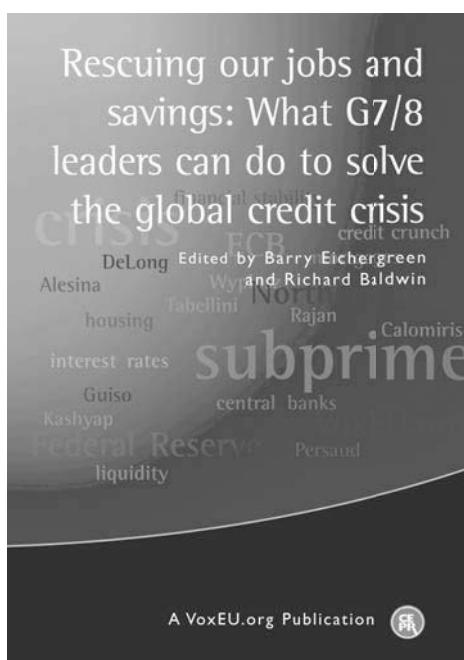


Dokumentation 1

Die Rettung unserer Arbeitsplätze und Ersparnisse: Was G7/8-Staats- und Regierungschefs zur Lösung der globalen Kreditkrise tun können

Eine Veröffentlichung von VoxEU.org
Herausgegeben von Barry Eichengreen und Richard Baldwin



Einführung

Wir befinden uns im Strudel der wohl schlimmsten Wirtschafts- und Finanzkrise, die wir jemals erlebt haben. Es handelt sich nicht mehr um eine US-amerikanische und europäische, sondern um eine globale Krise. Sie hat sich von der Wall Street auf die „Main Street“ und damit auf die reale Wirtschaftswelt ausgeweitet. Inzwischen sind nicht nur Wertpapierbestände und Pensionsrücklagen, sondern auch Arbeitsplätze gefährdet. Sofortige Maßnahmen sind dringend erforderlich, und die Politik muss eine entschiedene Antwort geben. Diese Antwort muss global sein. Es könnte kaum mehr auf dem Spiel stehen.

Das Treffen der G7/8-Finanzminister: Eine Chance

Wirtschafts- und Finanzentscheider aus aller Welt kommen an diesem Wochenende in Washington anlässlich der Jahrestagungen von IWF und Weltbank zusammen. Die G7/8-Finanzminister treffen sich am Freitag am Rande der IWF-/Weltbanktagungen, um ihre Antwort auf die Krise auszuarbeiten. Die internationale Finanzszene wird sich am darauf folgenden Tag am IWF-Hauptsitz versammeln. Leider ist nicht sicher, dass die Teilnehmer eine Vorstellung davon haben, was zu tun ist. Wegen der Dringlichkeit von angemessenen Maßnahmen haben wir eine Gruppe führender Wirtschaftswissenschaftler zusammengebracht, um Prioritäten bei der Antwort auf die Krise zu benennen. Diese Experten bilden keine homogene Gruppe: Die Autoren stammen von verschiedenen Kontinenten und gehören unterschiedlichen Denkschulen an. Es ist nicht das erste Mal, dass ihre Meinungen nicht vollständig übereinstimmen.

Bemerkenswerter Kompromiss: Stabilisierung des Bankensystems

Dennoch gibt es einen bemerkenswerten Grad der Einigkeit bei den zu ergreifenden Maßnahmen. So sollen Politiker entschlossen zur Tat schreiten, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Sicherlich stehen in Zukunft auch andere wichtige Aufgaben an: Es muss eine Regulierungsreform geben und darüber hinaus eine grundsätzliche Überarbeitung der Finanzarchitektur, um das erneute Auftreten einer ähnlich verheerenden Krise zu verhindern. Soziale Leistungen werden aufgestockt werden müssen, um den unschuldigen Opfern der Krise zu helfen. Der Schaden, der Renten, Pensionsrücklagen und dem Immobilienmarkt zugefügt wurde, muss repariert werden. Doch diese Aufgaben sind erst der nächste Schritt. Momentan besteht nach der übereinstimmenden Meinung der Autoren die dringendste Herausforderung darin, die Panik zu beenden und das Ausbluten des Finanzsystems zu stoppen.

Stabilisierung des Bankensystems: Optionen

Es gibt offensichtlich unterschiedliche Meinungen über die richtige Vorgehensweise.

Schnelle, global koordinierte Bankenrekapitalisierung

Unsere Autoren sind sich bei der Wichtigkeit einer raschen Bankenrekapitalisierung einig. Doch das ist einfacher gesagt als getan. Stijn Claessens, Barry Eichengreen und Charles Wyplosz weisen auf das Trittbrettfahrerproblem und den fehlenden Handlungsspielraum der Einzelstaaten hin, wodurch diese von einem unilateralen Vorgehen abgehalten werden. Sie werden ihre Initiativen miteinander abstimmen müssen, um zu verhindern, dass planlose Rekapitalisierungen die Krise lediglich von einem Land ins andere verlagern. In Fällen wie der Schweiz, wo die Bankverbindlichkeiten ein Vielfaches des BIP ausmachen, muss die Last von der internationalen Gemeinschaft getragen werden. Hier kann der IWF durch ein spezielles Programm für die umgehende Bereitstellung von entsprechenden Krediten helfen.

Auf Grund der überall in Europa vorhandenen grenzüberschreitenden Bankverbindlichkeiten kann, wie Luigi Guiso und Marco Pagano sowie Daniel Gros betonen, kein Rekapitalisierungsvorhaben gelingen, solange sich die europäischen Finanzminister nicht umgehend auf ein gemeinsames Vorgehen einigen, das beispielsweise dem Vorbild des britischen Plans vom 8. Oktober 2008 folgen könnte. Das US-Finanzministerium wird die Ausrichtung seiner Rettungsaktionen schnell ändern müssen: Von der Entnahme von faulen Vermögenswerten aus den Bilanzen der Banken zu „Marktpreisen“ hin zum Einsatz des 700-Milliarden-Dollar-Programms (Troubled Asset Relief Program) zur direkten Kapitalinjektion in US-Banken, wobei der Steuerzahler laut Brad Delong und anderen eine Beteiligung erhalten sollte. Charles Calomiris spricht sich für Kapitalspritzen in Form von Vorzugsaktien aus. Barry Eichengreen würde trotz der damit verbundenen Probleme auf staatliche Garantien setzen, da die Schnelligkeit der Reaktion eine wesentliche Rolle spielt.

Global koordinierte Einlagen- bzw. Kreditgarantien

Nicht nur Klaus Zimmermann hofft, dass die Panik durch eine internationale Einigung auf die Anhebung der Obergrenze von garantierten Bankeinlagen einzudämmen ist. Andere wie Alberto Alesina, Guido Tabellini, Daniel Gros, Avinash Persaud, Douglas Diamond, Anil Kashyap und Raghuram Rajan sowie Roger Craine befürworten noch weitergehende Maßnahmen, um nicht nur Bankeinlagen, sondern auch Bankkredite zu garantieren. In diesem Sinn verlangen sie eine Auszeit, um die Abkühlung der Emotionen zu ermöglichen und den Regulatoren die Möglichkeit zu geben, die abzuwickelnden und die zu rekaptalisierenden Banken zu bestimmen. Dazu empfehlen sie die Garantie von kurzfristigen Verbindlichkeiten aller Banken, um so den Anreiz für eine Investorenflucht zu beseitigen.

Natürlich müssen diese Maßnahmen international abgestimmt und gemeinsam umgesetzt werden, wenn sie mehr Probleme lösen als schaffen sollen. Dies zeigt sich am offensichtlichsten in Europa, wo oft Banken aus verschiedenen Ländern an den Interbankengeschäften beteiligt sind. Doch das Problem beschränkt sich nicht auf Europa. Es erstreckt sich über den Atlantik. Und es weitet sich zunehmend rund um den Globus aus. Daher kann nur eine globale Lösung für Abhilfe sorgen.

Äußerste Dringlichkeit

Mit diesen zwei vordringlichen, international abgestimmten Maßnahmen – der umfassenden Garantie von Bankverbindlichkeiten und der umgehenden Rekapitalisierung – besteht Hoffnung, dass die Regierungen das Problem in den Griff bekommen. Es ist dringend notwendig, dass die Staaten an diesem Wochenende entsprechende Entschlüsse fassen.

Die hier zusammengestellten Beiträge sprechen die Finanzminister und -entscheider direkt an, die sich am zweiten Oktoberwochenende in Washington versammeln. Sie sollen den Finanzministern und -entscheidern spezielle Anleitungen an die Hand geben, um unsere Arbeitsplätze und Ersparnisse zu retten.

Die Entstehung des vorliegenden Buchs

Dieses E-Book entstand in der Folge einer E-Mail, die Barry Eichengreen am 8. Oktober 2008 an VoxEU.org schickte. Der Aufruf zur Abgabe von Beiträgen wurde von Vox noch am selben Tag versandt, vor allem an US-amerikanische und europäische Wirtschaftswissenschaftler, da in diesen Regionen die Krise momentan am stärksten wütet. Wir hoffen, dass es ähnliche Initiativen in Asien, Lateinamerika und Afrika geben wird – und je eher, desto besser.

Die Erstellung des Buchs wurde von den erfahrenen CEPR-Mitarbeitern und dem Vox-Team organisiert (insbesondere durch Anil Shamdasani, Jonathan Dingel, Pierre-Louis Vézina und Melanie Sawaryn unter der Leitung des CEPR-Chefs Stephen Yeo). Wir sind beeindruckt von der schnellen, professionellen Umsetzung und vor allem sehr dankbar für ihren großen Einsatz.

Barry Eichengreen (Berkeley, Kalifornien) und Richard Baldwin (Genf)
9. Oktober 2008

Koordination internationaler Antworten auf die Krise

Klaus F. Zimmermann
Universität Bonn, IZA, DIW und CEPR

Zur Bewältigung der Krise müssen die Staaten eine gemischte Strategie aus kurz- und langfristigen Maßnahmen umsetzen. Entscheidend ist ein weltweit abgestimmtes Vorgehen, das auf vergleichbaren Herangehensweisen der einzelnen nationalen Regierungen beruht. Einige der notwendigen Maßnahmen wurden bereits eingeleitet, allerdings ohne die für ihren Erfolg unentbehrliche internationale Koordination.

Außer Zweifel steht, dass fragwürdige Methoden des Finanzsektors dem internationalen Finanzsystem großen Schaden zugefügt haben – mit Folgen für die restliche Weltwirtschaft, die bislang schwer absehbar sind. Der extrem niedrige Leitzins der Federal Reserve und der übertriebene Aktivismus der US-Regierung haben zu einem massiven Vertrauensverlust beigetragen. Europäische Banken waren Teil des Problems, so auch öffentliche Banken in Deutschland. Mit dem Versäumnis einer frühzeitigen systemischen Antwort hat Europa Öl ins Feuer gegossen. Die Reaktionen der Märkte in den letzten zehn Tagen deuten darauf hin, dass Versuche zur Beruhigung der Märkte und zur Wiederherstellung des Vertrauens kurzfristig keine Wirkung zeigen werden. Daher müssen die Regierungen zur Bewältigung der Krise eine gemischte Strategie aus kurz- und langfristigen Maßnahmen umsetzen.

Ich glaube, dass ein weltweit abgestimmtes Vorgehen entscheidend ist, das auf vergleichbaren Herangehensweisen der einzelnen nationalen Regierungen beruht. Folgende kurzfristige Maßnahmen sollten ergriffen werden:

- Das ungedeckte Interbankengeschäft muss mit Hilfe der Übernahme von Garantien durch die Zentralbanken wieder aufgenommen werden und durch die direkte Bereitstellung von Liquidität für Unternehmen von Seiten der Fed, der EZB und anderen ersetzt werden.
- Wesentlich ist auch ein einheitliches Niveau bei der Einlagensicherung.
- Es müssen Maßnahmen zur Rekapitalisierung des Bankensektors ergriffen werden – staatliche Gelder können ein sinnvolles Instrument dafür sein.
- Die Leitzinsen müssen niedrig bleiben und sollten in Europa weiter gesenkt werden.
- Banken sollte es gestattet sein, ihre Wertpapiere zum Kaufpreis zu bewerten statt zum aktuellen Marktwert.

Einige dieser Maßnahmen wurden bereits eingeleitet, allerdings ohne die notwendige internationale Koordination.

- Die Verstaatlichung von Banken ist der letzte Ausweg, um die Krise aufzuhalten.

Entscheidend ist zudem, Erwartungen einer nahenden Rezession entgegenzuwirken, denn sie beeinträchtigen die Konsumnachfrage und Investitionsausgaben. In diesem Stadium tragen höhere öffentliche Ausgaben oder niedrigere Zinssätze nicht zur Wiederherstellung des Vertrauens bei. Jeglicher fiskalische Anreiz muss rechtzeitig und zeitlich begrenzt eingesetzt werden und auf diejenigen Wirtschaftssubjekte abzielen, die die von der Regierung bereitgestellten Mittel auszugeben bereit sind. Ein derartiges Verhalten ist jedoch in Anbe tracht der gegenwärtigen Angst und des Misstrauens an den Märkten nicht zu erwarten.

Die Aktienmärkte spielen verrückt und zeigen sich unberechenbar. Sie werden sich erst normalisieren, wenn sich die Struktur eines neu definierten Finanzsystems abzeichnet. Benötigt werden dezentralisierte Regulierungsbehörden zur Aufsicht über den gesamten Finanzsektor, einschließlich Hedgefonds und Ratingagenturen. Dies würde einen Anreiz zur Konkurrenz um die besten Regulierungsmethoden und zur Erkennung systemischer Risiken setzen. Regulierungsvorschriften müssen neu auf die Beurteilung der internationalen Strategien von Finanzinstituten ausgerichtet werden. Den Regulierungsbehörden muss es zudem möglich sein, alle Aspekte der Tätigkeit von Marktteilnehmern zu überwachen, so auch außerbilanzielle Geschäfte und den Investorenschutz. Es besteht die Notwendigkeit, den Aktionärswert als Erfolgskennzahl bei der Vergütung von Managern abzuschaffen. Wichtig ist auch die Bereitstellung von ausreichend homogenen und transparenten Vermögenswerten. Neue Finanzprodukte sollten zudem von den Regulierungsbehörden geprüft werden und auf einem lokalen Markt getestet werden, bevor sie allgemein zugelassen werden.

