

**Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler**

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

**Welche Lehren ziehen wir aus der Finanzmarktkrise?**

„Krisen der Weltwirtschaft“, Politische Akademie, Tutzing

am 12. März 2010

– Es gilt das gesprochene Wort –

## **I. Blick auf die aktuelle Situation / Stand der Krisenbewältigung**

Mein Thema betrifft die größte Wirtschafts- und Finanzkrise nach dem 2. Weltkrieg. Nach dem Abendessen wird Harold James von der Princeton University zur Weltwirtschaftskrise 1929/30 sprechen. Damit das Bild nicht zu düster wird, lassen Sie mich deshalb mit etwas Positivem beginnen; denn ohne einen gewissen Optimismus lässt sich eine Krise nicht überwinden:

- Wir haben wieder Wachstum – ca. 1,4 % in 2010, wie meist in Deutschland getragen vom Export und der Hoffnung, dass anschließend Investitionen und schließlich der Konsum anziehen.
- Die Arbeitslosigkeit hat speziell in Deutschland bisher weit geringer zugenommen als befürchtet (nicht nur wegen Kurzarbeit, sondern auch wegen tariflicher Arbeitszeitflexibilität)
- Viele Finanzmarktindikatoren sind überwiegend wieder auf dem Niveau vor der Krise oder jedenfalls vor dem Lehman-Zusammenbruch; die Refinanzierungsbedingungen der Kreditinstitute (Schuldverschreibungen, CDS-Prämien) haben sich spürbar verbessert.

Insgesamt haben Regierung und Notenbank erreicht, dass die Folgen der Krise (bisher) vom „kleinen Mann“, von den breiten Schichten der Bevölkerung ferngehalten wurden. Die soziale Marktwirtschaft hat somit Ihren Stresstest bestanden (entgegen der in Meinungsumfragen zu beobachtenden geringeren Akzeptanz der sozialen Marktwirtschaft).

Darin liegt ein deutlicher Unterschied zur Weltwirtschaftskrise 1929/30 mit Massenarbeitslosigkeit, Verarmung weiter Bevölkerungsschichten und nachfolgender Krise des politischen Systems.

Positiv ist auch: die Institutionen unseres Staates, auch der viel kritisierte Föderalismus, haben ihre Handlungsfähigkeit in der Krise bewiesen.

Deutschland hat im Herbst 2008 die notwendigen gesetzlichen Maßnahmen mit hoher Qualität in 14 Tagen durch die gesetzgebenden Körperschaften gebracht (kontrastiert z. B. mit den USA und der längeren „Hängepartie“ des dortigen Rettungsprogramms im Kongress).

Dennoch: die Krise ist noch nicht ausgestanden:

1. Die Wirtschaftsdaten sind vor dem Hintergrund der Anschubwirkung massiver Konjunkturprogramme (weltweit 3,2 Billionen Dollar) und beispiellosen Liquiditätshilfen der Notenbanken zu sehen (Eurosystem z. B. Refinanzierung für ein Jahr zu 1 %; derzeit schrittweises phasing out). Wenn die Wirkung dieser Maßnahmen Schritt für Schritt auslaufen wird, wird sich zeigen, wie weit das Wachstum bereits wieder endogen ist, ob also ein selbsttragender Aufschwung vorliegt.

Es wird bis ca. 2012 dauern, bis der Niveauverlust des BIP 2008/09 von ca. 5 % wieder aufgeholt ist (vgl. Rückgang des Potentialwachstums in D von ca. 1,5 auf 0,75 bis 1 %).

2. Ähnlich wie bei der Feuerwehr ist Brandbekämpfung mit Löschwasserschäden verbunden: die notwendigen Kollateralschäden der Krisen-

bekämpfung werden uns noch längere Zeit beschäftigen; das Defizit der öffentlichen Haushalte wird auch in Deutschland 2010 bei ca. 5 % liegen (2009 3,3 %; Euroraum 2010 6,9 %).

