

# Zehn Jahre nach der Lehman-Pleite – Finanzmärkte stabil?

Die Pleite der Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 löste eine globale Finanzkrise aus. Dies kann als außergewöhnliches Ereignis interpretiert werden, aber auch als eine Krise des Systems. Mittlerweile wurden die Banken stärker reguliert (Basel III), beibehalten wurde aber die bevorzugte Behandlung von Staatspapieren bei der Eigenkapitalunterlegung. Da vor allem systemrelevante große Banken gerettet werden mussten, wird mittlerweile eine Dezentralisierung des Bankensektors angestrebt. Tatsächlich hat aber die Größe der Banken noch zugenommen. Nachdem vor der Krise die Bankenaufsicht eher lasch war, neigen die europäischen Aufseher inzwischen zur Überregulierung – eine Situation, die von den USA und auch von Großbritannien nach dem Brexit ausgenutzt werden könnte. Fraglich ist, ob die globale Finanzmarktstabilität nachhaltig gestärkt ist und die Finanzmärkte eventuellen Schocks widerstehen können.

Martin Hellwig

## Was wäre, wenn der Lehman-Konkurs heute stattfände?

Am 15. September 2008 ging die US-amerikanische Investmentbank Lehman Brothers in den Konkurs. Danach kam das globale Finanzsystem in die schwerste Krise seit den 1930er Jahren. Die Implosion des Finanzsystems wurde erst gestoppt, als die Regierungen und Zentralbanken der wirtschaftlich wichtigsten Länder mit Krediten, Garantien und Liquiditätshilfen einsprangen. Damals war man sich einig, dass eine solche Krise nie wieder vorkommen dürfte. Auf verschiedenen G20-Gipfeln wurde versprochen, die Regulierung des Finanzsektors werde so reformiert, dass eine Wiederholung ausgeschlossen sei. Am zehnten Jahrestag der Lehman-Krise ist zu fragen, ob dieses Ziel erreicht wurde. Im Folgenden untersuche ich diese Frage. Ich befasse mich allerdings nicht mit dem Aufbau der Risiken in der US-amerikanischen Immobilienblase von 2003 bis 2006, sondern mit dem Systemkollaps nach dem Lehman-Konkurs.

### Systemkollaps: Geldmarktfonds, Geldmärkte, Banken, Börsen

Unmittelbar nach dem Lehman-Konkurs gab der US-amerikanische Geldmarktfonds Reserve Primary bekannt, er müsse 800 Mio. US-\$ an Krediten für Lehman abschreiben, der Wert eines Fondsanteils sei daher von 1 US-\$ auf 0,97 US-\$ gesunken. Die Bekanntgabe elektrisierte die Anteilseigner, denn der Fonds hatte an sich stabile Anteilswerte von 1 US-\$ versprochen (mit Gewinnverrechnung durch Zuweisung neuer Anteile). „Breaking

the buck“, das Durchbrechen der Grenze von 1 US-\$ pro Anteil, wirkte als Fanal und löste einen Run auf den Fonds aus. Innerhalb von Tagen verlor er 60 Mrd. US-\$ von den 62 Mrd. US-\$ an Mitteln, die bei ihm platziert waren. Der Run galt nicht nur Reserve Primary, sondern auch anderen Geldmarktfonds, bei denen die Anleger Verluste befürchteten. Die Mittelabzüge beliefen sich auf insgesamt 300 Mrd. US-\$ in wenigen Tagen. Der Run wurde erst gestoppt, als Ende der Woche das US-amerikanische Finanzministerium den Geldmarktfonds eine Art Einlagensicherung anbot, zum Schutz der Anleger vor Verlusten und zum Schutz der Fonds vor dem Run.

Der Run auf die Geldmarktfonds zwang diese ihrerseits, ihre Mittel aus dem Geldmarkt zurückzuziehen, vor allem von den verbleibenden Investmentbanken. Für diese hatte Lehman das Signal gesetzt, dass ein Bail-out durch den Staat nicht ohne Weiteres erwartet werden konnte; auch stand die Furcht im Raum, sie könnten ähnlich marode sein wie Lehman. Das Einfrieren der Geldmarktfinanzierungen gefährdete ihre Existenz, denn sie hatten keine Kundeneinlagen und waren auf den Geldmarkt angewiesen. In der Folge wurde Merrill Lynch von der Bank of America übernommen, und Morgan Stanley und Goldman Sachs gingen unter die Fittiche der Zentralbank, indem sie sich in Bank Holding Companies umwandelten.

