

# Quo vadis Finanzmarkt?

CHRISTIAN DREGER UND DOROTHEA SCHÄFER

Christian Dreger, DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, E-Mail: cdreger@diw.de  
Dorothea Schäfer, DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, E-Mail: dschaefer@diw.de

Die Bundeskanzlerin hat im Frühjahr 2010 darauf hingewiesen, dass sich in der schwierigen Materie der Finanzkrise vor allen Dingen Banken als Berater hervortun, diese aber natürlich ihre ursprünglichen Interessen hätten. Sie sprach auch davon, dass die Stelle eines unabhängigen Beraters noch frei wäre. Kurz danach folgte ein Hilferuf von EU-Finanzpolitikern wonach die „Banker“-Lobby Brüssel beherrsche. Auch das ist uns noch in frischer Erinnerung. In einem gemeinsamen Vorstoß aller Fraktionen hatten damals mehr als 20 Finanzpolitiker und Finanzpolitikerinnen des EU-Parlaments in Brüssel gar vor einer „Gefahr für die Demokratie“ gewarnt und gefordert, dass dringend eine „Gegenmacht“ zur Lobby des Banken- und Finanzsektors etabliert werden muss, um bei der anstehenden Regulierung der Finanzmärkte zu ökonomisch und gesellschaftspolitisch akzeptablen Ergebnissen zu kommen. Das DIW Berlin versteht sich als unabhängiges Forschungs- und Politikberatungsinstitut. Dieser Mission entsprechend liefert das neue Vierteljahrsheft zur Wirtschaftsforschung „Europäische und internationale Finanzmärkte im Zeichen der Krise“ genau das, was aus dem Bundeskanzleramt und aus dem Europaparlament heraus so vehement gefordert wird: eine unabhängige Beratung zu zentralen Politikfeldern, die die nationalen und internationalen Finanzmärkte betreffen.

Im Zuge der Finanzkrise hat die Sorge um die Stabilität des einheimischen Finanzsektors zugenommen. Mögliche Engpässe bei der Fremd- und Eigenkapitalversorgung der Realwirtschaft, Unwägbarkeiten durch die Schuldenkrise im Euroraum und Sorgen um die Stabilität der gemeinsamen Währung stehen weiterhin im Fokus des politischen und des öffentlichen Interesses.

In Deutschland sind die mit der Finanzkrise überholten Geschäftsmodelle vieler Banken und Landesbanken insgesamt zu einem „Dauerbrenner“ der Wirtschaftspolitik geworden. *Mechthild Schrooten und Reiner Sievert (Stabilität und Performance des deutschen Bankensektors)* zeigen mit einer einfachen Szenarienrechnung, wie stark risikobehaftet das aktuelle Bankgeschäft nach wie vor ist. Jederzeit können von den Neubewertungen der Aktiva massive Turbulenzen ausgehen. Auch die Gefahr einer Kreditklemme für die Realwirtschaft steht nach wie vor im Raum. Bislang lässt sich allerdings kein Nachweis auf die Existenz einer Kreditklemme führen. *Burcu Erdogan* kommt in dem Beitrag *Kreditklemme in Deutschland: Mythos oder Realität?* zum Schluss, dass die Zuführung von Liquidität in das deutsche Bankensystem im Rahmen der geldpolitischen Stützungsmaßnahmen der EZB geholfen hat, die Kreditverknappung bereits sehr schnell nach der Lehman-Insolvenz zu überwinden. In der Vergangenheit jedenfalls scheint die Heraufbeschwörung einer Kreditklemme eher ein Instrument des gefürchteten Lobbyismus denn eine Beschreibung der Realität gewesen zu sein. Entwarnung kann auch bei den Folgen der Kreditfi-

nanzierung von Übernahmen durch Private-Equity-Häuser gegeben werden. So zeigen die von *Nataliya Barasinska und Dorothea Schäfer* in der Arbeit *Determinanten des Ein- und Ausstiegs von Private-Equity-Häusern in Europa* vorgestellten Befunde, dass sich die Private-Equity-Häuser eher risikoärmere Unternehmen für Übernahmekäufe suchen und die Kapitalisierung der vormaligen Zielunternehmen von Private Equity beim Ausstieg im Durchschnitt nicht schlechter als bei den übrigen Unternehmen in der Wirtschaft war. Hier scheinen dem Bankensektor keine zusätzlichen Gefahren zu drohen.