Und:

Die Risiken haben sich verschoben, sind „weitgewandert“.

- Die Belastungen durch strukturierte Wertpapiere („toxische Wertpapiere“) werden schrittweise absorbiert.
- Die Kreditrisiken in den Bankbilanzen, verursacht durch sinkende Bonität der kreditnehmenden Unternehmen, haben schon in den Jahresbilanzen 2009 zu erhöhten Wertberichtigungen und Vorsorgepositionen geführt und werden weiter steigen.
- Zunehmend wird an den Kapitalmärkten die Bonität staatlicher Schuldner schlechter beurteilt: „sovereign risk“ wird von vielen als das „Risiko des Jahres“ gesehen.

Der Fall Griechenland sollte ein Weckruf sein, insbesondere für die Länder mit den höchsten Defiziten, aber im Grunde für alle Staaten, ihre Haushaltsstruktur wieder langfristig belastbar auszurichten.

Der Fall Griechenland hat auch gezeigt, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht eine Art „wachstumsfeindliche Zwangsjacke“ ist, die von Deutschland aus Europa übergestülpt wurde, sondern ein notwendiger Pfeiler für das Funktionieren der Währungsunion.

Die Verletzung des Pakts oder das Unterlaufen des Pakts durch „geschönte Statistiken“ führt in den betroffenen Ländern zu viel ein-  
schneidenderen Folgen, als es bei rechtzeiti-

ger Beachtung des Paktes der Fall gewesen wäre. Auch dies eine wichtige Erkenntnis und Lehre der Krise.

Die von der griechischen Regierung nunmehr vorgesehene Reduzierung des Defizits in Griechenland um 4 % in 2010 (entsprechen in Deutschland einem Konsolidierungsvolumen von 100 Mrd. Euro) ist nötig, um die Glaubwürdigkeit an den Kapitalmärkten für die Finanzierung der Staatsschuld zu erhalten.

## **II. Analyse der Krise**

Die Finanzkrise hat – wie alle Krisen – Auslöser und tiefere Ursachen.

1.   Erinnern wir uns zunächst an den äußeren Ablauf:

- Sie begann (1. Phase) als „subprime-Krise“ in den USA.

Vor dem Hintergrund eines zuvor 14-jährigen Aufschwungs am Immobilienmarkt kam es zu einer massiven (und öffentlich geförderten) Vergabe von Krediten an bonitätsschwache Kunden; diese Kredite wurden verbrieft und am Markt als strukturierte Wertpapiere ausplatziert (sog. Asset-backed Securities – ABS, speziell RMBS oder CMBS für den privaten und gewerblichen Bereich).

Die Verbriefungen wurden wieder häufig „umverpackt“ durch Abspaltungen / Derivate (CDO's / Collateralized Debt Obligations). Durch diese Methode der Abspaltung/Tranchierung konnte – wie der Sachverständigenrat sagte – aus „einfachen“

chem Landwein“ zu einem großen Teil „Qualitätswein mit Prädikat“ gewonnen werden.

Also wie häufig bei Krisen: am Anfang stand eine kreditfinanzierte Immobilienblase, diesmal aber verbunden mit einer asset-Blase bei außerbilanziellen Verbriefungen.

- Die zweite Phase: als die Subprime-Krise schon etwas im Abklingen war, kam es durch den Zusammenbruch von Lehman am 15.09.2008 zu einer weltweiten Implosion des Vertrauens an den Geld- und Kreditmärkten:
  - Massiver Liquiditätsschock, ähnlich wie ein Kreislaufschock bei einem Patienten.
  - Dramatische Verteuerung der Refinanzierung der Kreditinstitute (ablesbar an den CDS-Prämien) mit der Gefahr, dass diese hohen „Einkaufspreise“ der Institute schließlich auf die „Verkaufspreise“, auf die Kreditkonditionen durchschlagen. Massives Eingreifen der Notenbanken als „lender of last resort“ war nötig.