Über den Autor

Klaus F. Zimmermann ist Professor für Wirtschaft an der Universität Bonn, seit 1998 Direktor des Instituts zur Zukunft der Arbeit (IZA Bonn) und seit 2000 Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin). Zudem ist er Honorarprofessor für Volkswirtschaftslehre an der Freien Universität Berlin und der Renmin University in Peking. Davor lehrte er an der University of Pennsylvania, in Dartmouth, in Kyoto, an der Humboldt-Universität und der Universität München, wo er als Dekan der Volkswirtschaftlichen Fakultät tätig war. Klaus F. Zimmermann studierte Volkswirtschaftslehre und Statistik an der Universität Mannheim, wo er als Diplom-Volkswirt abschloss, promovierte und habilitierte.

Er war Begründer und von 1986 bis 1992 Secretary der European Society for Population Economics (ESPE) sowie Programmdirektor für Human Resources (1991-1998) und Labour Economics (1998-2001) des CEPR (Centre for Economic Policy Research). Er ist Chefredakteur des Journal of Population Economics und war leitender Redakteur von Economic Policy. Seit 1990 ist er Research Fellow des CEPR.

Die Panik überwinden

Alberto Alesina und Guido Tabellini
Harvard und CEPR; Wirtschaftsuniversität Luigi Bocconi und CEPR

Die gegenwärtige Krise ist eine Panik im Finanzsektor, die sich zu einem selbsterfüllenden Albtraum auszuwachsen droht. Die Staaten sollten Garantien für Bankkredite bereitstellen, um die Panik zu beenden.

Die vergangenen Tage deuten zunehmend auf eine Panik im Finanzsektor hin.

Manche Märkte sind zum Erliegen gekommen, weil aus Angst vor der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners niemand gewillt ist, Kredite zu vergeben. Diese Befürchtungen scheinen übertrieben, selbst wenn man die nach unten korrigierten Wachstumsprognosen und die Belastung durch die Verluste am Subprime-Immobilienmarkt in den USA einbezieht. Die Realwirtschaft zeigt natürlich Anzeichen einer Abschwächung, nicht aber einer tiefen Rezession. Der IWF sagt für das gesamte nächste Jahr ein positives Wachstum voraus (3 % und damit niedriger als ursprünglich erwartet, aber sicherlich nicht vergleichbar mit einer Wirtschaftskrise). Ungefähr die Hälfte der auf etwa 1,4 Billionen Dollar geschätzten Verluste von Banken ist bereits in der einen oder anderen Form durch einen staatlichen Eingriff gedeckt. Eine Panik ist höchst gefährlich, denn sie kann zur selbsterfüllenden Verschlechterung der volkswirtschaftlichen Kennzahlen führen. Würden beispielsweise in der Immobilienbranche keine Kredite mehr vergeben, würden die Immobilienpreise in einem Teufelskreis der selbsterfüllenden Erwartungen ständig weiter fallen.

Die Finanzbehörden wollten mit Liquiditätsspritzen und der Herabsetzung der Zinssätze Abhilfe schaffen, haben dieses Ziel jedoch nicht vollständig erreicht, weil die ergriffenen Maßnahmen das Vertrauen in die Schuldner nicht wiederhergestellt haben. Die Federal Reserve hat ihre Funktion als direkter Kreditgeber für weitere Institute auf dem Markt für Commercial Papers ausgebaut, doch es ist nicht sicher, dass die Europäische Zentralbank dies ebenfalls tun kann. Zudem ist die Art der Finanzinstitute, die direkt bei Zentralbanken Kredite aufnehmen könnten, begrenzt.

Hier unser Vorschlag: Die Zentralbanken sollten nicht nur Einlagen, sondern auch Bankkredite absichern, vor allem auf dem Interbankenmarkt. Diese Maßnahme könnte zeitlich begrenzt werden, bis sich die Situation stabilisiert hat. Diese Garantien würden größtenteils nicht in Anspruch genommen, wenn das Problem tatsächlich durch die Panik, nicht aber durch volkswirtschaftliche Fakten hervorgerufen wird. Die Grundidee ist ähnlich derjenigen, auf der die Forderung nach einer Einlagensicherung beruht und die verhindern soll, dass Einleger ihre Funktion als Geldgeber für die Banken aufgeben. Mit der Umsetzung dieses Vorschlags könnten wir Banken gleichfalls davon abbringen, ihre Funktion als Kreditgeber für andere Banken zu beenden.

Dieser Vorschlag sollte nicht als Ersatz für andere bereits angesprochene Maßnahmen verstanden werden, wie die Rekapitalisierung der Banken, den Aufkauf fauler Vermögenswerte, wie er vom Paulson-Plan vorgesehen ist, oder auch den direkten Eingriff zur Unterstützung von Kreditnehmern auf dem Immobilienmarkt.

Über die Autoren

Alberto Alesina ist Nathaniel Ropes Professor für Politische Ökonomie an der Harvard University und war Vorsitzender des Fachbereichs Wirtschaft (2003-2006). Dort hatte er 1986 den Ph. D. für Wirtschaft erworben.

Er ist Mitglied der Econometric Society und der American Academy of Arts and Sciences und hat zahlreiche Beiträge in allen bedeutenden wirtschaftswissenschaftlichen Fachzeitschriften veröffentlicht, Bücher verfasst und viele weitere herausgegeben. Seine zwei neuesten Bücher heißen „The Future of Europe: Reform or Decline“ (erschienen bei MIT Press, 2006) und „Fighting Poverty in the US and Europe: A World of Difference“ (erschienen bei Oxford University Press). Alberto Alesina ist seit acht Jahren Co-Editor des Quarterly Journal of Economics und Associate Editor zahlreicher anderer wissenschaftlicher Zeitschriften. Seine Arbeiten decken ein breites thematisches Spektrum ab: politische Konjunkturzyklen, die politische Ökonomie der Fiskalpolitik und Staatsverschuldung, der europäische Integrationsprozess, Stabilisierungsmaßnahmen in Hochinflationsländern, die Bestimmung der Größe von Staaten, Währungsunionen, wirtschaftspolitische Faktoren von Umverteilungsmaßnahmen, Unterschiede zwischen dem Konzept des Wohlfahrtsstaats in den USA und Europa und allgemeine Unterschiede zwischen den Wirtschaftssystemen in den USA und Europa sowie Faktoren für die Einrichtung unterschiedlicher Wahlsysteme. Er ist Research Fellow des CEPR.

Guido Tabellini ist Professor für Wirtschaft an der Mailänder Wirtschaftsuniversität Luigi Bocconi und steht dort dem IGIER vor. Davor lehrte er an der Stanford University und an der UCLA. Er ist ausländisches Ehrenmitglied der American Academy of Arts and Sciences, Fellow der Econometric Society und war einer der Preisträger des Yrjo Jahnsson Award der European Economic Association. Guido Tabellini ist Präsident der European Economic Association und Associate Editor des Journal of the European Economic Association. Er hat als Associate Editor am Journal of Public Economics, der European Economic Review und anderen internationalen Zeitschriften mitgewirkt.

Guido Tabellini war als wirtschaftspolitischer Berater der italienischen Regierung, des Europäischen Parlaments und der Abteilung Fiskalpolitik des Internationalen Währungsfonds tätig. Sein Forschungsschwerpunkt liegt auf der Untersuchung der Wirkung von politischen und politikgestaltenden Einrichtungen auf die Richtlinien der Politik und die Wirtschaftsleistung. Einen Großteil dieser aktuellen Forschung verdichtet er in zwei zusammen mit Torsten Persson verfassten Büchern: „Political Economics: Explaining Economic Policy“ (MIT Press, 2000) und „The Economic Effects of Constitutions“ (MIT Press, 2003). Er erwarb seinen Ph. D. in Wirtschaft im Jahr 1984 an der UCLA und ist Research Fellow des CEPR.

Wie das europäische Bankensystem zu retten ist

Daniel Gros

Direktor des Centre for European Policy Studies (CEPS), Brüssel

Um das europäische Bankensystem zu retten, brauchen wir eine mit allen Mitgliedsstaaten abgestimmte Vorgehensweise, die die großen Banken mit frischem Kapital ausstattet und im Rahmen derer jeder Staat die Kredite seiner Banken an andere EU-Banken garantiert.

In Europa hat sich eine schwere Bankenkrise entwickelt. Warum? Und was kann getan werden, um ihr zu begegnen?

Es gibt zwei miteinander verflochtene Gründe für die Probleme in Europa. Die großen Banken der Finanzzentren, die das Rückgrat des Interbankengeschäfts darstellen, verfügen nicht über genügend Kapital. Durch ihre dünne Kapitaldecke sind sie bereits bei kleinen Änderungen der Marktveränderungen gefährdet. Jedes Liquiditätsproblem verwandelt sich fast sofort in ein Solvenzproblem. Wegen dieser Verwundbarkeit vertrauen sich die Finanzinstitute gegenseitig nicht mehr und lähmen so den Interbankenmarkt.

Daher ist eine Doppelstrategie erforderlich:

- Rekapitalisierung der großen Banken
- Wiederherstellung des Interbankengeschäfts

Die aktuellen Maßnahmen der britischen Regierung gehen in die richtige Richtung, da sie beide Elemente enthalten: die Rekapitalisierung der Banken sowie Unterstützung für ihr Liquiditätsmanagement. Die italienische Regierung hat ebenfalls beschlossen, ihren Banken öffentliche Mittel zur Verfügung zu stellen, wenn sie frisches Kapital benötigen, und wahrscheinlich werden andere europäische Staaten folgen.

Dann bleibt als größtes Problem der nicht funktionierende Geldmarkt der Eurozone. Es kann nicht allein von der britischen Regierung gelöst werden, wenn auch ein Großteil dieses Markts in London abgewickelt wird.

Was benötigt wird (und von Großbritannien vorgeschlagen wurde), ist eine mit allen EU-Mitgliedsstaaten abgestimmte Vorgehensweise, im Rahmen derer jeder Staat die Kredite seiner Banken an andere EU-Banken garantiert. Die Wirkung wäre umso stärker, je mehr Länder sich an diesem Vorgehen beteiligen.

Das Prinzip dieses Vorgehens könnte sehr einfach sein: Jede teilnehmende Regierung würde für die Rückzahlung von Interbankenkrediten der eigenen Banken garantieren, und zwar

auch bei grenzüberschreitenden Krediten an Banken in anderen teilnehmenden Staaten. Die Garantie wäre voraussichtlich für eine begrenzte Zeit gültig und gegen eine Gebühr erhältlich. Angesichts der gegenwärtigen Kosten für die Absicherung des Kreditrisikos im Bankensektor könnte diese Gebühr hoch genug sein, um eine vollkommen ausreichende Versicherungsprämie darzustellen, ohne den Markt abzuwürgen.

Natürlich werden die Finanzminister einwenden, dass sie auf diese Weise einem inakzeptablen Risiko ausgesetzt werden. In Wirklichkeit wird sich das zusätzliche Risiko aber in Grenzen halten, da alle Regierungen bereits angekündigt haben, dass sie keine große Bank zusammenbrechen lassen würden. Daher haben die meisten Regierungen die Verbindlichkeiten ihrer eigenen Großbanken schon implizit garantiert.

Zudem scheinen Verluste aus Immobiliengeschäften in Europa relativ gering zu sein (außer in Spanien und Irland). Das bedeutet, dass das entscheidende Thema in Europa nicht der Ausgleich von massiven Verlusten, sondern vielmehr die Lösung eines Koordinationsproblems ist. Die europäischen G7-Mitglieder sollten sich bald auf ein solches Programm einigen, damit zumindest der Interbankenmarkt der Eurozone wieder in Bewegung kommt.

Über den Autor

Daniel Gros ist der Direktor des Centre for European Policy Studies (CEPS) in Brüssel. Er stammt ursprünglich aus Deutschland und studierte in Italien, wo er die Laurea in Economia e Commercio erwarb. Er studierte ebenfalls in den Vereinigten Staaten, wo er seinen M. A. und Ph. D. erhielt (University of Chicago, 1984). Er arbeitete beim Internationalen Währungsfonds in der Europa- und in der Forschungsabteilung (1983-1986), dann als wirtschaftspolitischer Berater der Generaldirektion II der Europäischen Kommission (1988-1990). Er lehrte am Europa-Kolleg Natolin und an verschiedenen europäischen Universitäten, beispielsweise an der Katholischen Universität Löwen, der Universität Frankfurt, der Universität Basel, der Wirtschaftsuniversität Luigi Bocconi, dem Kieler Institut für Weltwirtschaft und der Zentraleuropäischen Universität in Prag.

Seine gegenwärtige Forschung konzentriert sich auf den Einfluss des Euros auf Kapital- und Arbeitsmärkte sowie auf die internationale Funktion des Euros insbesondere in Zentral- und Osteuropa. Daniel Gros untersucht zudem den Übergang zur Marktwirtschaft und die EU-Osterweiterung (er hat die Kommission und mehrere Regierungen zu diesem Thema beraten). Außerdem war er von 1998 bis 2005 Berater des Europäischen Parlaments und von 2003 bis 2005 Mitglied des Conseil Economique de la Nation; von 2001 bis 2003 gehörte er dem Conseil d'Analyse Economique an (Beratungsorgane für den französischen Premier- und Finanzminister). Seit 2002 ist Daniel Gros Mitglied des vom Handelsblatt organisierten Shadow Council, und seit April 2005 steht er dem San Paolo IMI Asset Management vor.