Der Rückzug der Geldmarktfonds und anderer Anleger traf aber nicht nur die Investmentbanken, sondern auch

z. B. die deutsche Pfandbriefbank Hypo Real Estate (HRE) und ihre irische Tochter Depfa. Zu diesen hieß es noch Ende September 2008, sie seien eigentlich solvent, aber ihre Abhängigkeit vom Geldmarkt mache sie zum Opfer der Lehman-Krise, der Bund werde bei HRE am Ende ein gutes Geschäft machen. Per 31. Dezember 2008 allerdings wies die Bilanz von HRE eine Überschuldung von mehr als 5 Mrd. Euro aus, und das Engagement bei HRE dürfte den Bund in der Endabrechnung zwischen 10 Mrd. Euro und 20 Mrd. Euro gekostet haben. Jedoch hängt das eine nicht unbedingt mit dem anderen zusammen. Der Verlust des Bundes bei HRE kam vor allem von dem griechischen Schuldenschnitt 2012. Die Finanzmarktstabilisierungsanstalt hatte 2010 unter anderem einen großen Bestand an griechischen Staatsanleihen auf eigene Rechnung übernommen und das zum Nennwert. Die zum 31. Dezember 2008 verbuchten Verluste hatten weniger mit der Aussicht auf den griechischen Schuldenschnitt zu tun als mit der allgemeinen Implosion der Wertpapiermärkte in den Wochen nach dem Lehman-Konkurs. In den drei Wochen nach dem Konkurs beliefen sich die Wertverluste an den Börsen weltweit auf über 20 Billionen US-\$, ein Mehrfaches der Verluste beim Zerplatzen der Technologieblase von 2000 bis 2003. Die Kursverluste trafen nicht allein Aktien, sondern alle Wertpapiere, einschließlich Staatsanleihen.

Das Austrocknen der Geldmärkte hatte zur Folge, dass alle Institute, die sich auf den Geldmarkt als Finanzierungsquelle verlassen hatten, um ihre Zahlungsfähigkeit fürchten mussten. Diese Furcht veranlasste viele, ihre Mittel aus Titeln wie Aktien, Obligationen – und Geldmarktkrediten! – abzuziehen und stattdessen in Einlagen bei der Zentralbank oder sehr kurzfristige Staatsschulden, z. B. US-Schatzpapiere, anzulegen. Diese massive Verlagerung der Anlagen verursachte die dramatischen Kurseinbrüche. Die hohen Kursverluste stellten die Solvenz der Banken infrage, nicht nur bei HRE. Und da, wo keine Überschuldung ausgewiesen wurde, fragten sich die Anleger, ob wohl die Verluste schon alle offen gelegt wären.

Weitere Vorgänge verstärkten die negative Entwicklung. Lehman Brothers war ein wichtiger Marktmacher für bestimmte Derivate gewesen. Für Banken und andere, die ihr Risikomanagement auf diese Derivate stützten, wurde das Risikomanagement durch den Ausfall von Lehman Brothers erschwert. Das legte einen Rückzug aus bestimmten Risiken nahe. Der US-amerikanische Versicherungskonzern AIG, bis dahin der wichtigste Anbieter von Credit Default Swaps, Kreditausfallversicherungen, wurde in der Woche des Lehman-Konkurses zahlungsunfähig und musste von der Federal Reserve gerettet werden. Schließlich wurde auch die US-amerikanische Bank Washington Mutual von den Behörden unter Kuratel gestellt. Die ungesicherten Gläubiger wurden dabei an den

Verlusten beteiligt; das hatte negative Rückwirkungen auf Geldmärkte und Bankanleihenmärkte.

### Staatshilfe auf die Schnelle

Die deutsche Diskussion um HRE war geprägt von der Vorstellung, man müsse auf jeden Fall eine Wiederholung der Lehman-Katastrophe vermeiden. Es gab auch den Hinweis, in Schweden habe die staatliche Intervention die Krise 1992 wirksam eingedämmt, und am Ende sei der Fiskus dort nicht schlecht weggekommen. Dass in Schweden 1992 der Staat nicht nur Hilfe geleistet, sondern auch die Kontrolle übernommen und in den Banken aufgeräumt hatte, nahm man sich nicht als Vorbild. Für eine Kontrollübernahme fehlten die Rechtsgrundlagen. Das Kreditwesengesetz sah zwar die Möglichkeit eines behördlichen Eingreifens auch schon im Vorfeld von Verletzungen der Liquiditäts- und Eigenmittelvorschriften vor. Das Gesetz nannte aber den Gläubigerschutz und nicht den Systemschutz als Ziel eines solchen Eingriffs. Das war traditionell als Grundlage für ein insolvenzähnliches Verfahren mit Einfrieren aller Vermögenswerte verstanden worden, was man gerade vermeiden wollte. Daher setzte die Bundesregierung auf Freiwilligkeit und bot die Hilfe zu Bedingungen an, die den Banken genehm waren. Bei der HRE bezahlte der Staat am Ende noch 1,30 Euro pro Aktie, um die Altaktionäre auszukufen, deren Titel ohne die Staatshilfe schon längst wertlos geworden wären.