Lehman war bis dahin einer der „big five“ der weltweit größten Investmentbanken und eindeutig „systemrelevant“. Die unterlassene Stützung führte zum erwähnten Vertrauenszusammenbruch. Bei uns ist „systemrelevant“ fast zum Unwort des Jahres geworden. Am Fall von Lehman zeigt sich jedoch der Unterschied von Gesinnungs- und Verantwortungsethik im Sinne Max Webers: es war richtig und notwendig, in Deutschland und

Europa zu verhindern, dass ein systemrelevantes Institut insolvent wurde.

- Erst nach dem Lehman-Schock, ab dem vierten Quartal 2008, kam es fast weltweit zum Überspringen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft, wovon vor allem exportabhängige Staaten wie Deutschland überproportional betroffen wurden.

## 2. Zu den Ursachen:

- Die Krise war also in ihrer Entstehung eine Krise „innovativer“ Verbriefungen – nicht der klassischen Verbriefungen wie dem Pfandbrief mit solidem Deckungsstock und Zurückbehalten der Kredite in der Bilanz, sondern der außerbilanziellen, marktbasierenden Verbriefungen.
- Über die Jahre hinweg hatte sich zu geringe Risikowahrnehmung im privaten Sektor aufgebaut, vor der die Notenbanken gewarnt hatten. Diese zeigte sich:
  - in einem Glauben an unerschöpfliche Marktliquidität („auch strukturierte Papiere finden immer einen Markt, es geht nur um eine Frage des Preises“).
  - gestützt auf die Scheinsicherheit vergangenheitsorientierter, quantitativer mathematischer Risikokontrollverfahren.
  - diese Scheinsicherheit werde verstärkt durch Bestnoten von Ratingagenturen für hochkomplexe Wertpapiere.
- Laxe Kreditkultur in bestimmten Ländern, vor allem den USA (teilweise auch Großbritannien,

Spanien im Immobilienmarkt); entgegen solider Bewertungsstandards und Beleihungsrelationen waren gerade im Subprime-Bereich auf Zeitwert basierende, oft über 100 % hinausgehende Beleihungen üblich und werden in Jahren niedriger Zinsen ein hoher Anteil variabel verzinsten Hypotheken ausgereicht. Außerdem „hochgehebelte“, also mit überhöhtem Fremdkapitalanteil verbundene private-equity und leveraged buy-out Finanzierungen.

### **III. Schlussfolgerungen und Lehren**

Im Kern ist eine Rückbesinnung auf bewährte Grundsätze und Tugenden nötig. Letztlich geht es um den Grundgedanken der sozialen Marktwirtschaft, Freiheit und Verantwortung durch allgemeine Regeln und vertrauensbildende Institutionen ins Gleichgewicht zu bringen:

Ohne Freiheit ist keine Verantwortung möglich; ohne Verantwortung zerfallen aber auch die Freiheit und ihre Grundlagen.

Diese Regeln, diese „Leitplanken“ für die internationalen Finanzmärkte, sollten sich an folgenden Grundsätzen orientieren, die zugleich die „Tiefenstruktur der Krise“ betreffen:

1. Mehr Nachhaltigkeit und Langfristorientierung statt Kurzfristausrichtung.  
Dies betrifft z. B. Geschäftsmodelle, die auf Kreditvergabe und –verbriefung ohne solide Bonitätsprüfung aufbauten in der Erwartung, dass die Märkte immer während liquide seien und die Risiken voll an den Märkten ausplatziert werden könnten.



Dies betrifft den massenweisen Einsatz innovativer Finanzinstrumente, mit denen noch nicht über einen Konjunkturzyklus hinweg Erfahrungen vorlagen. Dies betrifft auch die Verwendung von Zeitwerten, den fair-value Ansatz, der zu hohen kurzfristigen (wenn auch nicht realisierten) Gewinnen führt und damit eine große „Fallhöhe“ für das Sinken der Werte in der Krise aufbaut. Dies betrifft schließlich auch Vergütungs- und Bonussysteme, die den kurzfristigen Erfolg belohnen und längerfristige Risiken bei „Shareholders“ wie „Stakeholders“ ausblenden.