Er ist Herausgeber von *Economie Internationale* und *International Finance*. Er hat zahlreiche Beiträge in internationalen wissenschaftlichen und politikorientierten Zeitschriften veröffentlicht und zahlreiche Monografien sowie vier Bücher verfasst.

Was ist zu tun – und von wem? Fünf unterschiedliche Initiativen

Avinash Persaud
Vorsitzender von Intelligence Capital

Fünf verschiedene nationale und internationale Initiativen sind erforderlich, um die Krise einzudämmen, einige ihrer Auswirkungen rückgängig zu machen und eine Wiederholung zu verhindern.

Fünf verschiedene nationale und internationale Initiativen sind erforderlich, um die Krise einzudämmen, einige ihrer Auswirkungen rückgängig zu machen und eine erneute Krise zu verhindern. Die nationalen Regierungen sind am besten positioniert, um die Krise umgehend einzudämmen, internationale Maßnahmen sind zur Verhinderung einer erneuten Krise unerlässlich, und die Kombination von beidem eignet sich am besten zur Umkehrung bestimmter Auswirkungen der Krise.

Nationale Behörden können die Krise am wirkungsvollsten durch zwei Maßnahmen einzudämmen.

Erstens, wie von Willem Buiter vorgebracht, müssen sie die Interbankenmärkte wieder in Gang bringen, indem sie eine zeitlich begrenzte Garantie für ungedeckte Kredite mit kurzen Laufzeiten zwischen Finanzinstituten, die den Aufsichtsbehörden unterstehen, übernehmen. Der direkte Eingriff von Zentralbanken in den Interbankenmarkt ist dagegen kostenintensiver und weniger erfolgversprechend.

Zweitens sollten nationale Behörden über Vorzugsaktien Kapitalspritzen an Not leidende Finanzinstitute vergeben, unter der Bedingung, dass „alte“ Ansprüche teilweise gegen Eigenkapital umgetauscht werden. Ein solcher Eingriff wird im Fall von Europa am besten zu Marktbedingungen durchgeführt. Die Europäische Investitionsbank ist möglicherweise eine geeignete Institution für diese Aufgabe.

Ein entscheidender Aspekt der gegenwärtigen Krise ist die Ausschöpfung des Eigenkapitals der Banken durch die Wertberichtigung von Finanzanlagen in einer Größenordnung, die viele Banken bei einer Mark-to-Market-Bewertung an den Rand der Insolvenz bringt. Diese Wertberichtigungen werden durch die gezwungenermaßen niedrigen Preise verursacht, die erzielt werden, wenn heute Finanzinstrumente verkauft werden, deren Wert aufgrund ihrer Komplexität und der mit ihrem Rating verbundenen Ungewissheit auf dem Markt nur schwer festgesetzt werden kann. Dies führt zur nächsten notwendigen Initiative.

Diese dritte Maßnahme, die die Behörden ergreifen sollten, ist die Unterstützung einer schneller wirkenden Umkehrung dieses Prozesses durch Erleichterungen bei der Schaf-

fung von langfristigen Liquiditätsfonds, um so wie John Pierpont Morgans Investmentgesellschaften im Jahr 1907 Aktien aufzukaufen. Diese Fonds werden am sinnvollsten von Unternehmen mit langfristigen Verbindlichkeiten wie Versicherungsunternehmen und Fonds mit Haltefrist verwaltet, aber die Behörden sollten diese Liquiditätsfonds außerdem durch die Ausgabe von zehnjährigen Staatsanleihen mit Kapital ausstatten. Gemäß den geltenden Vorschriften würden diese Fonds nicht die Mark-to-Market-Methode anwenden, und es ist besser, wenn langfristig orientierte Investoren, nicht aber Staaten, Vermögenswerte zu marktüblichen Bedingungen kaufen. Diese Liquiditätsfonds müssen international tätig werden und daher auch staatenübergreifend mit Kapital ausgestattet und organisiert werden. Die Koordinierungsfunktion könnte vom IWF ausfüllt werden.

Ausblick auf die nächste Krise

Die gegenwärtige internationale Finanzkrise ist die siebte, die ich erlebe. Nach jeder dieser Krisen stand zur Verhinderung einer weiteren Krise stets das folgende Trio im Blickpunkt: mehr Transparenz, genauere Auskünfte und besseres Risikomanagement. Doch das ist eine unzulängliche Antwort auf systemische Krisen. Im Mittelpunkt von neuen international koordinierten Regulierungsinitiativen muss die Aufstellung antizyklischer Eigenkapitalanforderungen stehen (nach Goodhart und Persaud 2008), denn Krisen treten nicht zufällig auf – sie folgen stets einem wirtschaftlichen Boom. Das ist die vierte Maßnahme, die ich empfehle.

Doch es muss ebenfalls ein Umdenken bei der Gestaltung der Regulierungspolitik geben, weg von der Sensitivität gegenüber dem Marktpreis des Risikos und der Idee einer Gleichbehandlung aller Beteiligten hin zu einer Sensitivität gegenüber der Risikofähigkeit und der Erkenntnis, dass Diversität der entscheidende Faktor für Liquidität ist. Das ist der fünfte Schritt.

Systemische Belastbarkeit erfordert Verbleiben von Risiken dort, wo es eine natürliche Kapazität für die jeweilige Risikoart gibt. Als Folge der Sensitivität gegenüber Risiko und Gleichbehandlung fanden wir uns zum einen mit Finanzinstituten wieder, die ein Liquiditätsrisiko aufwiesen und denen Liquidität fehlte, und zum anderen mit solchen, die ein Kreditrisiko aufwiesen und daher die Liquidität kaum absichern oder diversifizieren konnten.

Literaturangaben

Charles Goodhart und Avinash Persaud (2008): „How to avoid the next crash“, *Financial Times*, 30. Januar.

Über den Autor

Avinash Persaud ist in London und New York im Finanzsektor, in der Wissenschaft und Politik tätig. Er ist momentan Vorstandsvorsitzender des Finanzberaters Intelligence Capital und Vorstandsmitglied von drei Investment-Boutiquen. Davor war er Geschäftsführer von State Street Corporation sowie Leiter der Abteilung Währungs- und Rohstoffmärkte bei

J. P. Morgan und Direktor der Forschungsabteilung für festverzinsliche Wertpapiere bei UBS. Seine analytischen Innovationen brachten ihm für mehr als ein Jahrzehnt bei weltweiten Investorenumfragen einen Rang unter den drei besten Währungsanalysten ein.

Avinash Persaud ist gewähltes Ratsmitglied bei der Royal Economic Society und emeritierter Professor des Gresham College. Er ist Direktor und Ratsmitglied der London School of Economics & Political Science, Kovorsitzender des Emerging Markets Network der OECD sowie stellvertretender Vorsitzender des Overseas Development Institute. Er war Gastforscher beim IWF und der EZB und wurde zum Direktor der 65.000 Mitglieder umfassenden Global Association of Risk Professionals gewählt. Im Jahr 2000 wurde er vom Institute of International Finance (Washington) mit dem Jacques de Larosière-Preis in Global Finance ausgezeichnet.

Was nun?

Douglas W. Diamond, Anil K. Kashyap und Raghuram G. Rajan
Graduate School of Business der University of Chicago

Wenn sich die Panik der zweiten Oktoberwoche verstärkt, müssen die Regierungen darauf gefasst sein, ihr mit verstärkten Kontrollen, frischem Kapital und Abwicklungen entgegenzuwirken. Ein Stabilisierungsplan zur Überbrückung könnte darin bestehen, die kurzfristigen Verbindlichkeiten aller Banken zu garantieren, ihre Vermögenswerte zu überprüfen und dann Ordnung ins Chaos zu bringen.

Wir befinden uns mitten in einer Bankenpanik, die durch Zweifel an der Qualität der Vermögenswerte von Banken und an der angemessenen Ausstattung mit Bankkapital hervorgerufen wurde. Das Interbankengeschäft existiert nicht mehr, und die Kreditvergabe an Nichtbanken kommt zum Stillstand. Die Finanzintermediäre müssen ihre Funktion wieder erfüllen, damit eine tiefe Rezession vermieden wird. Das traditionelle Rezept zur Beendigung einer Panik ist ein automatisches Moratorium (oder Veräußerungs- und Zahlungsverbot), das es Gläubigern einstweilen unmöglich macht, ihr Geld abzuziehen. So kann Zeit gewonnen werden, in der die Behörden die Banken prüfen, über ihre Zahlungsfähigkeit entscheiden, die instabilsten Banken abwickeln oder mit frischem Kapital versorgen und so die Panik beenden können. Heute ist jedoch außer im Falle einer Bankinsolvenz ein solches Zahlungs- und Veräußerungsverbot für kurzfristige Verbindlichkeiten oder Einlagen unmöglich.

Vielelleicht werden die verschiedenen in den letzten Tagen übernommenen Garantien die Panik beenden. Doch wir müssen auch auf das Gegenteil gefasst sein. Wenn die Panik weitergeht, kann sie mit den traditionellen Instrumenten wie Überprüfung, Zertifizierung, Rekapitalisierung oder Verkauf von Vermögenswerten angehalten werden. Die Schwierigkeit besteht in der Ausarbeitung eines Programms, das dies unter Einhaltung der Vorschriften und ohne einen verstärkten Anreiz für den Rückzug kurzfristiger Investoren erreicht.

Mit unserem Vorschlag sollen die Behörden Zeit gewinnen, indem die kurzfristigen Verbindlichkeiten aller Banken zeitweilig abgesichert werden. Dies würde bedeuten, dass alle in den nächsten drei Monaten fälligen Einlagen staatlich garantiert wären und um bis zu fünf Monate verlängert werden könnten. Um Wetten zu verhindern, müsste der Vermögenszuwachs auf das normale Kreditwachstum beschränkt werden. Die Auszahlung von Dividenden müsste unterbrochen werden.

Die Auszeit würde dazu genutzt, die Qualität der Vermögenswerte zu überprüfen und eine angemessene Ausstattung mit Kapital sicherzustellen. Begonnen würde mit Kurzprüfungen der Vermögenswerte von Banken und der Zeitwertbilanzierung unter Einsatz von zwischen Banken üblichen Preisannahmen (über dem Niveau von Notverkaufspreisen), mit dem Ziel, den Eigenkapitalwert der Banken festzustellen. Die Banken würden aufge-

fordert, zusätzliches Kapital aufzunehmen, wobei das aufgenommene Kapital gegenüber dem bereits existierenden Vorrang hätte (evtl. mit Ausnahme kürzlich aufgenommenen Kapitals). Für den Fall, dass die Banken in der Folge abgewickelt werden müssen oder eine staatliche Finanzspritze brauchen, benötigen die neuen Investoren die Zusicherung, dass sie geschützt werden (und ihr Vorrang anerkannt wird); sonst werden sie nicht mitwirken. Banken, die mit mehr Kapital aus diesem Prozess hervorgehen als andere, könnten die Mittel zum Kauf schwächerer Banken nutzen. Die schwächsten Banken, die nicht aufgekauft werden, würden abgewickelt. Wenn sich herausstellt, dass bestimmte Banken insolvent sind, obwohl ihre Kernkompetenzen wie die Kenntnis lokaler Gegebenheiten einen Wert haben, könnten sie Bankrott machen und vom Staat frisches Kapital erhalten (ohne dass die kurzfristigen Investoren Verluste erleiden).

Dieser Plan sollte als Überbrückungslösung angesehen werden. Möglicherweise werden die Aufkäufe von Vermögenswerten unter dem Troubled Asset Relief Program letztendlich dabei helfen, dass einerseits die Banken verkaufen können, ohne die Preise zu drücken, und dass andererseits der Markt und die Behörden Banken bewerten können. Ebenso könnten Maßnahmen zur Stabilisierung der Immobilienpreise, wenn sie in großem Maßstab eingesetzt werden, Einfluss auf die Qualität der Vermögenswerte von Banken entfalten. Doch diese Lösungsansätze sind nicht kurzfristig umsetzbar und nur dann hilfreich, wenn Investoren daran glauben, dass sie den Ansturm auf die Banken beenden und die Banken zahlungsfähig machen. Angesichts der täglich wachsenden Anzahl an gefährdeten Finanzinstituten muss der Stabilisierung des Bankensystems oberste Priorität eingeräumt werden.

Über die Autoren

Douglas W. Diamond ist Merton H. Miller Distinguished Service Professor für Finanzwirtschaft an der Graduate School of Business der University of Chicago. Sein Schwerpunkt liegt auf der Untersuchung von Finanzintermediären, Finanzkrisen und Liquidität. Er arbeitete während seiner Graduiertenphase für das Direktorium des US-Zentralbankensystems. Er ist Gastforscher an der Federal Reserve Bank of Richmond. Douglas W. Diamond war Präsident der American Finance Association und der Western Finance Association und ist Fellow der Econometric Society, der American Academy of Arts and Sciences und der American Finance Association.

Anil K. Kashyap ist Professor an der Graduate School of Business der University of Chicago, Berater für die Federal Reserve Bank of Chicago und für das Cabinet Office des japanischen staatlichen Forschungsprojekts „Japan's Bubble, Deflation and Long-term Stagnation“. Er forscht auf den Gebieten Bankwesen, Konjunktur- und Geldpolitik. Drei Jahre arbeitete er als Ökonom für das Direktorium des US-Zentralbankensystems und ist wissenschaftliches Mitglied der Bellagio Group (deren nicht wissenschaftliche Mitglieder die stellvertretenden Zentralbankpräsidenten und Vize-Finanzminister der G7-Länder sind). Anil K. Kashyap ist Mitbegründer des US Monetary Policy Forum.