Wie steinig allerdings der Weg zur endgültigen Überwindung der Finanzkrise verlaufen wird, illustrieren überdeutlich die Schwierigkeiten, sich auf ein tragfähiges Konzept zur Gestaltung der Zukunft der West LB zu einigen. Deutschland hat seit Beginn des Jahres 2011 ein Restrukturierungsgesetz für Banken, das prinzipiell den Exit aus dem „Too-big-to-fail“-Regime erlaubt. Das Gesetz sieht die Aufspaltung einer Bank in einen systemrelevanten Teil und einen Rest vor, der abgewickelt wird. Wegen des damit verbundenen möglichen Eingriffs in eine grundrechtlich geschützte Eigentumsposition ist die Anwendung ausdrücklich auf systemrelevante Institute beschränkt. Kriterium ist eine von der spezifischen Bank ausgehende Bestandsgefährdung der Stabilität des gesamten Finanzsystems.

Wenn eine Bestandsgefährdung bei einem systemrelevanten Institut vermutet wird, können die Aufseher veranlassen, Vermögen oder Teile des Vermögens einer systemrelevanten Bank auf eine private Bank oder vorübergehend auf eine staatliche Brückenbank zu übertragen. Die systemrelevanten Geschäftsteile gehen damit auf einen anderen Rechtsträger über. Die Stabilisierungsmaßnahmen konzentrieren sich allein auf die neue (Brücken-)Bank, während die beim Altinstitut verbleibenden nichtsystemrelevanten Teile abgewickelt werden. Dazu kann auf das herkömmliche Insolvenzverfahren zurückgegriffen werden. Altgläubiger würden dabei einen Teil- oder sogar Totalausfall ihrer Forderungen erleiden. Die staatlichen Stabilisierungsmaßnahmen, die die Fortführung des Geschäftsbetriebs bei der Brückenbank ermöglichen, werden von der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA, herkömmlich als SoFFin bekannt) durchgeführt. Die Fondsmittel zur Finanzierung künftiger Restrukturierungs- und Abwicklungsmaßnahmen bei systemrelevanten Banken sollen durch Beiträge aller Banken finanziert werden.

Noch aber sitzt die Angst vor einem zweiten Lehmann-Desaster in allen Hauptstädten Europas und darüber hinaus tief. Sehr viele Staatsanleihen der Schuldnerstaaten wurden von europäischen Banken angekauft. Eine Umschuldung und damit eine Beteiligung der Gläubiger an der Last der Schuldenkrise wären eher denkbar, wenn die Banken in Europa gesund und stabil wären. Die Realität sieht indes anders aus. Unter den gegenwärtigen Umständen wagt niemand, die Folgen eines Totalverlustes bei den Gläubigern der nichtsystemrelevanten Teile einer insolventen Bank zu prognostizieren. So steht noch in den Sternen, wann das Restrukturierungsgesetz zum ersten Mal angewandt und Banken mit nichttragfähigen Geschäftsmodellen abgewickelt werden. Solange aber kein Test auf Funktionsfähigkeit durchgeführt ist, besteht keine hinreichende Gewissheit darüber, ob die Abwicklung insolventer Banken ohne negative Systemauswirkungen möglich ist.

Gemäß den jüngsten Untersuchungen zu den Transmissionskanälen in integrierten Bankenmärkten haben Schocks, die durch einzelne große Banken hervorgerufen worden sind, Auswirkungen auf das gesamte Bankensystem und letztendlich auch auf die Realwirtschaft (siehe *Katja Neugebauer* mit dem Überblicksartikel *Schockübertragung und Drittlandeffekte auf internationalen Bankenmärkten*). Daher scheint auch im Jahre vier der Finanzkrise die Koordination auf eine

Politik des „Durchwurzelns“ mithilfe von Rettungsfonds eher möglich als die Wiedereröffnung der Insolvenzperspektive für weltweit verflochtene Großbanken.

Durch eine zunehmend internationale Ausrichtung des Beteiligungsportfolios sind divergierende Entwicklungen der nationalen Wertschöpfungen teilweise ausgeglichen worden. Daher kann die finanzielle Integration den Mitgliedstaaten helfen, temporäre Einkommensunterschiede einzuebnen. Gleichzeitig steigt jedoch die wechselseitige Abhängigkeit der einzelnen Länder. Dies macht eine weitere Stärkung der europäischen Finanzaufsicht unumgänglich (siehe den Beitrag *Internationale Risikoteilung und finanzielle Integration in der Europäischen Währungsunion* von Axel Jochum und Stefan Reitz).