2. Schaffung sinnvoller Anreizstrukturen statt einzelfallorientierter Interventionen.  
Ein italienisches Sprichwort sagt: „trovata la legge, trovato l'inganno“ – das Gesetz schafft einen Anreiz zu seiner Umgehung.  
Die Regeln sollten deshalb so angelegt sein, dass ihre Beachtung im wohlverstandenen Interesse der Adressaten liegt und diese nicht nach Umgehungsmöglichkeiten, nach „Regulierungsarbitrage“ suchen.
  - So bestand vor der Krise kein Anreiz, auf das in bestimmten Verbriefungen verpackte Risiko zu achten, wenn der Urheber (originator) damit rechnen konnte, das Risiko zu 100 % auf dem Markt abladen („ausplatzieren“) zu können. Oder
  - Kreditlinien an Zweckgesellschaften (conduits, SIV's) mussten nur ab 365 Tage Laufzeit mit Eigenkapital unterlegt

werden<sup>1</sup> – Anreiz zu einer Laufzeit von 364 Tagen und anschließender Verlängerung

- ähnliches gilt für die Regulierungsunterschiede bei der Eigenkapitalunterlegung von Handels- und Bankenbuch der Kreditinstitute und – noch grundsätzlicher – den Unterschieden zwischen regulierten Banken und nicht regulierten „Schattenbanken“ (near banks, non banks, hedgefonds, private-equity-Unternehmen). In den USA war sogar ein Teil des als klassisch verstandenen Bankgeschäfts von der Bankenaufsicht ausgenommen (mortgage lenders), wenn diese nicht zugleich das Einlagengeschäft betrieben.
3. Neben diesen Grundsätzen für die rechtliche Rahmensezung hat auch die Geldpolitik im Rahmen der vorrangigen Stabilitätsorientierung einen Beitrag zu leisten, die Bildung von „Blasen“ zu erschweren. Es gab vor der Krise weltweit – außerhalb des Euroraums – eine Tendenz, in der Geldpolitik die Bedeutung einer monetären Analyse, also der Geld- und Kreditaggregate, zu unterschätzen und einer konjunkturstimulierenden und outputorientierten Strategie den Vorzug zu geben. Zwar blieben die Inflationsraten wegen der vorübergehend preisdämpfenden Wirkung der Globalisierung (Markteintritt großer Anbieter wie Indien und China) im Rahmen, die geschaffene Liquidität blieb aber in anderer Form, eben als

---

<sup>1</sup> Bereits durch Basel II geändert; Basel II in Deutschland allerdings erst im Jahr 2008 in Kraft getreten.

„Blasenbildner“ im Immobilienbereich und bei strukturellen Wertpapieren wirksam.

#### **IV. Konkrete Maßnahmen, insbesondere im Bankaufsichtsrecht**

Bereits seit 2007 hat die Bundesbank darauf hingewirkt, erkannte Schwachstellen im internationalen Bankaufsichtsregelwerk zu beseitigen.

1. Dies hat zu einem Maßnahmenpaket geführt, das der Baseler Ausschuss Mitte 2009 und darauf aufbauend und teilweise darüber hinausgehend der EU-Ministerrat beschlossen hat (Verabschiedung im Europäischen Parlament im 1. Halbjahr 2010, Inkrafttreten Ende 2010 vorgesehen):
  - Höhere und risikogerechte Eigenkapitalunterlegung von Verbriefungen, vor allem abstrakter und komplexer Wiederverbriefungen (CDO's)
  - Einführung eines Selbstbehalts (wenn auch nur 5 %) bei marktplatzierten Verbriefungen (parallele Regeln in der EU und USA).
  - Beseitigung der Regulierungsarbitrage zwischen Handels- und Bankenbuch.
  - Einbeziehung der Kreditlinien an Zweckgesellschaften in die Großkreditregeln (in der EU) und stärkere Eigenkapitalunterlegung.
  - Ausrichtung der Vergütungssysteme auf größere Langfristigkeit und Einführung von Malus-Elementen, wenn sich Engagements über die Zeitachse hinweg nicht bewähren.