### Zwischenresümee zu den Krisenfaktoren

In den Wochen nach dem Lehman-Konkurs spielten also folgende Faktoren zusammen:

- die Anfälligkeit von Geldmarktfonds gegenüber Runs,
- die Abhängigkeit der Refinanzierung der Banken vom Geldmarkt und die Abhängigkeit des Geldmarkts von den Geldmarktfonds,
- die hohen Kursverluste bei handelbaren Titeln, die ein Ergebnis der panischen Suche nach Geld waren, die über die Regeln der Rechnungslegung wiederum Eingang in die Bücher der Banken nahmen, Vermutungen der Überschuldung nährten und es den Banken noch schwerer machten, Geld zu mobilisieren,
- tatsächliche und befürchtete weitere Dominoeffekte von Insolvenzen, die die Bereitschaft zur Kreditvergabe an Banken weiter senkten,
- das Einfrieren von systemrelevanten Funktionen von Lehman Brothers,

- das Fehlen von Verfahren, die es den Staaten erlaubt hätten, systemschonend einzugreifen, ohne die Aktionäre und alle Gläubiger von der Beteiligung an Verlusten zu befreien.

### Wo stehen wir heute?

Wie sieht es bezüglich der aufgeführten Faktoren heute aus?

- Die Geldmarktfonds sind gegenüber Runs nach wie vor anfällig. Für Geldmarktfonds in den USA, die institutionellen Anlegern einen stabilen Anteilswert versprechen, sind die Vorschriften etwas verschärft worden, für andere dagegen nicht.
- Die europäischen Banken hängen für die Finanzierung ihrer US-Dollar-Aktivitäten nach wie vor von den US-Geldmärkten und den US-Geldmarktfonds ab. In Europa haben sie selbst Kundeneinlagen, daher ist die Abhängigkeit hier etwas geringer. Aber im zweiten Halbjahr 2011 kam es zu einer ähnlichen Entwicklung wie 2008. Eine erneute Katastrophe wurde nur durch das energische Eingreifen der Europäischen Zentralbank (EZB) verhindert. Die stark angestiegenen Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB bieten einen gewissen Schutz vor einer Liquiditätsklemme, aber dieser Schutz wird entfallen, wenn die Geschäftsbanken diese Einlagen wieder auf das frühere Niveau bringen.
- Die Möglichkeit eines Zusammenspiels von Wertpapierverkäufen, Kursverlusten und Überschuldungsvermutungen besteht unverändert fort. Die höhere Eigenkapitalausstattung der Banken heute hilft zwar, Überschuldungsängste zu reduzieren, aber das Verhältnis der eigenen Mittel zur Bilanzsumme ist bei den großen europäischen Banken nach wie vor niedrig, zwischen 3 % und 7 %. Der von der Regulierung geforderte Mindestsatz von 3 % entspricht dem, was Lehman Brothers in der letzten Bilanz vor dem Konkurs auswies.
- Nachdem die Gläubiger fast aller Banken während der Krise von 2008/2009 schadlos gehalten worden waren – selbst die nachrangigen Gläubiger, deren Titel aufsichtsrechtlich als Eigenkapital behandelt werden –, sind neue Regeln entwickelt worden, damit im Fall der Schieflage einer Bank, die einen behördlichen Eingriff erforderlich macht, die ungesicherten Gläubiger an Verlusten beteiligt werden. Jedoch können die Behörden die Anwendung dieser Regel aussetzen, wenn sonst negative Folgen für die Finanzstabilität zu befürchten sind. Was das konkret bedeutet, ist unklar. Die Verlustbeteiligung der Gläubiger ist politisch sehr umstritten. Bei den italienischen Banken Monte dei Paschi di Siena, Banca Popolare di Vicenza, Veneto Banca und bei der

## Autorinnen und Autoren des Zeitgesprächs



**Prof. Dr. Martin Hellwig** war bis April 2017 Direktor am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn.



**Prof. Dr. Dr. h. c. Jochen Zimmermann** ist Professor für Betriebswirtschaftslehre an der Universität Bremen.



**Prof. Dr. Mechthild Schrooten** lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geldpolitik und Internationale Integration, an der Hochschule Bremen.



**Prof. Dr. Hans-Peter Burghof** ist Inhaber des Lehrstuhls für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim.



**Dr. Stephan Schulmeister** ist selbständiger Wirtschaftsforscher und Universitätslektor in Wien. Er war von 1972 bis 2012 Mitarbeiter am Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung.

Foto: Daniela Kloock

Banco Popular Español ist es am Ende zu einer Verlustbeteiligung der nachrangigen Gläubiger gekommen, bei ersteren aber erst nach einem langwierigen Prozess, in dem die Beihilfekontrolle der Europäischen Kommission eine zentrale Rolle spielte; bei der Banco Popular Español steht noch ein Gerichtsverfahren bevor.