Raghuram G. Rajan ist Professor an der Graduate School of Business der University of Chicago und war vorher als Chefökonom beim Internationalen Währungsfonds tätig (2003-2006). Er hat an der Northwestern University, am Massachusetts Institute of Technology und an der Stockholm School of Economics gelehrt. Er beriet zudem das indische

Finanzministerium, die Weltbank, den US-Zentralbankvorstand, eine schwedische parlamentarische Kommission und verschiedene Finanzinstitute. Zusammen mit Luigi Zingales verfasste er das Buch „Saving Capitalism from the Capitalists“. 2003 erhielt er den erstmals vergebenen Fischer Black Prize.

Herausbildung einer Strategie: Das richtige Vorgehen zur Bekämpfung der Krise

Richard Portes
London Business School, Präsident des CEPR

Die britische Strategie zur Rekapitalisierung der Banken und zur Belebung der Finanzmärkte ist der richtige Ansatz. Sie sollte den Ausgangspunkt für ein international koordiniertes Vorgehen der G7/8-Staaten bilden.

Die akute Phase der Krise wurde durch den Zusammenbruch von Lehman Brothers ausgelöst. Dies, ebenso wie die damit verbundene Verwirrung an den Märkten über das weitere Vorgehen der Regierung, verursachte einen steilen Anstieg des empfundenen Kreditrisikos, was die Geld- und Kapitalmärkte vollständig zum Erliegen brachte. Die allgemeine Verunsicherung führte zu der weit verbreiteten Erkenntnis, dass viele Geschäftsbanken über zu wenig Kapital verfügen und dass die weitere Unterbietung der Vermögenswerte durch Notverkaufspreise und die entsprechende Mark-to-Market-Bewertung ihre Eigenkapitalbasis aufzehren würden.¹

Der Paulson-Plan (US Emergency Economic Stabilisation Act, EESA) setzte den Akzent auf die Schaffung eines Markts für faule Vermögenswerte. Das ist wichtig, auch wenn es vielleicht bessere Methoden gibt. Doch die dringendsten Themen sind *die Rekapitalisierung von Banken und die Versorgung der Finanzmärkte mit Liquidität*.

Finanzminister Paulson hat betont, dass der EESA es dem Finanzministerium ermöglicht, „Finanzinstituten Kapitalspritzen zu verabreichen“. Das ist die Richtung, in die die USA und Europa gehen sollten. Die Wirkung von in das Eigenkapital von Banken investierten Mitteln wird dadurch verstärkt, dass Gläubiger und Einleger daraufhin bereit sind, der Bank weiteres Kapital zur Verfügung zu stellen; dies wird dann das übermäßige Angebot an unter Druck geratenen Wertpapieren überproportional verringern. Und *die Rekapitalisierung durch öffentliche Mittel kann mit Garantien für die Geldmärkte verbunden werden*.

Die neuen Maßnahmen zur Belebung des Interbankenmarkts umfassen das Versprechen der EZB, bei ihren wöchentlichen Hauptfinanzierungsgeschäften unbegrenzte Mittel zum Leitzins (momentan 3,75 %) anzubieten, sowie die neue Commercial Paper Funding Facility der Fed, in deren Rahmen eine Zweckgesellschaft der Fed gesicherte und ungesicherte Schuldverschreibungen mit dreimonatiger Laufzeit aufkaufen wird. Dies sind

¹ Die Anzeichen dafür sind deutlich: TED- und LIBOR-OIS-Spreads, der VIX auf Rekordhöhe; Spalten in den CDS-Spreads, sogar für die namhaftesten Unternehmen; kein ungesichertes Interbankengeschäft, auch nicht über Nacht; Banken leihen von der EZB und legen die Mittel (zu einem niedrigeren Zinssatz) wieder dort an, statt sie weiterzuverleihen, weil Liquidität höchste Priorität hat; Absturz der Preise für Bankaktien.

sinnvolle, aber kurzfristige Maßnahmen, die nicht mit der Rekapitalisierung im Zusammenhang stehen.

Das britische Maßnahmenpaket: Der richtige Weg, aber hoffentlich nicht zu spät

Die britische, am 8. Oktober angekündigte Vorgehensweise liefert detaillierte Vorgaben, die die zwei dringendsten Themen verbinden. Die Regierung hat einer Vielzahl von „teilnahmeberechtigten Instituten“ Kapitalspritzen in Form von Vorzugsaktien oder PIBS (Anteilsscheine mit festem Zinssatz) angeboten, und die wichtigsten Banken haben bereits ihre Teilnahme erklärt. Dabei gibt es Sicherheitsvorkehrungen zur Wahrung des öffentlichen Interesses.

Zusätzlich zum Vorrecht einer bedeutenden Kapitalbeteiligung wird es spezifische Bedingungen bezüglich Dividendenauszahlungen, der Vergütung von Führungskräften und der Kreditpolitik geben. Zwar bedeutet dieses Vorgehen ein Risiko für den Steuerzahler, es kann jedoch auch eine Chance sein. Bei Banken ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis momentan so niedrig, dass man durchaus erwarten kann, dass der Wert des Anteilskapitals langfristig steigen wird.

Banken, die geeignetes Kapital vom Staat oder anderen Quellen aufnehmen, haben ein Anrecht auf eine Staatsgarantie (zu „Marktkonditionen“) für die Ausgabe neuer ungesicherter Anleihen, „um die Refinanzierung zahlbarer Interbanken-Verbindlichkeiten zu unterstützen, wenn diese fällig werden“. Diese Maßnahme sollte insbesondere bei der Beseitigung des Kreditrisikos, das die Finanzmärkte zum Erliegen gebracht hat, weit genug ausgebaut werden.

Das ist endlich der richtige Weg – und es ist vielleicht noch nicht zu spät. Andere Länder sollten sorgfältig prüfen, wie sie diese Maßnahmen an nationale Gegebenheiten anpassen können. Es wäre mehr als bedauernswert, wenn eine voreingenommene Haltung oder Politik derartige Initiativen anderswo in Europa verhindern würde – nur damit Staaten später merken, dass sie eine Kehrtwende vollziehen oder schlecht konzipierte Alternativen umsetzen müssen.

Die Gefahren für das europäische Finanzsystem und die Realwirtschaft sind nunmehr klar und präsent. Sie erfordern eine gezielte Strategie statt kurzfristiger, meist unkoordinierter Reaktionen, wie wir sie bisher in Großbritannien und anderen Staaten beobachtet haben. Die neuen britischen Vorschläge legen das Fundament für eine Strategie, die die G7 und internationale Institutionen unterstützen und fördern sollten.

Über den Autor

Richard Portes ist Professor für Wirtschaft an der London Business School und Gründer und Präsident des Centre for Economic Policy Research (CEPR), Directeur d'Etudes an der Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Generalsekretär der Royal Economic Society und Senior Editor und Kovorsitzender des Board of Economic Policy. Er ist Fellow der Econometric Society und der British Academy. Außerdem gehört er der Group of Economic Policy Advisers des Europäischen Kommissionspräsidenten, dem Lenkungsko-

mitee der Euro50Group und der Bellagio Group zu Internationaler Wirtschaft an. Richard Portes war Rhodes Scholar und Fellow des Balliol College (Oxford) und hat auch in Princeton, Harvard und Birkbeck College (University of London) gelehrt. Er war Distinguished Global Visiting Professor an der Haas Business School der University of California (Berkeley) und Joel Stern Visiting Professor of International Finance an der Columbia Business School. Seine aktuellen Forschungsfelder umfassen internationale Makroökonomik, internationale Finanzwirtschaft, europäische Wertpapiermärkte und die europäische Integration. Er veröffentlichte zahlreiche Beiträge zu den Themen Globalisierung, Staatsverschuldung, europäische Geldpolitik, europäische Finanzmärkte, internationale Kapitalströme, Planwirtschaft und Transformation, makroökonomische Ungleichgewichte und europäische Integration.

Die Notwendigkeit einer umfassenden und globalen Lösung

Stijn Claessens
IMF, Universität von Amsterdam und CEPR

Über mehr Transparenz, Garantien und Kapitalspritzen hinaus wird eine internationale Abstimmung der politischen Vorgehensweisen dringend benötigt, um das Vertrauen an den Märkten wiederherzustellen.

Wir sind mit einer globalen Finanzkrise konfrontiert, und vom Treffen der Politiker in dieser Woche in Washington werden dringend große Fortschritte erwartet. Es hat sich eindeutig herausgestellt, dass die bisherigen politischen Eingriffe das Vertrauen auf den Märkten nicht wiederhergestellt haben. Manchmal haben diese kurzfristigen Maßnahmen sogar eher für mehr Turbulenzen gesorgt. Ein umfassender globaler Ansatz ist daher erforderlich. Er muss die grundlegenden Probleme des Finanzsektors – fehlende Liquidität an den Märkten, Zweifel am Wert von unter Druck geratenen Vermögenswerten und offensichtlicher Kapitalmangel – sowie die der Krise zugrunde liegenden Verluste (besonders auf dem Immobilienmarkt) angehen und auf alle Märkte weltweit angewendet werden.

Was ist das aktuelle Problem? Kurz gesagt: Vertrauensmangel. Finanzinstitute wissen nicht, wo die Verluste liegen. Auch wenn ein Finanzinstitut weiß, dass die eigene Bilanz in Ordnung ist, kann es sich nicht darauf verlassen, dass es kein Kreditrisiko aufweist (oder durch die Probleme Dritter in Mitleidenschaft gezogen wird). Der Vertrauenskrise und dem Risiko einer wirtschaftlichen Abwärtsspirale mit enormen Ausfallraten von Unternehmen liegt das Problem hoher Verluste an US-amerikanischen und anderen Immobilienmärkten zu Grunde. In diesem Klima des Misstrauens, der Unsicherheit und des Kapitalmangels werden Standard-Vorgehensweisen nicht ausreichen. Was ist zu tun?

- Erstens bedeutet der Vertrauensmangel, wie es einige Staaten erkannt haben, dass explizite Staatsgarantien für finanzielle Verbindlichkeiten fast unvermeidbar sind.

Doch darf man sich nicht täuschen lassen: Derartige Garantien verschaffen lediglich einen Zeitgewinn und können sich als sehr teuer für den Staat erweisen. Sie müssen zeitlich begrenzt werden und Sicherheitsvorkehrungen gegen riskante Verhaltensweisen enthalten, beispielsweise verstärkte Überprüfungen und die Begrenzung angebotener Zinssätze für Einlagen, und zudem auf integrierten Märkten wie der Eurozone gut abgestimmt werden.

- Zweitens muss angesichts der Reichweite des Problems und der Schwierigkeiten bei der Bewertung von Vermögenswerten auf manchen Märkten der Staat unter Druck geratene Vermögenswerte aus den Büchern der Banken entnehmen und die Anerkennung von Verlusten durchsetzen.

Transparent durchgeführte Käufe von Vermögenswerten zu Marktpreisen würden eine Preisuntergrenze festsetzen und so dabei helfen, den Wert von Finanzinstituten zu klären, wodurch Spielraum für die Aufnahme frischen Kapitals geschaffen wird.

- Drittens brauchen alle Arten von Finanzinstituten zusätzliches Kapital, ganz besonders aber die Banken.

Es ist offensichtlich, dass privates Kapital unter den gegenwärtigen Bedingungen knapp ist, und allein die Anerkennung von Verlusten wird vielleicht nicht zu privaten Finanzspritzen führen. Zahlreiche Regierungen haben bereits Unterstützung für systemrelevante Finanzinstitute angekündigt. Doch der Staat sollte unter Druck geratene Finanzinstitute nicht einfach retten; sie sollten vielmehr proaktiv mitarbeiten. Wie es auf manchen Märkten bereits diskutiert wird, ist öffentliches Kapital in großem Maßstab erforderlich. Der Staat sollte Finanzinstitute unterstützen, die systemrelevant sind und über Franchise-Value verfügen.

Eine Strategie, die in vergangenen Krisen erfolgreich war, ist die Ergänzung von neuen privaten Kapitalaufnahmen durch staatliches Kapital, was eine Einschätzung des Marktes voraussetzt. Und die Staaten sollten angemessen für diese Rolle entschädigt werden und ihre Interessen mit strengen Kontrollrechten schützen.

- Viertens ist wesentlich mehr internationale Kooperation notwendig.

Zu viele der aktuellen Maßnahmen wurden vor dem Hintergrund starker nationaler Interessen getroffen, und besonders in Europa wurde nicht genügend unternommen, um negative Auswirkungen auf andere Staaten zu verhindern. Eine verstärkte politische Abstimmung wird der notwendige Ausgangspunkt sein, aber sie muss durch konkrete gemeinsame Aktionen umgesetzt werden. Ein multilateraler Fonds für die Unterstützung von systemrelevanten Banken mit stark grenzüberschreitenden Tätigkeiten kann als Instrument zur Erreichung dieses Zusammenhalts fungieren.

Über den Autor

Stijn Claessens ist stellvertretender Direktor der Forschungsabteilung des Internationalen Währungsfonds, wo er die Abteilung Finanzstudien leitet. Er ist zudem Professor für Internationale Finanzpolitik an der Universität Amsterdam, wo er drei Jahre lang gelehrt hat (2001-2004). Der Niederländer hat einen Ph. D. in Betriebswirtschaft von der Wharton School der University of Pennsylvania (1986) und einen M. A. von der Erasmus-Universität Rotterdam (1984). Zu Beginn seiner Laufbahn lehrte er an der Business School der New York University (1987) und arbeitete dann 14 Jahre lang in verschiedenen Positionen bei der Weltbank (1987-2001). Vor seiner aktuellen Tätigkeit war er Senior-Berater des Vizepräsidenten für den Finanz- und Privatsektor bei der Weltbank (2004-2006). Sein politisches und wissenschaftliches Interesse umfasst Unternehmensfinanzierung, Unternehmensführung, Internationalisierung von Finanzdienstleistungen und Risikomanagement. Während seiner gesamten Laufbahn ist Stijn Claessens als Politikberater für Schwellenländer in Lateinamerika und Asien und für Transformationsländer tätig gewesen. Seine Forschungsergebnisse wurden im Journal of Financial Economics, Journal of Finance und dem Quarterly Journal of Economics veröffentlicht. Er hat mehrere Bücher herausge-

geben, darunter „*International Financial Contagion*“ (Kluwer 2001), „*Resolution of Financial Distress*“ (World Bank Institute 2001) und „*A Reader in International Corporate Finance*“ (World Bank). Er ist Fellow des Londoner CEPR.

