreditausfallversicherungen für gebündelte ABS-Tranchen – beruhen.

Um diesen Teufelskreis aus fallenden Kursen und immer höheren Wertberichtigungen zu durchbrechen, der sich von den tatsächlichen Ausfallerwartungen weit entfernt, hat der für die IFRS zuständige standard setter IASB bereits Ende letzten Jahres eine Reihe von Modifikationen vorgesehen, die vor allem eine **Umklassifizierung** von Finanzinstrumenten aus dem Handelsbuch oder der Kategorie „available for sale“ in andere Bewertungskategorien erleichtern sollen. Diese Änderungen sind nicht gering einzuschätzen, bleiben aber in wichtigen Punkten noch hinter dem zur „Entschleunigung“ der Krise

gebotenen Maß zurück: so sind Finanzinstrumente, die einmal nach der fair-value Option angesetzt worden sind, von der Umklassifizierung ausgeschlossen und müssen weiter generell zum Marktwert angesetzt werden, auch wenn ein funktionsfähiger Markt überhaupt nicht mehr besteht.

Ein weiterer wichtiger Schritt zur Dämpfung der Volatilität und der Bewertungsregeln, ohne Vernachlässigung der Transparenz, wäre die diskriminierungsfreie Zulassung von fundamentalen Bewertungsverfahren wie z. B. der discounted cash flow-Methode. Sie ist eine an den tatsächlichen Zahlungsströmen orientierte Methode und entspricht dem Grundsatz der Nachhaltigkeit genauso dem des „true and fair view“ und könnte z. B. manche spekulativen Marktausschläge europäischer Staatsanleihen abmildern.

So wichtig diese Maßnahmen zur kurzfristigen Krisenbewältigung sind, mittelfristig sollte die Rechnungslegung über asymmetrische, d. h. im Tal der Krise wirkende, Maßnahmen hinaus so angelegt sein, dass die Nachhaltigkeit der Gewinnermittlung auch in guten Jahren, in marktpreisbedingten Boomphasen, gestärkt wird.

In diese Richtung geht der – auch vom Sachverständigenrat unterstützte – Vorschlag: Zwischen dem weiterhin auszuweisenden, nach Zeitwertgrundsätzen ermittelten Marktwertgewinn einerseits und dem tatsächlich am Markt realisierten Gewinn andererseits zu unterscheiden. Die Transparenz der Marktwerte und ihre Informationsfunktion für die Investoren bliebe ungeschmälert; Ausschüttungen (und in der Folge wohl auch die erfolgsorientierten Managervergütungen) sollten sich dann am realisierten Gewinn orientieren. Im Rahmen der Modernisierung des deutschen Bilanzrechts (BilMoG) überlegt der deutsche Gesetzgeber derzeit eine Regelung, für solche nicht realisierte Marktwertgewinne von Finanzinstrumenten im Handelsbestand (selbstverständlich saldiert, also nach unrealisierten) die Einstellung einer Gewinnrücklage (Ausschüttungssperre) vorzusehen, wie sie bei allen anderen Industrieunternehmen außerhalb des Bankenbereichs ohnehin gelten soll. Damit könnte mit geringem rechtlichen Aufwand ein „atmender Puffer“ geschaffen werden, der in guten Jahren wächst und bei Verfall der Marktpreise kapitalstärkend zur Verfügung steht.

4 Stabilisierungsmaßnahmen der Regierungen und Notenbanken

Die Krise hat auch Notenbanken und Regierungen weltweit zu raschem Handeln herausgefordert.

So haben die Notenbanken des Eurosystems zur Sicherstellung der Liquiditätsversorgung ihre Refinanzierungsoperationen im Vergleich zum Stand vor der Krise fast verdoppelt (derzeit ca. 830 Mrd. € im Vergleich zu etwa 450 Mrd. € vor der Krise). Die Refinanzierungsoperationen erfolgen zu festen Zinsen in unbegrenzter Höhe („fixed rate, full allotment“). Es wurden unmittelbare Zugangsmöglichkeiten zur Dollarliquidität geschaffen und der Kreis der zulässigen Sicherheiten auf unbesicherte Bankschuldverschreibungen oder Kreditforderungen mit Rating im BBB-Bereich ausgedehnt. Den deutschen Instituten steht dadurch ein zusätzliches Sicherheiten-Potential von bisher knapp

40 Mrd. € zur Verfügung. Nicht zuletzt: das Eurosystem hat seit Herbst 2008 in vier Schritten den Leitzins um 225 Basispunkte gesenkt.