- Ein Einfrieren von systemrelevanten Funktionen einer Bank als Folge von behördlichem Eingreifen kann nach wie vor nicht verhindert werden. Bei Instituten wie der Deutschen Bank oder BNP Paribas, die in verschiedenen Jurisdiktionen systemrelevante Tätigkeiten ausüben, ist zu erwarten, dass im Krisenfall bei den rechtlich unabhängigen Tochtergesellschaften in verschiedenen Ländern jeweils die Behörden des Sitzlandes einschreiten. Dadurch werden im Konzern integrierte Funktionen und Systeme zerstört. So hatte Lehman Brothers ein weltweit integriertes Cash Management; als die britischen Behörden in die Bank kamen, war kein Geld da, mit dem man die Marktmacherfunktionen in London zumindest kurzfristig hätte weiterführen können. Die Pflege und Nutzung integrierter IT-Systeme steht auch als Problem im Raum.

Die betroffenen Banken selbst schlagen in ihren Bankentestamenten vor, dass jeweils nur die für die Konzernmutter zuständige Behörde eingreift und das mit Wirkung für den Gesamtkonzern, während die für die Tochtergesellschaften zuständigen Behörden sich zurückhalten („single point of entry“). Diese Vorgehensweise wird auch von internationalen Gremien wie dem Financial Stability Board vorgeschlagen, hat aber derzeit keine Rechtsgrundlage und ist auch politisch nicht akzeptabel. Die USA haben unter anderem aus diesem Grund die von der Deutschen Bank vorgelegten Bankentestamente immer wieder abgelehnt und die Regulierung für die Tochtergesellschaften ausländischer Banken in den USA deutlich ausgebaut.

- Innerhalb der Europäischen Union ist mit der Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie und den dazu gehörenden nationalen Gesetzen ein neues Verfahren zum Umgang mit Banken in Schieflagen eingeführt worden. Und für die Mitglieder der Eurozone zentralisiert der Einheitliche Abwicklungsmechanismus das Verfahren bei einer Behörde; insoweit wird das im vorstehenden Punkt angesprochene Problem der Zerschlagung des Instituts durch unabhängige Eingriffe mehrerer Behörden vermieden (nicht aber im Verhältnis Eurozone – Großbritannien – USA). Das gewählte Verfahren ist aber nur in Ausnahmefällen praktikabel.

Wichtigstes Problem: Es gibt beim Einheitlichen Abwicklungsmechanismus keine Vorkehrungen, die Li-

quidität des in einem solchen Verfahren befindlichen Instituts sicherzustellen. Das Verfahren beruht auf der Vorstellung, man könne am Freitag in die Bank gehen, am Samstag eine Bewertung der Aktiva und Passiva der Bank vornehmen, am Sonntag den Aktionären und Gläubigern der Bank mitteilen, dass ihre Titel entwertet oder in Anteilstitel umgewandelt werden, und hätte dann am Montagmorgen wieder eine Bank, deren Solvenz über jeden Zweifel erhaben ist, sodass die Investoren ihr gerne Liquidität zur Verfügung stellen. Diese Vorstellung ist völlig unrealistisch, denn die Bewertung braucht Zeit, die Umwandlung der Titel der Aktionäre und Gläubiger ist rechtlich strittig, und die Investoren am Geldmarkt werden solange misstrauisch bleiben, wie sie nicht sehen, dass die Gründe, durch die die Schieflage der Bank entstand, auch wirklich behoben sind. Ohne genügend Liquidität im Sanierungs- und Abwicklungsverfahren ist eine Fortführung systemrelevanter Funktionen nicht möglich. Bei der Banco Popular Español „funktionierte“ der europäische Mechanismus, weil man mit der Banco Santander einen Käufer für die Bank hatte und das Geschäft über Nacht erledigen konnte. In einer Krise, in der viele Banken Probleme haben, wird das nicht so einfach gehen. Lehman Brothers ging ja auch deshalb in den Konkurs, weil die potenziellen Käufer – oder deren Aufsichtsbehörden – kalte Füße bekamen.

Ohne genügend Liquidität ist selbst eine Abwicklung problematisch, denn ein schneller Verkauf von Kreditportefeuilles muss nicht gelingen. Das von Italien eingeführte Sonderverfahren für die Abwicklung der Problemkredite der venezianischen Banken, das in Deutschland gleich als Rechtsbruch angeprangert wurde, hatte vor allem zum Zweck, die in einem Insolvenzverfahren nach italienischem Recht notwendige schnelle Liquidierung und dabei anfallende Verluste zu vermeiden.