Das Wesen von Koordination

Barry Eichengreen

University of California (Berkeley) und CEPR

Der Zeitpunkt zum Handeln ist gekommen. Leere Versprechungen werden die Panik nur verstärken. Wir brauchen abgestimmte Maßnahmen, um den Banken zu helfen – die weltweiten politischen Entscheider, allen voran die USA, sollten es dem britischen Plan zur Rekapitalisierung gleich tun.

Wenn die Ereignisse der letzten Wochen etwas Gutes hatten, dann die Erkenntnis, dass wir alle in einem Boot sitzen. Diese Krise ist global. Wir werden zusammen schwimmen oder untergehen. Die hastige Entscheidung der G7/8-Finanzminister für das Treffen in Washington letzten Freitag ist das späte Eingeständnis dieser Tatsache.

Doch eines haben wir aus kürzlichen erfolglosen Rettungsversuchen gelernt: Bloße Absichtserklärungen sind nicht genug. Sie können sogar kontraproduktiv wirken, wenn ihnen keine Taten folgen. Sehen die Marktteilnehmer nur leere Versprechungen, schließen sie daraus, dass die Regierungen sich nicht auf eine Vorgehensweise einigen können – und die Abwärtsspirale dreht sich noch schneller.

Das ist die Gefahr, die Ende dieser Woche bei der Veröffentlichung des Kommuniqués durch die G7/8-Politiker zum abgestimmten Vorgehen gegen die Krise droht. Wenn sie einfach sagen: „Wir werden zusammenarbeiten, um die Kreditmärkte zu beleben und den Interbankenmarkt wieder in Schwung zu bringen“, dann ist das nur die Wiederholung einer Selbstverständlichkeit. Ihre leeren Pläritüden werden die Märkte weiter demoralisieren.

Auf welche spezifischen Maßnahmen sollte man sich also einigen? Ein abgestimmtes Programm zur sofortigen Rekapitalisierung der Bankensysteme muss oberste Priorität haben. Großbritannien hat gezeigt, wie dies innerhalb von Tagen erreicht werden kann. Die sofortige Umsetzung eines derartigen Plans durch die G7-Länder, zusammen mit anderen europäischen Staaten, ist dringend erforderlich. Andernfalls wird das Problem lediglich verlagert, nicht aber gelöst. Jetzt, da britische Banken gestärkt wurden, werden ihnen Mittel aus anderen Ländern zufließen. Großbritanniens unilaterale Rekapitalisierung der Banken ist der unilateralen irischen Staatsgarantie für alle Einlagen insofern überlegen, als Erstere an der Wurzel des gegenwärtigen Problems anpackt und nicht nur die Symptome lindert. Doch sie schafft die gleiche Gefahr einer Abhilfe auf Kosten anderer Länder.

Bei grenzüberschreitend tätigen Banken stellt sich außerdem die Frage, welche Steuerzahler für ihre Rekapitalisierung aufkommen sollen. Dies schafft ein gefährliches Trittbrettfahrerproblem, das dringend angegangen werden muss. Doch wie uns unsere isländischen Freunde in Erinnerung rufen, steht wesentlich mehr auf dem Spiel als Gerechtigkeit den Steuerzahlern gegenüber. In Fällen wie UBS und Credit Suisse, deren Bilanzsumme je-

weils ein Vielfaches des Schweizer BIP darstellt, stößt man an die Grenzen der staatlichen Möglichkeiten. Auch wenn Länder wie die Schweiz Maßnahmen zu ergreifen versuchen, könnten die fiskalischen Auswirkungen so besorgniserregend sein, dass Investoren flüchten. Das vom Staat konzentriert eingebrachte Kapital könnte sich so gleich wieder auflösen. Das ist es im Wesentlichen, was das österreichische und deutsche Bankensystem scheitern ließ, als diesen Ländern 1931 ausländische Hilfe verwehrt wurde.

Wie Fortis und Dexia gezeigt haben, ist die Verteilung der Lasten kein unlösbares Problem, aber diese Notwendigkeit sollte im Communiqué für die Ankündigung des gemeinsamen Rekapitalisierungs-Vorgehens explizit angesprochen werden. Und zur Unterstützung von Ländern, für die selbst ein Teil der Last zu schwer ist, sollte der IWF angewiesen werden, besondere kostengünstige Kredite anzukündigen, die Mittel zum Zweck der Rekapitalisierung von Banken bereitstellen. Die Schweiz, Schweden, Island und Korea könnten unter den ersten Interessenten sein, wenn die Märkte am Montag wieder öffnen.

Während Großbritannien die Vorlage liefert hat, müssen die USA die Führerschaft übernehmen. Wie inzwischen allgemein anerkannt wird, hat der Paulson-Plan die Märkte nicht beruhigen können, weil er den Kapitalbedarf der Banken nicht direkt und glaubwürdig genug anging. Die Rekapitalisierung der Banken ohne eine Kapitalbeteiligung hätte die Zahlung überhöhter Preise für die aufzukaufenden Vermögenswerte erfordert, und das ist mehr als sich der Kongress drei Wochen vor landesweiten Wahlen vernünftigerweise erlauben kann. Zudem werden das Finanzsystem und die Wirtschaft noch mehr Schaden erlitten haben, bis das US-Finanzministerium seine schlauen Köpfe zusammengerufen hat und sinnvolle Auktionen ausgearbeitet hat. Wir können nicht auf die nächste Regierung warten. Wir können nicht einmal warten, bis die gegenwärtige Regierung den Kongress zur nächsten Sitzung zusammengerufen hat, um Anhörungen über Plan B zu beginnen.

Die Bush-Administration sollte daher von der Idee abrücken, faule Vermögenswerte aufzukaufen zu wollen. Sie sollte vielmehr den Interpretationsspielraum des TARP nutzen, in dem auch über Equity Warrants gesprochen wird, um direkt Kapital in die Banken einzuschießen. Wenn dies umgehend durchgeführt wird, werden vielleicht nicht die gesamten 700 Milliarden US-Dollar benötigt. Wobei das Wörtchen „vielleicht“ nicht außer Acht gelassen werden darf. Auch wenn die USA sich dabei so bereitwillig zeigen wie Großbritannien, bedeutet eine proportionale Anpassung des britischen Programms, dass 500 Milliarden US-Dollar an frischem Kapital in den Bankensektor gepumpt werden müssen. Jedenfalls gibt es keinen Grund, Geld für Nebensächlichkeiten wie Reverse Auctions („umgekehrte Auktionen“) auszugeben. Außerdem ist die Beteiligung der USA unabdingbar für den Erfolg eines solchen Programms und überhaupt für eine Einigung auf einen international abgestimmten Plan zur Rekapitalisierung der Banken.

Die genannten Maßnahmen müssen durch weitere Initiativen ergänzt werden. Die Aufsichtsbehörden müssen insolvente Finanzinstitute sofort unter ihre Obhut stellen, damit keine Steuergelder verspielt werden. Bedarf für derartige Schritte wird sich auf jeden Fall ergeben. Sie müssen jetzt deutlich beschleunigt werden.

Das wird sicherlich einen politischen Sturm entfachen. Finanzminister Paulson wird heftigste Kritik dafür entgegenschlagen, dass er die Gewaltentrennung mit Füßen trete und Steuergelder riskiere. Während der letzten Finanzkrise dieses Ausmaßes legte Franklin Delano Roosevelt das Bankensystem still, schaffte den Goldstandard ab und hob Gold-

klauseln in privaten Verträgen auf – und all dies innerhalb von Tagen. Dafür wurde er heftig kritisiert. Doch er zeigte Führungsstärke. Noch ist es nicht zu spät, um festzustellen, ob davon etwas übrig ist in den USA.

Daneben gibt es andere kreative Ideen. Die Zentralbanken könnten die Zinsen um weitere 50 Basispunkte senken. Sie könnten Garantien für Interbankeneinlagen bereitstellen. Sie könnten es der Fed gleich tun und eine Preisuntergrenze für ungesicherte Wertpapiere ziehen. Doch die Zentralbanken haben ihre Möglichkeiten so gut wie ausgeschöpft. Die Lösung des Problems liegt nun bei den Regierungen und Finanzministern. Letztere müssen jetzt dringend konkrete Schritte koordinieren.

Über den Autor

Barry Eichengreen ist George C. Pardee and Helen N. Pardee Professor of Economics und Professor für Politikwissenschaft an der University of California (Berkeley). Er ist Fellow der American Academy of Arts and Sciences und Mitglied der Bellagio Group, die aus Wissenschaftlern und Wirtschaftsvertretern besteht. Er war als Senior Policy Advisor beim IWF tätig. Seine Forschungsinteressen decken ein breites Spektrum ab und umfassen Zins- und Kapitalströme, den Goldstandard und die Weltwirtschaftskrise, europäische Wirtschaftspolitik, die asiatische Integration und Entwicklung mit dem Schwerpunkt Zinsen und Finanzmärkte, den Einfluss Chinas auf die internationale Wirtschaft und das internationale Finanzsystem sowie die IWF-Politik der Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft.

Warum die Staaten eine umfassende und koordinierte Antwort geben müssen

Charles Wyplosz
Graduate Institute Genf und CEPR

Verschiedene Staaten sind dabei, faule Vermögenswerte aufzukaufen, Banken zu rekapitalisieren, den Interbankenmarkt in Bewegung zu bringen und Einlagen zu garantieren. Sie sollten diese vier Maßnahmen innerhalb eines umfassenden Plans und international abgestimmt durchführen.

Die Pleite von Lehman Brothers hat zwei Dinge aufgezeigt: Erstens darf nicht zugelassen werden, dass Banken einfach zusammenbrechen, und zweitens wird ein unsystematisches Vorgehen das Bankensystem nicht einmal in einen nur minimal funktionsfähigen Zustand versetzen. Die daraus zu ziehende Lektion lautet: Es muss einen Rettungsplan geben. Das Überschwappen der Krise von den USA nach Europa und inzwischen in einen Großteil der restlichen Welt zeigt auch, dass dieser Rettungsplan auf globaler Ebene ansetzen muss. Die Frage ist, wie er umzusetzen ist und wer die Kosten trägt.

Vier miteinander zusammenhängende Maßnahmen sind erforderlich, um das Chaos in der Finanzwelt zu ordnen:

1. Aufkauf großer Mengen von faulen Vermögenswerten (und mit jedem Tag der fallenden Aktienkurse werden es mehr)
2. Rekapitalisierung von Banken
3. Wiederherstellung des Interbankengeschäfts
4. Verhinderung von Anstürmen auf die Banken durch die Garantie aller Einlagen

Es gibt für jede dieser Maßnahmen viele Möglichkeiten der Umsetzung. Zum Beispiel kann der Austausch von Krediten gegen Eigenkapitalbeteiligung als Instrument für die dritte und vierte Maßnahme eingesetzt werden. Dabei ist Effektivität natürlich ein wesentlicher Faktor, aber es ist keineswegs der einzige. Auch die Kosten des Rettungsplans, die wahrscheinlich viele Prozentpunkte des BIP betragen werden, sind von hoher Bedeutung. Zudem dürfen wir die Gefahr von moralischem Risiko nicht unberücksichtigt lassen, weil es große Auswirkungen auf die Zukunft hat und, was vielleicht noch beunruhigender ist, weil die langfristigen politischen Folgen der Krise tiefe Spuren hinterlassen werden.

Der Paulson-Plan befasst sich mit der ersten Maßnahme. Der britische Rettungsplan befasst sich mit der zweiten und dritten Maßnahme. Die in Irland, Deutschland, Griechenland und Österreich getroffenen Entscheidungen befassen sich mit der vierten Maßnahme. Die

meisten europäischen Staaten scheinen also entschlossen zu sein, von Fall zu Fall zu entscheiden. Kein einziger Staat weltweit verfügt bislang über ein umfassendes Programm.

Ein wesentlicher Faktor ist die gerechte Beteiligung der Steuerzahler an den Chancen eines solchen Pakets. Der britische Plan erreicht dies nur in geringem Maße, da Vorzugsaktien sowohl Risiken als auch Chancen begrenzen. Der Paulson-Plan dagegen wird wahrscheinlich nur dann wirken, wenn die faulen Vermögenswerte über dem gegenwärtigen Marktwert erworben werden, was die Chancen verringert und die Risiken erhöht. Rettungspläne europäischer Art wiederum gehen meist von marktüblichen Beteiligungen aus, die bedeutende Chancen und Risiken aufweisen.

Ein Grund dafür, dass Staaten sich lediglich für die Umsetzung einzelner Maßnahmen einsetzen, ist ihre Angst vor den Kosten. Das ist ein Fehler: Die Gesamtkosten für alle vier Maßnahmen sind wahrscheinlich wesentlich niedriger als die Summe der potenziellen Kosten für jede einzelne Maßnahme. Vor allem aber erhöht ein alle vier Maßnahmen umfassendes Paket die Wahrscheinlichkeit für einen Erfolg und damit für die Verwirklichung der Chancen. Daher sollte ein vollständiges Paket die Staaten zur Umsetzung derjenigen Maßnahmen anregen, die die Erfolgschancen verbessern.

Es ist sehr unwahrscheinlich, dass ein Land sein Bankensystem retten kann, wenn alle anderen zusammenbrechen. Wenn wichtige Staaten keine angemessene Reaktion zeigen, kann sich die Krise in der Tat noch vertiefen oder können sich zumindest die Kosten des Rettungsplans für diejenigen Länder erhöhen, die die richtigen Initiativen ergriffen haben.