Der in der Öffentlichkeit weit verbreitete Eindruck, bisher sei „nichts geschehen“, ist somit nicht richtig; die Maßnahmen führen, „chirurgisch präzise“ an bestimmten Krisenursachen angesetzt und ohne Geschäftsmodelle von Retailbanken (Sparkassen, Genossenschaften) zu betreffen, zu einer erheblichen Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen im Handelsbuch (Baseler Ausschuss: Zwei- bis Dreifaches; in vielen Fällen aber in Wirklichkeit um das Fünf- bis Zehnfache). Die Maßnahmen werden in der EU Ende 2010 in Kraft treten, in den USA ist allerdings noch kein konkreter Kalender zur Umsetzung der Baseler Beschlüsse zu erkennen.

2. Im Vordergrund der aktuellen Diskussion steht das „Pittsburgh-Paket“, die Umsetzung des G20-Gipfels der Staats- und Regierungschefs vom September 2009, das vor allem eine Schärfung und Erhöhung des Eigenkapitals der Kreditinstitute betrifft und daneben striktere Regeln für die Liquiditätsvorsorge. Die jetzigen Mindestkapitalquoten (4 % Kernkapital und 8 % Gesamtkapital) werden erhöht und durch sogenanntes hartes Kernkapital ergänzt. Mittel- und langfristig ist dies wichtig, weil durch einen höheren Haftungsbeitrag der Eigentümer die Vorsicht im System wächst, durch niedrigere Fremdkapital“hebel“ die Systemstabilität steigt. Kurzfristig kann eine Erhöhung der generellen Kapitalanforderungen allerdings dazu führen, dass die Institute in der gegenwärtigen Marktsituation nicht den „Nenner“ der Quote (das Kapital selbst) erhöhen (können), sondern den Zähler, also die Aktivseite der Bilanz, verringern müssten. Ein solches ruckartiges „deleveraging“ würde zu Lasten der Kreditvergabe gehen und könnte damit die realwirtschaftliche Erholung entscheidend schwächen. Wir haben derzeit

in Deutschland keine „Kreditklemme“, wir müssen jedoch die Risiken für die Kreditversorgung genau im Auge behalten. Die Lösung in Basel kann deshalb nur auf der Zeitachse gefunden werden, d. h. über ausreichende Übergangs- und Einschleifregelungen.

Bei den Diskussionen im Baseler Komitee steht auch das Thema „Verminderung der Prozyklik“ an. Eine gewisse Zyklik, ein Atmen mit der Konjunkturerwicklung, ist dem Bankgeschäft allerdings immanent, da die Risikokosten eines Kredits verdient werden müssen und sinkende Bonität der Kreditnehmer im Abschwung naturgemäß höhere Risikokosten zur Folge hat (ökonomischer Kapitalbegriff unabhängig von den regulatorischen Vorgaben). Die aufsichtlichen Regeln sollen aber nicht diese inhärente Zyklik noch verstärken: deshalb gibt es Überlegungen für sog. antizyklische Puffer beim Kapital und zur Ausrichtung der Wertberichtigungen an einer längeren Periode („expected loss“-Modell statt bisherige „incurred loss“-Bewertung).