## Fazit

Was wäre, wenn der Lehman-Konkurs heute stattfände? Verluste von und Runs auf Geldmarktfonds wären nach wie vor zu erwarten. Insoweit die Banken von den Geldmärkten abhängen, könnte es auch wieder zu Verkaufswellen an den Börsen kommen, um Geld zu mobilisieren. Allerdings reduzieren die hohen Einlagen der Banken bei den Zentralbanken die Abhängigkeit vom Geldmarkt etwas. Sollten die Geschäftsbanken hier ihre Strategie ändern oder zu Änderungen veranlasst werden, so steigen die Risiken.

Sanierungs- und Abwicklungsmechanismen sind im Ernstfall nach wie vor nicht funktionsfähig. In einer Krisensituation dürfte ein Fall wie HRE daher genauso ge-

handhabt werden wie damals, mit Beteiligung des Steuerzahlers. Es würde schon helfen, wenn die europäischen Regeln so geändert würden, dass die Liquidität von Banken in Sanierungs- und Abwicklungsverfahren sichergestellt ist und der Zeitdruck aus den Verfahren genommen wird. Bei größeren Banken erfordert das allerdings Mittel oder Garantien mit drei- bis vierstelligen Milliardenbeträ-

gen, eine Größenordnung, die in der Eurozone politisch brisant ist. Bei globalen Banken ist zu fragen, ob die behaupteten Effizienzvorteile der systemrelevanten Tätigkeit in mehreren Jurisdiktionen die Kosten für das Gemeinwesen aufwiegen, die sich daraus ergeben, dass diese Banken nicht ohne Schaden für das Finanzsystem insgesamt abgewickelt werden können.

Jochen Zimmermann

## Das Bankensystem im Euroraum – viel Bewegung, wenig Hoffnung

Die Finanzkrise 2008 hat die europäische Bankenwelt in der letzten Dekade durchgerüttelt; vieles ist hierbei aus politischer Veranlassung geschehen. Aus nationalstaatlichen Maßnahmen wurden europäische, aus ersten Bail-outs wurden zumindest auf dem Papier spätere Bail-ins. Derzeitige Versuche die Kreditinstitute zu stärken werden unter dem Motto der „Vollendung der Bankenunion“ mit der Mobilisierung von Ressourcen aus dem Verbraucherschutz unternommen. Keine dieser Maßnahmen setzt an der Wurzel des Problems, dem einheitlichen Währungsraum, an und löst die Probleme des Bankensektors nachhaltig. Deswegen lässt sich keine optimistische Prognose stellen.

Zu Beginn der Finanzkrise 2008 wurden viele Institute spontan und im besten Sinne improvisiert mit nationalen Mitteln für Garantien und Rekapitalisierung gestützt. Der deutsche Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMS, auch SoFFin) beispielsweise, der Kreditinstitute, Pensionsfonds oder Versicherungen begünstigte, war mit einem Garantievolumen von 100 Mrd. Euro ausgestattet und hat Rekapitalisierungsmaßnahmen in einem Umfang von knapp 30 Mrd. Euro vorgenommen. Die Commerzbank, die Hypo Real Estate und die WestLB waren die bedeutendsten Nutznießer dieses Fonds.

### Abwicklung von Banken

Relativ zügig haben nach dem 2008 abgewendeten Zusammenbruch des Bankensystems Umbauarbeiten begonnen: Eine nochmalige Stützung notleidender Banken aus Steuermitteln sollte es nach den Erfahrungen der frühen Bankenrettung weder in Deutschland noch in Europa geben. Nationale und europäische Maßnahmen zur Abwicklung von Banken wurden hierzu in Kraft gesetzt. Im deutschen Kreditwesengesetz wurde der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Möglichkeit eingeräumt, Aktiva und Passiva eines Kreditinstituts auf

Dritte zu übertragen. Finanziert werden sollte dies durch einen Restrukturierungsfonds, in den die deutschen Banken eingezahlt haben. Dessen Verwaltung lag bei der Finanzmarktstabilisierungsagentur (FMSA), die auch für den FMS verantwortlich gezeichnet hat. Die europäische Bankenabwicklungsrichtlinie (Bank Recovery and Resolution Directive) aus dem Jahr 2014, die im gleichen Jahr in deutsches Recht umgesetzt wurde, sieht zudem ein sogenanntes Bail-in-Tool vor, mit dessen Hilfe Eigentümer und Gläubiger an den Abwicklungskosten beteiligt werden.