Neben der Beseitigung oder Abmilderung der Instabilität des Bankensystems und der Einrichtung einer effektiven europäischen Bankenaufsicht ist eine dritte wichtige Baustelle für die Politik die Verbesserung der makroökonomischen Koordinierung im Euroraum. So zeigt sich, dass die hohe Nettoauslandsverschuldung von Griechenland, Irland, Spanien und Portugal vor allem durch die relativ niedrigen Realzinsen in diesen Ländern entstanden ist. Bei konvergierenden Nominalzinssätzen sind Divergenzen in den Inflationsraten und den erwarteten Inflationsraten weitgehend erhalten geblieben oder haben sich sogar noch vergrößert. Durch die Mitgliedschaft im Euroraum hat sich der Zugang der Defizitländer zu internationalen Krediten verbessert, zumal die Finanzmärkte die Risiken zunächst nur unvollkommen wahrgenommen haben. Dies gilt sowohl für die Ebene des öffentlichen Sektors als auch die der privaten Unternehmen und Haushalte, wie in dem Beitrag *Die Verschuldungskrise der Europäischen Währungsunion – Fiskalische Disziplinlosigkeit oder Konstruktionsfehler?* von Rainer Maurer aufgezeigt wird. Dies hat sich erst im Zuge der Finanzkrise nachhaltig geändert. Insbesondere spielen die länderspezifischen Fiskalpolitiken eine entscheidende Rolle, um die Differenzen der Zinssätze auf europäische Staatsanleihen zu erklären. Dies wird im Beitrag von Kerstin Bernoth (*Zinsspreads auf europäische Staatsanleihen: Implikationen und Lehren aus der europäischen Schuldenkrise*) gezeigt. Ist die Risikoillusion einmal beseitigt, wird fehlende Fiskaldisziplin von den Märkten im Durchschnitt mit substanziellem Zinsaufschlagn bestraft. Damit erfüllen die Finanzmärkte eine disziplinierende Funktion und halten die Länder zu stabilitätskonformem Verhalten an. Die Einführung gesamt-europäischer Staatsanleihen (Eurobonds) würde die Zinsunterschiede dagegen nivellieren und so die falschen Anreize setzen. Nur durch eine überzeugende Fiscal Governance kann die dauerhafte Stabilität des Währungsraums erreicht werden. Andreas Bley plädiert in seiner Analyse *Euroraum – Auf der Suche nach einer tragfähigen Fiscal Governance* dafür, die Stabilität des Euro als Allmendegut aufzufassen und die Evaluierung des Euro-Regelwerks an den Kriterien für die bestmögliche Bewirtschaftung eines solchen Gutes auszurichten. Mittels fiskalpolitischer Regeln könnten Nutzungsgrenzen für die gemeinsame Ressource in einem institutionellen Regelwerk durchgesetzt werden. Einigen Einzelmaßnahmen des in Umsetzung begriffenen Regelwerkes wird zwar zugebilligt, dass sie den Kriterien für eine gute Bewirtschaftung des öffentlichen Gutes genügten, eine Gesamtbewertung sei jedoch erst nach Abschluss des Prozesses möglich.

Noch im Krisenregime verhaftet, kommt es für die Wirtschaftspolitik auch darauf an, den Ausstieg aus den im Zuge der Finanzkrise eingeführten expansiven Maßnahmen fortzusetzen. Dies gilt gleichermaßen für die Fiskalpolitik, bei der eine stärkere Konsolidierung das Geschehen in den nächsten Jahren bestimmen wird, und für die Geldpolitik. So sind die Märkte von den Zentralbanken mit Liquidität geflutet worden. Derzeit liegen beispielsweise die Geldschöpfungsmultiplikatoren deutlich unter dem Niveau, das vor der Krise erreicht war. Legt man eine makroökonomische Geldnachfrage zugrunde, würde eine Rückkehr zur Normalität ein hohes

inflatorisches Potenzial freisetzen. *Christian Dreger* und *Jürgen Wolters* zeigen mit ihrem Artikel *Hat die Finanzkrise zu einer instabilen Geldnachfrage geführt?*, dass die Geldnachfrage weiterhin den geeigneten Bezugspunkt bildet, um das Ausmaß der Überschussliquidität zu ermitteln. Eine Geldnachfrage, die das Vermögensmotiv der Geldhaltung mit berücksichtigt, erweist sich auch in der Periode der Krise im Großen und Ganzen als stabil. Dies gilt insbesondere, wenn die Vermögen mit den Immobilienpreisen approximiert werden. *Ansgar Belke* und *Gunther Schnabl* setzen sich mit der Frage des *Europäischen geldpolitischen Exits im Zeichen von QE2 und Staatsanleihekäufen der EZB* auseinander. Sie diskutieren den Ausstieg aus den expansiven Geldpolitiken im Rahmen von mehreren Szenarien. Dazu zählen ein koordinierter Ausstieg von Zentralbanken (Fed und EZB), ein koordinierter Ausstieg von Geld- und Fiskalpolitik im Euroraum sowie das Auslaufen quasifiskalischer Aktivitäten der EZB. Der Befund legt nahe, dass aufgrund der sehr komplexen Herausforderungen die globale Koordinierung eines Nichtexits wahrscheinlicher als die Koordinierung des Exits ist.