- Das eigentliche Schwungrad der Prozyklik liegt allerdings nicht im Aufsichtsrecht, sondern in der Bilanzierung nach dem Zeitwert/fair-value-Prinzip. Das Aufsichtsrecht setzt ja auf der Bilanzierung auf. Der Zeitwertansatz steht und fällt mit der Annahme, dass ein Wertgegenstand zu seinem Marktwert (tatsächlich festgestellter / durch Quotierungen angenommener / durch Modelle geschätzter Marktwert?) jederzeit, zu jeder Menge und ohne größere Abschläge umgesetzt werden kann. Mag dies zu Informationszwecken des Kapitalmarkts durchaus nützlich sein, ermöglichen die internationalen Bilanzierungsvorschriften aber auch, dass ein derartiger Zeitwertgewinn ausgeschüttet und als Grundlage für Boni verwendet

wird - unabhängig davon ob und inwieweit er am Markt realisiert wurde. Die jüngsten Vorschläge des Standardsetters IASB zur Neufassung der betreffenden Bewertungsregel (IAS9) gehen sogar noch in Richtung einer Ausweitung der Zeitwertbewertung.

Der deutsche Gesetzgeber hat im Bilanzmodernisierungsgesetz (das allerdings nur das deutsche HGB betrifft) mittlerweile vorgeschlagen, dass ein bestimmter Teil des Zeitwertgewinnes aus Finanzinstrumenten in eine Rücklage einzustellen ist und damit automatische, antizyklische Puffer für widrige Marktphasen bildet.

3. Bei aller Bedeutung des Bankaufsichtsrechts würde man zu kurz springen, die notwendigen Rahmen für die Finanzmärkte nach der Krise darauf zu beschränken. Soll das Finanzsystem dauerhaft stabiler werden, bedarf es weitergehender Regeln, die hier aus Zeitgründen nur in Stichworten erwähnt werden sollen:

- Vermeidung von Regulierungsarbitrage zwischen Banken und anderen Kapitalmarktunternehmen.

Für die Systemstabilität wäre wenig gewonnen, wenn infolge der härteren Kapitalvorschriften für die Kreditinstitute die Risiken in nicht regulierte Bereiche „auswandern“ (z. B. Hedgefonds, Private Equity Fonds u.ä.). Hier gehen die beabsichtigten Regeln in der EU (AIFM-Richtlinie) deutlich weiter als in den USA, die bisher lediglich eine Registrierungspflicht und einige Transparenzanforderungen planen.

- **Transparenz der Risikoallokation**  
Risiken können nur bekämpft werden, wenn man ihre sektorale und geographische Verteilung kennt, zumal Risiken mit modernen Finanzinstrumenten – ganz oder in abgespaltenen Teilen – handelbar geworden sind. Deshalb der Vorschlag einer „risk map“, eine Risikolandkarte, wie sie auch eine Arbeitsgruppe der Bundesregierung unter Ottmar Issing empfohlen hat. Nukleus einer solchen risk map wäre ein zunächst europaweites und dann internationales Kreditregister, das etwa bei der BIZ in Basel angesiedelt sein könnte. Derzeit nehmen in der EU nur 7 von 27 Staaten am Kreditregister teil, wie wir es in Deutschland in der sog. Evidenzzentrale kennen.
  
- **vertrauensschaffende Regelung der Ratingagenturen.**  
Dazu gehören klare Vorschriften zur Vermeidung von Interessenkonflikten (Trennung von Beratung und Bewertung); dazu gehören transparente Angaben bei komplexen Strukturen insbesondere was Art und Qualität des sog. underlying, der zugrunde liegenden Kredite und Sicherheiten angeht. Der Transparenz dienlich wäre auch eine eigene Ratingskala für strukturierte Produkte, da diese weit mehr Risiken umfassen als die mit der üblichen Ratingskala bewerteten Adressausfallrisiken. Schließlich gehören dazu m. E. faire Verfahrensvorschriften für das Verhältnis von Agenturen zu Instituten, insbesondere ein rechtliches Gehör vor einer Ratingabwertung (downgrade).
  