Die Abwicklung der Banken beschäftigte die Europäische Union weiter: Seit dem 1. Januar 2016 gibt es ein vermeintlich „einheitliches“ Abwicklungsregime für Banken, die von der Europäischen Zentralbank (EZB) beaufsichtigt werden und die für das Finanzsystem von herausragender Bedeutung sind. Eine neue europäische Agentur ist entstanden, der einheitliche Abwicklungsausschuss (Single Resolution Board, SRB). Für die anderen deutschen Banken bleibt die FMSA zuständig, die zudem die Entscheidungen des SRB gegenüber deutschen Instituten durchsetzt. Eine europäische Bankenabgabe finanziert – analog zum vormaligen deutschen System – einen europäischen Fonds, den einheitlichen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund, SRF). In ihm geht auch der deutsche Restrukturierungsfonds perspektivisch bis zum Jahr 2023 auf. Am ersten Test ist das „einheitliche“ Abwicklungsregime schon gescheitert: Als die italienischen Banken Banca Popolare di Vicenza und Veneto Banca sowie kurz darauf die Monte dei Paschi di Siena mit dem Bail-in-Tool auf europäischer Ebene abgewickelt werden sollten, wurden auf politischen Druck hin die Institute mit nationalem Steuergeld gerettet. Gerade Kleinanleger wären von dem vorgesehenen Bail-in betroffen gewesen; deren Beteiligung erschien im politisch schwierigen Jahr 2017 nicht opportun. Im Ergebnis hat zwar der italienische Staat 2017 weniger Mittel investiert, als es Deutschland

2008 getan hat, die Glaubwürdigkeit des „einheitlichen“ Mechanismus hat diese Vorgehensweise dennoch erschüttert. Banken werden weiter durch Steuergeld gerettet, wenn es politisch wünschenswert erscheint. Das Bail-in-Tool hat sich, wie so viele andere ordnungspolitische Aktivitäten auf der Ebene der EU, als Papiertiger erwiesen.

Überhaupt ist fraglich, ob der einheitliche Abwicklungsfonds leisten kann, was er verspricht. Die bislang angesammelten Mittel sind eher dürrftig; im Krisenfall werden die Nationalstaaten im Rahmen zwischenstaatlicher Vereinbarungen zu beteiligen sein: Schon die geschätzten 30 Mrd. Euro für die Rettung der drei italienischen Banken hätten das dem SRF derzeit zur Verfügung stehende Vermögen überstiegen: vor einem Jahr betrug die unmittelbare Verfügungsmasse des SRF knapp 18 Mrd. Euro. Die jährlichen Beiträge liegen bei etwa 7 Mrd. Euro, und mit diesen Beiträgen sollen zum Ende des Jahres 2023 etwa 1 % der Einlagen aller Kreditinstitute abgedeckt sein. Es stünden also 2024 zwischen 70 Mrd. Euro und 100 Mrd. Euro zur Bankenrettung im Euroraum zur Verfügung. Beim Zusammenbrechen einzelner Banken dürfte dies ausreichend sein, nicht aber bei größeren systemischen Problemen. Italienische Banken etwa verwalten ausweislich der EZB-Statistik aus privaten Haushalten und Unternehmen, die nicht aus dem Finanzsektor stammen, etwa 1 Billion Euro an Einlagen. Eine Stabilisierung der Schieflage schon allein dieses einen Landes ist aus dem Fonds überhaupt nicht leistbar. Die Zielabdeckung von 1 % der Einlagensumme im Euroraum ist für systemische Schwächen unzureichend. Zur Illustration: Die Banca d'Italia beziffert die offensichtlich notleidenden Kredite auf ein Volumen von etwa 160 Mrd. Euro; andere Schätzungen gehen von 200 Mrd. Euro aus. Auch wenn nicht alle notleidenden Kredite uneinbringlich werden, so wird die Größenordnung des italienischen Problems für den gesamten Euroraum und die mit den italienischen Banken verbundenen Kreditinstitute deutlich. Pikanterweise legt der SRF seine Mittel als Sichteinlagen bei den nationalen Notenbanken an. Seine Funktionsweise entspricht also dem derzeitigen Handeln der Zentralbanken, die Titel auch fragwürdiger Bonität gegen Zentralbankgeld tauschen.

### Eigenkapitalunterlegung von Krediten

Eng mit dem Thema der notleidenden Kredite verbunden ist die Kapitalausstattung der Banken mit haftendem Eigenkapital. Während die Liquidität von Banken durch Notmaßnahmen der Zentralbanken sichergestellt werden kann, indem sie als „Lender of Last Resort“ bereitsteht, müssen für die Solvenz der Banken ausreichend Mittel zur Absicherung der Geschäftsrisiken bereitstehen. Die Finanzkrise des Jahres 2008 hat gezeigt, wie fehlerhaft die