Die Regierungen haben weltweit (G 10 + EU 27) ca. 3,6 Billionen US-Dollar für Stabilisierungspakete ihres Finanzsystems bereit gestellt. Auch in Deutschland war es in kürzester Zeit möglich, im Oktober 2008 das Finanzmarktstabilisierungsgesetz zu beschließen und die entsprechende Bundesanstalt (SoFFin) handlungsfähig zu machen. Medizinisch gesprochen haben diese Pakete – obwohl erst am Anfang ihrer Umsetzung – einen „Stopp der Blutung“ erreicht und zu einer leichten, wenn auch noch nicht durchgreifenden Beruhigung der Situation geführt. Inwieweit für eine Wiedergewinnung des Vertrauens in das Finanzsystem das beschlossene Volumen neben Eigenkapitalhilfen und Garantien stärker für Risikoübernahmen genutzt werden muss, wird die Zukunft zeigen. Wichtig ist auch, dass es gelang, ein koordiniertes Vorgehen innerhalb der EU zu erreichen und damit der in einer Krise stets virulenten Gefahr protektionistischer Wettläufe zu begegnen.

Zur Stärkung der realen Wirtschaft haben die Regierungen Konjunkturprogramme entwickelt, die – bei aller grundsätzlichen Zurückhaltung gegenüber staatlicher Konjunktursteuerungen in normalen Wirtschaftsabläufen – in der Sondersituation einer sich verstärkenden globalen Wirtschafts- und Finanzmarktkrise notwendig sind. Allein Deutschland sieht mittlerweile für 2009 und 2010 ein Volumen von ca. 90 Mrd. € und somit ca. 3 ½ % des BIP in den nächsten knapp zwei Jahren.

Der Erfolg dieser Maßnahmen beruht auf zwei Voraussetzungen:

- einmal dem unmittelbaren ökonomischen Anstoßeffekt
- zum Anderen dem mittelfristigen Vertrauenseffekt, der in strukturellen Verbesserungen, in einer Stärkung des Wachstumspotentials liegt.

Vertrauensbildung heißt aber auch, dass die Auswirkungen der Konjunkturprogramme auf die Staatsverschuldung nicht verdrängt werden dürfen. Gerade der Anstieg der Spreads der Staatsanleihen anderer Mitgliedstaaten des Euroraums gegenüber Bundesanleihen zeigt, dass das Marktvertrauen in die finanzielle Leistungsfähigkeit der Staaten nicht unbegrenzt ist. Zwar sind die dramatisch gestiegenen Renditeunterschiede spekulativ überhöht und reflektieren zum Teil auch Liquiditätsdifferenzen zwischen den einzelnen Titeln, zu einem großen Teil dürften sie aber Unterschiede des Marktvertrauens in Konsolidierungswillen und finanzielle Belastbarkeit der Staaten widerspiegeln.

Hier zeigt sich einmal mehr die Notwendigkeit des – seinerzeit gemeinsam mit der Währungsunion eingeführten – europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Er war zwar bei manchen europäischen Regierungen nie besonders beliebt und hatte sozusagen wenig „Herzens-Freunde“. Die Argumente des Verstandes zeigen aber, dass der Pakt noch nie so notwendig war wie heute und seine Beachtung im Interesse aller teilnehmenden Staaten liegt (bei einem Schuldenstand von 60 % des BIP und einem Spread von 200 BP zahlt ein Land immerhin 1,2 % des BIP Steuergelder an jährlichen Zinskosten mehr).

Die Bundesregierung hat deshalb zurecht das jüngste Konjunkturprogramm mit zwei Vertrauensbrücken zur Konsolidierung verbunden:

- einmal die Bildung eines Tilgungsfonds, der die vom Konjunkturprogramm ausgelösten Verbindlichkeiten bevorzugt zurückführen soll; in ihn soll deshalb auch der Teil des künftigen Bundesbankgewinnes fließen, der den für den Haushalt vorgesehenen Betrag (zunächst 3 ½, später 2 ½ Mrd. €) übersteigt.
- Vor allem aber die Verpflichtung, im Rahmen einer Verfassungsreform (Föderalismusreform II) eine wirksame Schuldenbremse im Grundgesetz zu verankern und über den Konjunkturzyklus hinweg einen (fast) ausgeglichenen Haushalt zu sichern. Dieses große Ziel scheint jetzt unter dem Druck der Krise wieder näher zu sein als es noch vor einigen Monaten schien; bereits im März soll das Parlament darüber beraten. Wir sollten alles daran setzen, die in der Krise liegende Chance zu einer echten Reform zu nutzen. Dies entspräche historischen Vorbildern. Auch die großen Reformen in Deutschland zu Beginn des 19. Jahrhunderts – von der Einführung der Gewerbefreiheit, der kommunalen Selbstverwaltung bis zur Humboldt'schen Bildungsreform – konnten nur unter dem Eindruck der vorangegangenen großen Krise nach den napoleonischen Kriegen durchgesetzt werden.

* * *