Die Banken, die ja bei der Regulierungsarbitrage so erfolgreich waren, werden den Rettungsplan mit Vorliebe für ihre Arbitrage-Geschäfte ausnutzen und so die Kosten weiter erhöhen. Das bedeutet, dass es nicht ausreicht, wenn der Plan umfassend angelegt ist. Zusätzlich müssen sich alle Staaten, in denen es systemrelevante Banken gibt, eng abstimmen, wie es die Zentralbanken bisher auch getan haben. Es müssen nicht unbedingt überall die exakt gleichen Programme beschlossen werden, aber es müssen stets alle vier Maßnahmen einbezogen werden.

Zudem werden dringend makroökonomische Maßnahmen benötigt, um das Risiko einer Wirtschaftskrise zu bekämpfen, denn die Welt gleitet gerade in eine globale Rezession ab. Zwar waren die Zentralbanken bereits außerordentlich aktiv bei der Bereitstellung von Liquidität, sie müssen nun aber gleichfalls dazu übergehen, die Wirtschaft zu unterstützen. Auch die Steuer- und Ausgabenpolitik muss mitziehen. Es mag schwer fallen, höhere Defizite ins Auge zu fassen, wenn gleichzeitig weitreichende staatliche Verpflichtungen eingegangen werden müssen. Doch eine lange Rezession würde wesentlich mehr kosten als eine kurze.

Über den Autor

Charles Wyplosz ist Professor für Internationale Wirtschaft am Graduate Institute in Genf, wo er auch das International Centre for Money and Banking Studies leitet. Vorher war er als außerordentlicher Dekan der Abteilung Forschung und Entwicklung am INSEAD tätig und leitete das Ph. D.-Programm für Wirtschaft an der Ecole des Hautes

Etudes en Science Sociales in Paris. Charles Wyplosz war zudem Leiter des International Macroeconomics Program des CEPR. Seine hauptsächlichen Forschungsfelder beinhalten Finanzkrisen, die monetäre europäische Integration, wirtschaftliche Transformations und die gegenwärtige lokale Integration in verschiedenen Teilen der Welt. Er ist Mitverfasser eines maßgeblichen Lehrbuchs der Volkswirtschaftslehre und über die wirtschaftliche Integration Europas. Er war Gründer und leitender Redakteur der Zeitschrift „Economic Policy“. Er arbeitet in verschiedenen Ausschüssen von Fachzeitschriften und europäischen Forschungszentren. Momentan ist er Mitglied der Group of Independent Economic Advisors für den Präsidenten der europäischen Kommission und der Sachverständigengruppe des Economic and Monetary Affairs Committee des Europäischen Parlaments sowie der Bellagio Group. Charles Wyplosz ist zudem gelegentlicher Berater der Europäischen Kommission, des IWF, der Weltbank, der Vereinten Nationen, der Asiatischen Entwicklungsbank und der Interamerikanischen Entwicklungsbank. Er war Mitglied des Conseil d'Analyse Economique, der an den französischen Premierminister berichtet, der Commission des Comptes de la Nation des französischen Finanzministers und hat die Regierungen der Russischen Föderation sowie Zyperns beraten. Er erwarb sein Diplom in Ingenieurwissenschaften und Statistik in Paris und den Ph. D. in Wirtschaft an der Harvard University.

Ein Vorschlag zur Bekämpfung der Krise in Europa

Luigi Guiso und Marco Pagano

European University Institute und CEPR; Universität Neapel Federico II und CEPR

Während die USA versuchen, die Solvenzkrise des Bankensektors mit dem Paulson-Plan zu bekämpfen, zeichnet sich in Europa kein Vorgehen ab, das allen Aspekten der Krise gerecht wird. Die Finanzminister müssen sich jedoch auf ein gemeinsames Regelwerk einigen, um die europäischen Banken zu rekapitalisieren, und eine europäische Institution für die Organisation dieser Rekapitalisierung errichten.

Während die USA versuchen, die Solvenzkrise des Bankensektors durch den Paulson-Plan zu bekämpfen, zeichnet sich in Europa kein vergleichbares Vorgehen ab, das allen Aspekten der Krise gerecht wird: Keine einzige politische Institution in Europa kann ein umfassendes Rettungspaket erlassen, das vergleichbar mit dem der USA wäre. Die europäischen Regierungen handeln unsystematisch und unkoordiniert und gehen das Problem auf nationaler Ebene an, obwohl dessen Ausmaß weit über nationale Grenzen hinausgeht. Auf dem Treffen des Ecofin-Rats in dieser Woche wurde gewissermaßen auf jeglichen Versuch verzichtet, zu einem abgestimmten Aktionsplan zu gelangen, und grünes Licht für nationale Interventionen zur Rekapitalisierung der Finanzintermediäre gegeben.

Diese Entscheidung war aus zwei Gründen falsch.

- Erstens verringern Entscheidungen, die von Fall zu Fall und ad hoc getroffen werden, die Erfolgsaussichten, vor allem bei großen Banken mit bedeutenden grenzüberschreitenden Geschäften – also denjenigen, die für die finanzielle Stabilität des Systems auch die größte Herausforderung darstellen.
- Zweitens gefährden die Unterschiede bei den staatlichen Interventionen den europäischen Prozess der finanziellen Integration, indem beispielsweise große Finanzintermediäre entlang nationaler Grenzen aufgeteilt werden (wie im Fall der Fortis-Gruppe) und der Wettbewerb verzerrt wird.

Die Finanzminister sollten ihre Entscheidung umgehend zurücknehmen und sich auf ein gemeinsames Regelwerk einigen, um die europäischen Banken zu rekapitalisieren und eine europäische Institution für die Organisation dieser Rekapitalisierung zu errichten bzw. zu bestimmen. Natürlich müsste eine solche Institution auf gemeinsam aufgestellten Regeln zur Lastenverteilung im Falle der Rettung großer Banken mit grenzüberschreitenden Geschäften beruhen. Nationale Regierungen, die das Kapital inländischer Banken stärken wollen, sollten das über dieses Organ tun, das folgende Aufgaben hätte:

1. Bereitstellung von frischem Eigenkapital für Finanzinstitute, hauptsächlich über Vorzugsaktien, um die europäischen Steuerzahler an einer möglichen Erholung der geretteten Banken zu beteiligen,
2. Verkauf dieser Beteiligungen, sobald die Finanzkrise vorüber ist, spätestens aber nach einem im Vorhinein festgelegten Zeitraum (z. B. nach drei Jahren),
3. Einsetzung neuer Führungskräfte, wenn dies für die erfolgreiche Rettung einer Bank erforderlich ist.

Dieser Vorschlag ist die zweitbeste Lösung angesichts des Fehlens einer europäischen Institution, die zu einer koordinierten Reaktion im Umfang des US-Pakets fähig wäre. Natürlich ist es keine einfache Aufgabe, Regeln dafür aufzustellen, in welchen Fällen eine grenzüberschreitend tätige Bank gerettet und wie die damit verbundenen Kosten auf die EU-Mitgliedsstaaten aufgeteilt werden sollen. Die Ausgestaltung dieser Regeln hat weitreichende Auswirkungen auf das Verhalten von Bankmanagern und Aufsichtsbehörden und auf die Akzeptanz beim europäischen Steuerzahler. Doch auch wenn diese Themen politischen Sprengstoff bergen, kann ihnen nicht länger ausgewichen werden.

Bisher haben wir Glück gehabt, dass keine der grenzüberschreitend tätigen europäischen Banken insolvent geworden oder in ernste Schwierigkeiten geraten ist. Doch sollte dies geschehen, würden die Grenzen der europäischen Antwortmöglichkeiten in nur allzu tragischer Weise zu Tage treten.

Über die Autoren

Luigi Guiso ist Professor für Wirtschaft am European University Institute in Florenz und Scientific Coordinator der Ente „Luigi Einaudi“ for Monetary, Banking and Financial Studies in Rom. Seine bahnbrechenden Arbeiten wurden in den renommiertesten internationalen Zeitschriften veröffentlicht und mit internationalen Preisen ausgezeichnet, so 2005 mit dem Preis der Fondation Banque de France im Bereich Financial, Monetary and Banking Research („The Cost of Banking Regulation“, mit Paola Sapienza und Luigi Zingales) und 2002 mit dem Nasdaq Award der World Financial Association für den besten Beitrag zur Kapitalbildung („The Real Effects of Local Financial Development“, mit Paola Sapienza und Luigi Zingales). Er ist CEPR Research Associate.

Marco Pagano ist Professor an der Wirtschaftsfakultät der Universität Neapel Federico II und hat ebenfalls an der Universität Neapel, der Bocconi-Universität und der Universität Salerno gelehrt und erwarb den Ph. D. in Wirtschaft am MIT. Er ist Kodirektor des CEPR-Forschungsprogramms für Finanzwirtschaft und Ratsmitglied der European Economic Association. Marco Pagano ist Berater des italienischen Finanzministeriums zur Reform des Wertpapiermarkts und Mitglied der Kommission des Finanzministeriums für Privatisierungen. 1997 wurde er zusammen mit Ailsa Röel mit dem BACOB European Prize for Economic and Financial Research ausgezeichnet. Seine Forschung konzentriert sich hauptsächlich auf die Finanzwirtschaft, besonders auf die Mikrostruktur der Aktienmärkte, auf den Unterschied zwischen Händler- und Auktionsmärkten und auf den Wettbewerb zwischen Handelssystemen auf europäischen Kapitalmärkten. In letzter Zeit hat er zudem Themen der Bank- und Finanzwirtschaft untersucht.

Die Staaten sollten Vorzugsaktien ihrer Banken kaufen

Charles Calomiris

Graduate School of Business der Columbia University

Um Banken Kapital und Liquidität zu verschaffen und gleichzeitig die Steuerzahler zu schonen, sollten die G7-Staaten Vorzugsaktien ihrer Banken kaufen.

Die G7 muss dem Beispiel des britischen Rettungsplans folgen, und das auf koordinierte Weise. Der zu erarbeitende Plan bestünde aus zwei Teilen. Erstens müssten die Staaten zusammenarbeiten, um sich die kurzfristige Belastung durch die Garantien für Interbankenkredite auf dem LIBOR-Markt für eine gewisse Zeit (möglicherweise nicht länger als für einen Monat) zu teilen und auch den Markt für Commercial Papers weiter zu stützen. Die Notwendigkeit einer solchen Lastenverteilung ergibt sich aus der Tatsache, dass die betreffenden Banken internationale Wirtschaftseinheiten sind. Aber dies ist keine langfristige Lösung, und ohne eine solche könnte diese Art der Unterstützung ein sehr riskantes Verhalten bei den Banken hervorrufen.

Der zweite Teil der sofort umzusetzenden Maßnahmen, nämlich der Kauf von Vorzugsaktien durch den Staat, folgt ebenfalls dem Vorbild des britischen Plans. Doch warum sollten Staaten Vorzugsaktien ihrer Banken kaufen? Weil dadurch sofort Kapital und Liquidität bereitgestellt werden, um den Banken Spielraum für die Verwaltung ihrer Vermögenswerte und Liquiditätsprobleme zu geben, während gleichzeitig sichergestellt wird, dass die Stammaktionäre, nicht aber die Steuerzahler das höchste Ausfallrisiko tragen.

Die Einzelheiten der Gestaltung dieser Vorzugsaktien sind entscheidend für den Erfolg. Da die Steuerzahler nicht das höchste Ausfallrisiko tragen (wie beim Aufkauf von Vermögenswerten), sind Optionsscheine und Ähnliches nicht notwendig, und sie wären auch nicht hilfreich. Die Staaten sollten keine derartigen Bezugsrechte oder Wandeloptionen an die Vorzugsaktien knüpfen, da dies das Stammkapital verwässern und eine Kapitalerhöhung durch die Ausgabe von Stammaktien erschweren würde, was kontraproduktiv wäre.

Der Zinssatz der Vorzugsaktien sollte für die ersten zwei oder drei Jahre sehr niedrig angesetzt werden (Null fände ich in Ordnung, ansonsten in Höhe des Zinssatzes der Schatzanweisungen), und danach sollte der Zinssatz sprunghaft auf Marktniveau (an einer Richtgröße indexiert) steigen. Der ursprüngliche niedrige Zinssatz wird von vornherein eine sofortige, beschränkte Stützung darstellen, die bei der Rekapitalisierung von Banken helfen wird. Die Vorzugsaktien sollten rückkaufbar sein, so dass die Banken aussteigen können, sobald sie wieder auf eigenen Füßen stehen.

Der Staat sollte Banken auf breiter Basis auswählen, aber sofort und im Voraus entscheiden, welche Banken zusammengefasst werden müssen, und sie von der Vergabe der Mittel

ausschließen. Die verbleibenden Banken würden in Abhängigkeit von den verwalteten Vermögenswerten anteilmäßig Mittel erhalten (wie 1992 in Finnland).

Die Dividenden auf Stammaktien sollten bei allen unterstützten Banken für die Dauer der Nutzung von Vorzugsaktien auf Null gesetzt werden. Unterstützte Banken müssten einen Finanzierungsplan aufstellen und erfüllen (mit dem Ziel der Kapitalerhöhung) und dem Staat ein Vetorecht für wesentliche unternehmerische Entscheidungen einräumen (wie Fusionen und Übernahmen), um Anlage-Substitutionen zu verhindern.

Beide Aspekte des Plans könnten umgehend angekündigt und sehr schnell umgesetzt werden (innerhalb einer Woche, um der FDIC oder ähnlichen Behörden Zeit zu geben), damit über die nicht zu unterstützenden Banken entschieden werden kann. Man beachte, dass dieses Vorgehen nahezu identisch zum erfolgreichen Einsatz des Vorzugsaktien-Programms der Reconstruction Finance Corporation aus dem Jahr 1933 ist.