- **Wichtig wäre die Entwicklung internationaler Standards („best practices“) für die Kreditvergabe, für**

eine vorsichtige Bewertung und für solide Beleihungsrelationen. Auch bestimmte haftungsbeschränkende Konstruktionen sind hier zu überdenken, etwa die sog. non recourse loans nach US-Recht, bei denen ein Schuldner nicht persönlich mit seinem Vermögen, sondern nur beschränkt auf seine Sicherheit haftet. Im Falle der Subprime-Kredite in den USA hat dies dazu geführt, dass viele Schuldner, als die Verbindlichkeiten den Wert des Hauses überstiegen hatte, einfach den Schlüssel des Hauses bei der Bank abgaben (Folge: weiterer dramatischer Preisverfall in ganzen Stadtvierteln und Regionen).

Bisher sind es insoweit nur erste Überlegungen im „joint forum“ der Aufsichtsinstitutionen festzustellen.

- Von der grundlegenden Bedeutung der Bilanzierungs- und Rechnungslegungsnormen für die Volatilität und Prozyklik im Finanzsystem war schon die Rede.

„Lehren und Irrlehren“: Neben dieser umfangreichen Agenda von Maßnahmen zur Krisenbewältigung und Krisenvorsorge sind auch Ratschläge zu hören, denen man tunlichst nicht folgen sollte :

- In diese Kategorie gehört die von Mitarbeitern des IWF lancierte Idee, die Notenbanken sollten ihr Stabilitätsziel lockern und statt mittelfristig 2 Prozent ein 4-prozentiges Inflationsziel anstreben. Damit käme die Verankerung der Stabilitätserwartungen ins Rutschen, also das Grundvertrauen in einen langfristig stabilen Geldwert, das ja generationenübergreifend angelegt sein muss. Niemand wäre sicher, ob nicht in einer späteren Krise noch höhere Inflationsziele genannt würden. Überdies



wissen wir, dass Geldentwertung vor allem die schwächsten Teile der Bevölkerung trifft und somit unsoziale Auswirkungen hätte.

- Kontraproduktiv sind auch Ratschläge, die Deutschland ansinnen, die in den letzten Jahren vor allem im Euroraum mühevoll gewonnene preisliche Wettbewerbsfähigkeit bei den Lohnstückkosten wieder zu opfern, weil sich dann die relative Wettbewerbsposition anderer Staaten in Europa verbessern würde. Wenn die Spitzenclubs der Bundesliga weniger trainieren und mehr Gegentore zulassen, mag dies kurzfristig die Konkurrenz erfreuen, in der internationalen Champions League würde ein solches Verhalten aber bitter bestraft.

## **V. Wandel im Denken: Das Prinzip der Nachhaltigkeit**

Alle neuen Regeln und Maßnahmen würden letztlich an der Oberfläche bleiben, würde die Krise nicht zu einer grundlegenden Besinnung, zu einem Wandel im Denken führen. Insbesondere sollte an die Stelle der in der Vergangenheit festzustellenden Orientierung am kurzfristigen Erfolg das Prinzip der Nachhaltigkeit (sustainability, resilience) und Langfristorientierung treten. Die Idee der Nachhaltigkeit stammt ja ursprünglich naheliegenderweise aus der Forstwirtschaft, einem Bereich, in dem der Großvater pflanzt und der Enkel erntet. Im letzten Jahrhundert wurde es auf die Ökologie übertragen und ist nun konsequent auf den Finanzsektor anzuwenden.

Nachhaltigkeit heißt, Geschäftsmodelle so auszurichten, dass sie Konjunktur und Zinszyklen überstehen. Nachhaltigkeit bedeutet, Finanzinnovationen erst dann

flächendeckend und in großem Umfang einzusetzen, wenn sich ihre Beständigkeit über längere Zeit hinweg erwiesen und Erfahrungen unter widrigen Umständen gemacht wurden. Nachhaltigkeit heißt schließlich für die Regelsetzer selbst, auf kurzfristige, am Tagesbeifall der Medien orientierte interventionistische Maßnahmen zu verzichten und sich auf Regeln zu konzentrieren, deren Konstanz und Verlässlichkeit für längere Zeit gesichert ist.