Einschätzung der Banken bei den Risiken gerade von Verbriefungsgeschäften waren. Im Grundsatz beherrschen die Banken traditionelle Geschäftsmodelle: die Vergabe von Hypotheken- oder Geschäftskrediten, die Herausgabe von Konsumentenkrediten beinhalten in der Regel überschaubare Risiken – auch wenn jüngst in Spanien und in den frühen 1990er Jahren in Schweden eine Immobilienblase und notleidend gewordenen Hypothekenkredite eine nicht zu vernachlässigende Rolle bei der nationalen Bankenkrise gespielt haben. Dennoch bleibt die Risikolage bei Verbriefungsgeschäften deutlich unübersichtlicher. Daher wurden mit einem neuen Konzept der Kapitalausstattung (Basel III) die Kapitalanforderungen insgesamt erhöht, aber auch neue Mechanismen für die Bestimmung von Kapitalanforderungen, insbesondere für Verbriefungsrisiken entwickelt. Für die risikogewichteten Aktiva sind wie bei Basel II 8 % Eigenkapital bereitzustellen, wobei nun mindestens 4,5 % mit sogenanntem harten Kernkapital unterlegt werden. Für unvorhergesehene Risiken verlangt Basel III einen weiteren Kapitalerhaltungspuffer in Höhe von 2,5 % der risikogewichteten Aktiva. Insgesamt steigt damit die Eigenkapitalunterlegung auf 10,5 %. Zusätzlich sollen systemrelevante Banken weiteres Eigenkapital in Höhe von 1 % bis 2,5 % bereithalten, wie auch ein antizyklischer Puffer von bis zu 2,5 % Eigenkapital vorgesehen werden kann. Ein „einfacher“ Verschuldungsgrad soll zudem die Gesamtverschuldung des Systems begrenzen.

Grundsätzlich sind die neuen Vorschriften eine gute Idee; denn das Vorhalten von Eigenkapital ist dazu geeignet, die Solvenzrisiken von Banken zu begrenzen. Zudem gibt es belastbare empirische Evidenz, dass erfolgreiche und risikoarme Banken einen höheren Kapitalpuffer haben. Das Anknüpfen am Eigenkapital hat aber seine Tücken. Denn auch wenn „Eigenkapital“ einst eingezahltes Kapital der Aktionäre war, ist es längst in den Aktiva der Kreditinstitute gebunden und damit so gut oder schlecht wie die Struktur der Aktiva. Denn das Eigenkapital ist keine Finanzmasse, sondern die rechnerische Differenz von Vermögen und Schulden. Wird etwa das Vermögen zu aggressiv bewertet, dann steht es bei einer Verwertung nicht in der angesetzten Höhe zur Verfügung. Zudem bewirken systemische Krisen ein Absinken der Bewertung von Vermögenswerten und damit eine Verringerung des Eigenkapitals. Ganz und gar unsinnig ist es z. B., notleidende Kredite als werthaltige Aktiva zu zählen und sie damit indirekt als Kernkapital eines Kreditinstituts heranzuziehen. Dies gilt gerade für die Kreditinstitute in Ländern mit hohen notleidenden Kreditvolumina. Die EZB hat dieses Problem erkannt und im März 2017 einen Leitfaden zur Berücksichtigung notleidender Kredite herausgegeben. Wieder ist Italien ein Thema, und wieder ist hier eine einheitliche Vorgehensweise im Euroraum gescheitert,

auch weil der italienische Finanzminister massiv interveniert und die Vorgehensweise der EZB als „Gesetzgebung durch die Hintertür“ gebrandmarkt hat. Über die negativen Auswirkungen der EZB-Richtschnur auf das Eigenkapital hat etwa der UniCredito eine Schätzung für seine Aktionäre erstellt: Für ihn würde die Anwendung dieses EZB-Leitfadens das Kernkapital deutlich absenken, und zwar in einem stärkeren Umfang als die Umsetzung der neuen Basel-III-Maßnahmen.

### Keine Absicherung von Staatsanleihen

Ein weiteres ungelöstes Problem im Basel-III-Mechanismus stellt das fehlende Kapital zur Absicherung der Staatstitel dar. Unstreitig sind die Banken des Euroraums Risiken aus Staatsanleihen ausgesetzt. Dennoch zählen diese Anleihen nicht in das gewichtete Risikokapital. Dies bedeutet eine deutliche Unterkapitalisierung für die Banken, zumal deswegen, weil der seit einem Jahrzehnt beobachtbare Anstieg der Risikokapitalquoten nicht durch eine verbesserte Kapitalausstattung, sondern durch einen massiven Ankauf von Staatsanleihen begründet ist: Das vermeintliche Bild stabilerer Banken entsteht durch das Ersetzen „riskanter“ Anlagen (etwa Ausleihungen an Unternehmen) durch Staatsanleihen, die im Wege eines regulatorischen Fiat als risikolos eingestuft worden sind. Schon der Markt für Credit Default Swaps zeigt, dass es sich hierbei um eine regulatorische Fehlentscheidung handelt. Aus Sicht der Banken ist der Erwerb von Staatsanleihen oft ökonomisch sinnvoll, gerade in Krisenzeiten, die in der Euro-Peripherie immer noch wirken: Staatsschulden weisen eine hohe Liquidität auf und werfen – bei gegebenen Ausfallraten von üblichen Ausleihungen – eine angemessene Rendite bei geringem Eigenkapitalbedarf ab. Fallen Profitabilität und Qualität der üblichen Bankaktiva, stellen Staatsanleihen einen guten Ersatz dar. In Italien etwa sind über 10 % der Bankvermögenswerte Staatsschulden – in Deutschland liegt diese Quote bei weit unter der Hälfte.