Über den Autor

Charles W. Calomiris ist Henry Kaufman Professor of Financial Institutions an der Graduate School of Business der Columbia University und Professor an der School of International and Public Affairs in Columbia. Er ist zudem Kodirektor des Projekts zur Deregulierung im Finanzsektor am American Enterprise Institute. Charles W. Calomiris ist Mitglied des Shadow Financial Regulatory Committee, Research Associate des National Bureau of Economic Research und war Senior Fellow des Council on Foreign Relations. Charles W. Calomiris war bei der International Financial Institution Advisory Commission, einer Kommission des US-Kongresses zur Beratung der Regierung über die IWF-Reform, bei der Weltbank, regionalen Entwicklungsbanken und der WTO tätig. Seine Forschung umfasst verschiedene Arbeitsfelder, darunter Bank- und Finanzwirtschaft, Finanzgeschichte und Geldwirtschaft. 1995 wurde Charles W. Calomiris zum University Scholar der University of Illinois ernannt, wo er als Dozent für Finanzwirtschaft und Kodirektor des Office for Banking Research tätig war. Er war Visiting Member der Fakultät für Wirtschaft an der Stanford University und am Fachbereich für Finanzwirtschaft der Wharton School of Finance. Er ist bzw. war Mitglied des redaktionellen Beirats des Journal of Banking and Finance, des Journal of Financial Services Research, des Journal of Financial Intermediation, des Journal of Economic History, des Journal of Economics and Business und von Explorations in Economic History. Er erwarb den B. A. in Wirtschaft 1979 an der Yale University und 1985 einen Ph. D. in Wirtschaft an der Stanford University.

Ein wirksamer Rettungsplan

Roger Craine
University of California (Berkeley)

Benötigt werden Maßnahmen zur Rekapitalisierung der Banken und zur Belebung des Kreditmarkts. Der im Folgenden vorgestellte Plan wird beiden Aspekten gerecht.

Während der letzten drei Wochen breiteten sich die Probleme am Finanzmarkt wie ein Flächenbrand aus und setzten sich mit Leichtigkeit über die von der US-Notenbank und dem US-Finanzministerium errichteten Schranken hinweg. Um die meisten Finanzinstitute zu retten, ist schnelles, entschlossenes Handeln erforderlich sowie ein Programm, das die Ursachen für die Implosion an den Finanzmärkten angeht.

Das Problem: Der Kreditmarkt ist eingetrocknet; die meisten Finanzinstitute sind illiquide, aber solvent.

Finanzinstitute nehmen Kredite mit kurzen Laufzeiten auf und vergeben solche mit langen Laufzeiten. Doch die Gläubiger von Finanzinstituten – andere Finanzinstitute und Außenstehende – befürchten Ausfälle. Diese Angst beruht auf Tatsachen – Lehman, Bear-Stearns und Wachovia sind zusammengebrochen. Der Spread zwischen dem 3-Monats-Libor (Zinssatz für Interbankenkredite) und dem 3-Monats-Zinssatz für Treasury Bills erreichte mit 3,87 % den höchsten Stand seit 25 Jahren, nachdem das Parlament am vergangenen Freitag das Troubled Assets Relief Programme (TARP) verabschiedet hatte. Noch bemerkenswerter: Das Volumen der offenen kurzfristigen Verbindlichkeiten auf dem Interbankenmarkt ist eingebrochen. Die Finanzinstitute kennen den Wert anderer Institute nicht, doch ein Entgelt von vier US-Dollar für eintausend verliehene US-Dollar ist es nicht wert, undurchsichtige Vermögenswerte und komplizierte Verpflichtungen zu überprüfen. Derartige „Risikoprämien“ genügen nicht zum Ausgleich von Märkten mit asymmetrischen Informationen.

Um den Interbankenmarkt zu beleben und das moralische Risiko zu kontrollieren, sollte der Staat folgende Maßnahmen umsetzen:

- Erstens die Ausgabe von Garantien für Verbindlichkeiten mit kurzer Laufzeit (Fed Funds und Einlagenzertifikate) im Besitz derjenigen Finanzinstitute, die den Plan anwenden, und die Aufstellung von Eigenkapitalanforderungen für all diese Institute.

Mit den Garantien wird das Kreditrisiko beseitigt: Staatlich garantierte Verbindlichkeiten mit kurzer Laufzeit sind ausfallsicher. Die Eigenkapitalanforderungen wiederum beseitigen (oder entschärfen zumindest) das durch diese Garantie geschaffene Problem des moralischen Risikos. Ohne Eigenkapitalanforderungen entstünde nämlich für die Finanzinstitute ein Anreiz, zum ausfallsicheren Zinssatz Kredite aufzunehmen und damit riskante

Vermögenswerte mit höherer durchschnittlicher Rendite zu kaufen. Zudem ist für diejenigen Finanzinstitute, die der Insolvenz am nächsten sind, der Kauf riskanter Vermögenswerte am attraktivsten: Wenn die riskanten Investitionen sich auszahlen, sind diese Institute wieder solvent. Wenn nicht, trösten sie sich damit, dass sie andernfalls wahrscheinlich auch ruiniert wären. Das geschah während der Sparkassenkrise in den 1980er Jahren.

Im Gegensatz dazu setzt das TARP den Schwerpunkt auf den Aufkauf von faulen Vermögenswerten. Die Beseitigung von faulen Vermögenswerten beseitigt jedoch das Kreditrisiko nicht und kann in Krisenzeiten den Markt nicht wiederbeleben. Das TARP müsste Garantien für Finanzinstitute ausgeben, um Kreditgeber vor Ausfällen abzusichern. Um daraus resultierende strategische Anpassungen zu unterbinden, müsste das TARP das Verhalten aller Finanzinstitute regulieren, sie also verstaatlichen.

Eine derartige Garantie ähnelt der Absicherung durch das Clearingsystem an der Terminbörse, das den Handel zwischen anonymen Parteien erst ermöglicht. Das Clearinghaus der Terminbörse bürgt für die Lieferung und Bezahlung von Termingeschäften, so dass die Händler sich nicht um das Ausfallrisiko sorgen müssen. Um die Händler zur Erfüllung anzuhalten, verlangen die Terminbörsen Sicherheitsleistungen, stellen also Eigenkapitalanforderungen. Banken unterliegen bereits risikobasierten Eigenkapitalanforderungen. Diese sollten auf alle Finanzinstitute ausgeweitet werden, die die Garantie in Anspruch nehmen wollen (und vielleicht sollten alle Eigenkapitalanforderungen verschärft werden, weil die Welt riskanter geworden ist – die Anforderungen an Sicherheitsleistungen hängen von der Preisvolatilität ab).

Wenn ein Finanzinstitut zusammenbricht, übernimmt der Staat die Kontrolle darüber – genau wie das Clearinghaus der Terminbörse die Kontrolle über die Konten eines Kunden übernimmt, wenn er der Nachschussforderung nicht nachkommen kann.

- Zweitens sollte der Staat den teilnehmenden Finanzinstituten für eine gewisse Zeit, beispielsweise für drei Monate, im Austausch für Stammaktien Kapital anbieten.

Durch die Eigenkapitalanforderungen ist das Finanzinstitut zwangsläufig am Resultat der Aktion beteiligt. Unterkapitalisierte Finanzinstitute profitieren zwar am meisten von der Garantie. Aber diese Finanzinstitute müssen einen Teil ihres Eigenkapitalbesitzes aufgeben, um am Rettungsplan teilzunehmen.

Der Plan sollte ähnlich dem Warren-Buffet-Ansatz gestaltet sein, aber den Banken eher etwas weniger abverlangen. Und wenn Steuerzahler ihre Gelder riskieren, sollten sie eine Option erhalten, die ihnen einen Anteil an der Wertsteigerung verschafft, wenn die Finanzinstitute wieder Erfolg haben. Sie sollten zudem Zinsen auf das bereitgestellte Kapital erhalten, wobei aber die von Warren Buffet angesetzten 10 % als zu hoch erscheinen. Das Ziel darf dabei nicht aus dem Auge verloren werden: Die Wiederherstellung eines dynamischen privaten Finanzmarkts bei möglichst geringer Belastung des Steuerzahlers.

Über den Autor

Roger Craine ist Professor für Wirtschaft an der University of California (Berkeley) und war vorher von 1968 bis 1977 als Senior Economist im Direktorium des US-Zentralban-

kensystems tätig. Gegenwärtig arbeitet er im JEDC-Beirat und ist Mitglied des IFAC International Program Committee. Er war Special Projects Editor für die Review of Economic Dynamics und Herausgeber des Journal of Economic Dynamics and Control. Von 1992 bis 1997 war er Mitglied des International Bureau for Economic Research und von 1994 bis 2004 des Council of the Society for Economic Dynamics.

Die falsche Finanzkrise

J. Bradford DeLong
University of California (Berkeley)

Katastrophale Fehler beim Risikomanagement im gesamten Bankensektor haben den relativ begrenzten Preisverfall bei Immobilien zu einer Lähmung des weltweiten Finanzsystems ausgeweitet, wie sie seit der Großen Depression nicht mehr aufgetreten ist. Als Gegenmaßnahme sollten die Staaten die Geldmenge und öffentlichen Ausgaben erhöhen und eine abgestimmte Rekapitalisierung der Banken vornehmen.

Wir alle, von Lawrence Summers bis zu John Taylor, hatten eine vollständig andere Finanzkrise erwartet. Wir dachten, dass das „Gleichgewicht des finanziellen Terrors“ zwischen Asien und Amerika kippen und ins Chaos führen würde. Doch zu dieser Finanzkrise ist es nicht gekommen. Stattdessen erleben wir eine vollständig andere Finanzkrise. Katastrophale Fehler beim Risikomanagement im gesamten Bankensektor haben den relativ begrenzten Preisverfall bei Immobilien zu einer Lähmung des weltweiten Finanzsystems ausgeweitet, wie sie in diesem Ausmaß seit der Großen Depression nicht mehr aufgetreten ist.

Das Gute an dieser Situation ist, dass sie keineswegs unterschiedliche Reaktionen von den Zentralbanken und Finanzministern erfordert, sondern die gleiche abgestimmte Vorgehensweise, ohne dass sie sich dabei gegenseitig ins Gehege kommen. Das sollte relativ einfach umzusetzen sein.

Jetzt sind folgende Maßnahmen erforderlich:

- Eine weltweit abgestimmte Erhöhung der öffentlichen Ausgaben.

Wenn die Weltwirtschaft momentan noch nicht am Rande einer Liquiditätskrise steht, wird dies zumindest nicht mehr lang auf sich warten lassen.

- Eine weltweit abgestimmte Erhöhung der Geldmenge.

Eine Bank ist eine Einrichtung, die Einlagen mit kurzer Laufzeit aufnimmt oder akzeptiert und Kredite mit langer Laufzeit verleiht; die Laufzeiten ihrer Aktiva und Passiva sind absichtlich gegeneinander verschoben; wenn der gesamte Bankensektor zum gegenwärtigen Marktpreis insolvent ist, hilft jegliche Maßnahme, die die Zinssätze entlang der gesamten Zinsertragskurve senkt, das Ausmaß der Insolvenz zu mindern.

- Abgestimmte, weltweite Rekapitalisierung des Bankensektors.

Seit spätestens 1844 gibt es einen breiten Konsens darüber, dass der Preis für kurzfristige sichere Liquidität zu wichtig ist, um dem Markt überlassen zu bleiben; nun setzt sich auch die Einsicht durch, dass der Preis des Risikos ebenfalls zu wichtig ist, um dem Markt überlassen zu bleiben. Doch es wäre für die Staaten undurchführbar, in galaktischem Maßstab nach dem Vorbild der „Operation Twist“ zu handeln. Das bedeutet, dass die Rekapitalisierung des Bankensystems in ihrem ganzen Ausmaß Gegenstand politischer Maßnahmen werden muss. Man könnte von Sozialismus in einer Branche sprechen.

Folgende langfristige Maßnahmen sind erforderlich:

- Weltweite Regeln, um hohe Vergütungen anreizkompatibel zu gestalten.

Die Herrscher von Midtown Manhattan und Canary Wharf müssen sich darüber im Klaren sein, dass sie ihr Vermögen verlieren, wenn ihre Geldinstitute innerhalb von zehn Jahren nach der Übergabe an einen Nachfolger zusammenbrechen – nur so werden sie tatsächlich das langfristige Wohl ihrer Firmen und der Weltwirtschaft im Blick haben, statt einfach auf Preisschwankungen zu setzen.

- Progressiver gestaltete Steuersysteme weltweit.

Wir wünschten, wir könnten ein besseres globales Wirtschaftssystem errichten, aber wir kennen leider keines, das kein stabiles Sicherheitsnetz für Plutokraten enthalten würde. Und die Systeme, die wir errichten könnten, sind politisch nicht nachhaltig, wenn die Wähler nicht wissen und glauben, dass denen, die viel haben, viel genommen wird. Die globale Marktwirtschaft entzieht sich weiterhin all unseren Versuchen, sie idiotensicher zu gestalten – vor allem deshalb, weil unsere größten Idioten so einfallsreich sind. Doch dieser weltweite wirtschaftliche Abschwung muss nicht zwangsläufig die Ausmaße von 1982 oder sogar 1975 annehmen.

Über den Autor

J. Bradford DeLong ist Professor für Wirtschaft an der University of California in Berkeley und lehrte davor in Harvard, an der Boston University und dem MIT. Er ist Co-Editor des *Journal of Economic Perspectives* und Visiting Scholar an der Federal Reserve Bank of San Francisco. Er war als Deputy Assistant Secretary of the Treasury for Economic Policy für die US-Regierung tätig und wirkte am Haushalt der Clinton-Administration für das Jahr 1993, an der Uruguay-Runde, an Verhandlungen der NAFTA, an der Ausarbeitung makroökonomischer Maßnahmen und am gescheiterten Reformversuch der Gesundheitsversorgung mit. Er hat unter anderem über die Entwicklung und Funktionsweise der US-amerikanischen und anderer Aktienmärkte, den Verlauf und die Faktoren langfristigen ökonomischen Wachstums, wirtschaftspolitische Prozesse, die Veränderungen des amerikanischen Wirtschaftskreislaufs und die politische Ideengeschichte geschrieben.

Er ist zudem Autor des viel gelesenen Blogs „*Grasping Reality with Both Hands*“.

Was Europa angesichts der finanziellen Kernschmelze tun sollte

Michael Burda
Humboldt-Universität und CEPR

Die europäischen Wirtschaftskennzahlen sind gesund, aber die Banken leiden an einer Seuche. Um weitere reale Schäden zu verhindern, sollten die EU-Staats- und Regierungschefs Garantien für Interbankenkredite bereitstellen und die Banken rekapitalisieren.

Die europäischen Finanzmärkte werden in den Strudel der amerikanischen Kreditkrise gerissen, und jeder Tag birgt neue Überraschungen. Vor nur wenigen Monaten sah die Realwirtschaft noch solide aus, und der Euro verhinderte in beeindruckender Weise eine finanzielle Spaltung (man stelle sich das letzte Jahr *ohne* die EZB vor!).

Nun befindet sich Europa trotz solider Kennzahlen im Abwärtstrend. Was kann Europa dagegen tun?

Garantien für ungesicherte Interbankenkredite, kreative Lösungen zur Bereitstellung von Liquidität und bei der Rekapitalisierung

Die Zahlungs- und Kreditsysteme sind notwendig für das Funktionieren der Realwirtschaft und dürfen nicht ihrem Schicksal überlassen werden. Die EZB muss hier mit der Bereitstellung von Garantien für innereuropäische Interbankenkredite vorangehen. Doch Europa wird vielleicht mehr tun müssen.

Die Banken müssen rekapitalisiert werden, werden aber unter Umständen nicht sofort Investoren finden. In diesem Fall bleibt als einzige Lösung die vollständige Verstaatlichung des Bankensystems und damit des Kredit- und Zahlungssystems, wie wir es in Island und Großbritannien erlebt haben.

Die US-Regierung hat bereits eines der weltweit größten Versicherungsunternehmen und die halbe Hypothekenbranche verstaatlicht sowie Anteile an Banken erworben – was noch vor wenigen Jahren undenkbar gewesen wäre. Die teilweise oder vollständige Verstaatlichung des Bankensektors sollte vorübergehend und aus rein pragmatischen Gründen erfolgen – und die EU und ihre Mitgliedsstaaten sollten umsichtige Notfallpläne erarbeiten. Die EZB wäre eine geeignete Instanz für eine solche Aufgabe, wenn die nationalen Regierungen damit einverstanden sind.

Keine Bestrafung des Finanzsektors

Man sollte nicht auf die Reden von wirtschaftlichen Fundamentalisten hören, die den Rettungsplan des US-Kongresses und ähnliche Eingriffe ablehnen. Sie wollen die Investoren an den Pranger stellen – ihre Aussagen erinnern unheimlich an den Ruf nach Bestrafung für Börsenhaien und Spekulanten nach dem Börsenkrach von 1929.

Doch mit dem Netz an Derivaten und Versicherungen, das die Banken angelegt haben, haben sie sich, ob mit Absicht oder nicht, zu wichtig gemacht, als dass sie bestraft werden könnten. Wenn wir sie bestrafen, bestrafen wir uns selbst. So wird es wahrscheinlich mehrere Jahrzehnte dauern, um die internationalen Auswirkungen der Lehman-Pleite aufzuarbeiten. Europa kann von diesem kostspieligen Fehler lernen.

Offene Diskussion eines europäischen Notfallfonds

Der strategische Alleingang von Irland, Deutschland und Dänemark könnte den Zusammenbruch der Währungsunion beschleunigen, wenn keine quantitativen Minimal- und Maximalstandards für den Einlegerschutz festgesetzt werden. Natürlich müssten manche Länder für die Banken anderer Länder aufkommen, aber ein in Kauf genommener Zusammenbruch des Systems hätte weitaus ernstere Folgen.

Jedes Land in Europa ist systemrelevant. Ich bin überzeugt, dass die Ablehnung Deutschlands gegenüber einer gemeinsamen Vorgehensweise die gleichen Ursachen hat wie das Bestehen auf den Maastricht-Kriterien – die Angst vor einer plötzlichen Umverteilung der Mittel zwischen den Mitgliedsstaaten. Sie wurde dadurch verstärkt, dass der Bankensektor in Deutschland eine größere Bedeutung hat als in vielen anderen Ländern und die Privathaushalte mehr Vermögen auf Bankkonten halten. Wir sollten ehrlich sein – die Krise ist in manchen Ländern wesentlich schlimmer als in anderen. Wir sollten diese Punkte zur Sprache bringen und die maximalen potenziellen Verluste diskutieren – mit großer Um- sicht, versteht sich.

Ich selbst war überzeugt, dass Europa von einer derartigen Krise heimgesucht werden würde, aber erst in vielleicht zehn Jahren und als Folge eines Fehlers einer nationalen Regierung, nicht aber in Form einer aus dem Ausland importierten Kreditkrise, die die EU-Mitglieder unterschiedlich stark in Mitleidenschaft zieht.

Wenn Europa mit diesem Durcheinander nicht umgehen kann, das nicht einmal hausgemacht ist, dann werden wir uns kaum zu helfen wissen, wenn eine endogene Krise über uns hereinbricht.

Über den Autor

Michael Burda ist Professor für Wirtschaft an der Humboldt-Universität in Berlin. Davor lehrte er am INSEAD und in Berkeley. Seine Forschung konzentriert sich auf Volkswirtschaftslehre und die wirtschaftlichen Aspekte von Arbeitsmärkten. Zusammen mit Charles Wyplosz hat er das Lehrbuch „*Macroeconomics: A European Text*“ verfasst (Oxford University Press), das nun in zweiter Auflage erschienen ist und in acht Sprachen übersetzt

wurde. Er hat Beiträge über die wirtschaftlichen Ursprünge und Auswirkungen von Arbeitsmarktinstitutionen, die wirtschaftliche Integration, Beschäftigung und Löhne, die Globalisierung und über die wirtschaftliche Transformation von Ost- und Mitteleuropa sowie der früheren DDR veröffentlicht. 1998 erhielt er den Gossen-Preis des Vereins für Socialpolitik. Er erwarb den B. A., M. A. und Ph. D. (1987) in Harvard.

Schluss mit den Zögerlichkeiten

Angel Ubide
Tudor Investment Corporation

Es gibt drei Maßnahmen, die schnell und entschieden umgesetzt werden müssen: Schließung schwacher oder kleiner Banken; Rekapitalisierung der starken Banken bzw. systemrelevanter Banken; und die Entnahme fauler Vermögenswerte aus dem System, damit die Banken wieder Kredite vergeben können.

Zehn Jahre nach der Asien-Krise von 1997/98 sehen die westlichen Regierungen erst jetzt die Schwere der westlichen Bankenkrise von 2007/2008 ein. Die Gesetzgebung zeigt sich reaktiv und zurückhaltend, und politische Interessen sind wichtiger als Effizienz und Vernunft.

Während des Prozesses einer schnell fortschreitenden Verringerung der Fremdkapitalaufnahme wurde das Vertrauen innerhalb des Finanzsektors zerstört. Zudem hat die wiederholte Offenbarung von politischer Orientierungslosigkeit, Richtungsänderungen und falscher Prioritätensetzung in den letzten Wochen die Aussichten für die weltweite Wirtschaft stark verschlechtert.

Doch schnelles Handeln ist gefragt. Entscheidend ist, die Unentschlossenheit zu beenden und endgültig eine gemeinsame und entschiedene Vorgehensweise zu präsentieren.

Es gibt keine Ausrede. Die geeigneten Instrumente sind hinreichend bekannt, sie wurden in der Vergangenheit erfolgreich angewendet, und es gibt umfangreiche Literatur, die Politiker konsultieren und von der sie lernen können (beispielsweise das ausgezeichnete Occasional Paper des IWF „Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia“). Leider wurden diese Quellen ignoriert.

Es gibt drei Maßnahmen, die schnell und entschieden umgesetzt werden müssen:

- Schließung schwacher oder kleiner Banken,
- Rekapitalisierung der starken bzw. systemrelevanten Banken,
- Entnahme fauler Vermögenswerte aus dem System, damit die Banken wieder Kredite vergeben und so die wesentlichen Kapitalströme der Wirtschaft wiederherstellen können.

Zusätzlich muss Folgendes umgesetzt werden, um das Vertrauen ins Finanzsystem zu stärken, während die Neustrukturierung und Abwicklung durchgeführt wird:

- Einführung einer pauschalen Einlagensicherung vor Beginn der umfassenden Änderungen (mit gewissen Bedingungen, damit keine falschen Anreize entstehen).

Und vor allem:

- Vorstellung einer kohärenten Handlungsweise, die für Bürger und Marktteilnehmer leicht verständlich ist.

Die Liste politischer Verfehlungen ist bereits lang, aber es ist nicht der richtige Moment für Schuldzuweisungen.

Großbritannien hat den zu beschreitenden Weg mit einem Paket vorgezeichnet, das erprobte Vorgehensweisen wie Garantien, Kapitalspritzen, die Entnahme fauler Vermögenswerte sowie die Vorgabe von Bedingungen vereint. Dem müssen nun international abgestimmte Taten folgen. Eine zeitweilige globale Garantie für Interbankenkredite muss dabei Priorität haben.

Die traurige politische Vorstellung muss beendet und ein dem britischen Beispiel folgendes Paket auf EU-Ebene vorbereitet werden. Es gibt keinen Grund, warum die EU keinen Fonds schaffen kann, der von den einzelnen Ländern gefüllt wird und zum Einsatz kommt, um das Vertrauen in das europäische Bankensystem wiederherzustellen. Die Europäische Investitionsbank steht gegebenenfalls für diese Aufgabe bereit.

Viele Banken sind zu groß, um auf nationaler Ebene gerettet zu werden, aber keine ist zu groß, um auf europäischer Ebene gerettet zu werden. Die europäischen Entscheider haben es in den letzten Jahren strikt abgelehnt, die Rahmenbedingungen für ein Krisenmanagement zu schaffen; sie wollen von einem paneuropäischen Finanzsystem profitieren, ohne dafür zu bezahlen. Es ist an der Zeit, alte nationale Interessen hintenzustellen und im Sinne finanzieller Stabilität tätig zu werden.

Den USA steht dabei das TARP zur Verfügung, das so bald wie möglich genutzt werden muss. Viele Banken brauchen dringend eine Kapitalspritz, und Mortgage Backed Securities stehen jederzeit zum Verkauf. Die Zentralbanken müssen die Vorschriften deutlich lockern, um die Bedingungen für die Mittelbeschaffung zu erleichtern und für positive Konjunkturerwartungen zu sorgen. Da sich das System in einer Liquiditätsfalle befindet, zeigen Liquiditätsspritzen keine Wirkung mehr.

Ein abschließender Rat an die politischen Entscheider: Bitte verzichten Sie auf Überregulierung.

Die Versuchung, die Probleme mit überkommenen Methoden zu lösen, ist natürlich groß. Doch diese Krise ist in großen Teilen ein Ergebnis von schlecht umgesetzten Vorschriften, nicht von schlechten oder fehlenden Vorschriften. Sie wurde von Instituten ausgelöst, die Aufsichtsbehörden unterstehen: Banken und Versicherungsunternehmen konnten ihren Verschuldungsgrad prozyklisch und mit mangelhaftem Risikomanagement erhöhen. Aufsichtsbehörden genehmigten die Ausweitung von außerbilanziellen Geschäftstätigkeiten. Bewährte Ansätze wie die dynamische Rückstellung in Spanien wurden ignoriert. Bitte legen Sie den Schwerpunkt auf die Verbesserung der Anreizstruktur und lassen Sie sich

nicht auf die populistische Suche nach einem Sündenbock ein, was den Heilungsprozess nur behindern würde.

Banken und Versicherungsunternehmen müssen wählen, ob sie Banken und Versicherungsunternehmen sein wollen oder aber Investmentgesellschaften. Beschränken Sie ihre Fremdkapitalaufnahme und Bruttoposition, so dass sie gezwungen werden, sich für solide Vorgehensweisen beim Risikomanagement zu entscheiden und diese einzuhalten. Überzeugen Sie die Wirtschaftsprüfer und führen Sie dynamische Rückstellungen ein, die einfacher anzuwenden und besser für die Unternehmensführung sind als höhere oder zeitlich variierende Eigenkapitalquoten. Und die EU muss ein für allemaal eine europäische Aufsichtsbehörde einrichten, der wichtige Banken unterstellt sind und die über umfangreiche Informationen verfügt.

Über den Autor

Angel Ubide ist der Leiter der Abteilung Internationale Wirtschaft bei der Tudor Investment Corporation, einer international führenden Investmentgesellschaft. Er ist aktives Mitglied mehrerer internationaler wirtschaftspolitischer Organisationen, unter anderem der Euro50 Group, des Shadow Governing Council der EZB, des Atlantic Council of the United States, der Reinventing Bretton Woods Foundation und dem Centre for European Policy Studies. Für El País verfasst er alle zwei Wochen eine Kolumne über internationale Wirtschaft. Aus seiner Feder stammen zahlreiche Beiträge über internationale Makroökonomie, Bankwirtschaft und Wechselkurse, und seine Arbeiten werden in wichtigen internationalen Zeitschriften und führenden Zeitungen veröffentlicht. Angel Ubide arbeitete vorher als Ökonom beim Internationalen Währungsfonds und als Unternehmensberater für McKinsey and Co. Er erwarb seinen Ph. D. am European University Institute in Florenz (Italien).