Eine erneute Staatsschuldenkrise würde das europäische Finanzsystem nicht überstehen. Die Forderungen nach einem Schuldenschnitt, die die neue Regierung Italiens gestellt, aber dann doch recht zügig verworfen hat, würden bei deren Erfüllung voraussichtlich einen Großteil des Eigenkapitals der italienischen Banken vernichten. Griffen dann die Regeln des Basler Ausschusses, müssten diese Banken ihren Geschäftsbetrieb einstellen. Wechselseitige Verflechtungen in den Staaten des Euroraums würden dann in mehreren weiteren Staaten im Rahmen einer Abwertungsspirale der Aktiva Eigenkapital reduzieren. Eine solche systemische Krise ist angesichts einer schlechten Wirtschaftslage in der Euro-Peripherie nicht unwahrscheinlich.

### Niedrigzinsumfeld

Sorgen müssen neben den unzureichenden Sicherungsmechanismen auch die mikro- und makroökonomischen Rahmenbedingungen der Kreditwirtschaft bereiten. Die anhaltende künstliche Niedrigzinsphase, die durch das Aufblähen der EZB-Bilanz hervorgerufen ist, hat die Gewinnspanne für Kreditinstitute deutlich verringert. Wie will eine Bank, die einen Kredit für einen Effektivzins von unter 1 % vergibt (wie es jüngst die Commerzbank für Neukunden im Immobilienbereich angeboten hat), ihre Kosten für Infrastruktur und Personal wieder einspielen? Die offensichtliche Antwort liegt in Personaleinsparungen, Filialschließungen und – bei kleineren Instituten – Fusionen. So steigt die Größe der Banken gleichzeitig mit der Distanz zum Kunden. Geringere Margen fordern zudem neue Verfahren der Risikobewertung; denn die Prüfung der Kreditvergabe kann nicht mehr so aufwendig gehandhabt werden wie zuvor. Geringe Zinsen motivieren zugleich zu einer erhöhten Kreditnachfrage, gerade im Konsumentenbereich. Alles dies sind Anzeichen für ein weiteres Ansteigen der Bankrisiken: In seiner Mikrostruktur wird das Bankgeschäft nicht sicherer, sondern unsicherer.

In diese schwierige Geschäftslage hinein platzt die in der Europäischen Union 2015 verabschiedete zweite Zahlungsdiensterichtlinie (Payment Services Directive, PSD2). Mit dieser Richtlinie soll der europaweite Wettbewerb erhöht werden, und auch Nichtbanken sollen am Zahlungsverkehr teilnehmen können. Damit entfallen möglicherweise für die Kreditinstitute weitere Einnahmequellen in finanziell schwierigen Zeiten. Man mag aus wettbewerblicher Sicht kein Mitleid zeigen wollen, wenn es um den Wegfall von Einnahmequellen der Banken durch verschärften Wettbewerb mit neuen Konkurrenten geht. Es erscheint ordnungspolitisch aber verfehlt, durch eine Niedrigzinspolitik einerseits die Wettbewerbsfähigkeit des Kreditsektors einzuschränken, um andererseits diesen durch politische Entscheidungen schon belasteten Sektor einem verschärften Wettbewerb auszusetzen.

### Fazit

Im Ergebnis scheinen die vielfältigen Aktivitäten des letzten Jahrzehnts einen stark miteinander verflochtenen Kreditsektor nicht krisenfester gemacht zu haben. Die grundlegenden Fehler sind politisch oder ideologisch. Die politisch Handelnden haben sich bei der Frage, ob ein einheitliches und zentrales oder ein dezentrales System zu bevorzugen sei, stets für die Einheitlichkeit entschieden. Für die Effektivität solcher Mechanismen bedarf es des Einsatzes wesentlich höherer Puffer, da sich Risiken in einer solchen Konstellation verstärken und nicht regio-

nal oder national beschränkt bleiben. Das entscheidende Fehlurteil liegt in dem Irrtum, unter einem Markt ohne Hemmnisse („a single market“) das Gleiche zu verstehen wie identische regulatorische Maßnahmen („a single mechanism“). Auch ein einheitlicher Markt koordiniert noch immer gegenläufiges Handeln, ein koordinierter regulatorischer Mechanismus ist immer gleichgerichtet.

Insofern folgt auch die anstehende Mobilisierung bestehender Ressourcen der Einlagensicherung für einen gemeinsamen europäischen Mechanismus einer gewissen Eigenlogik. Ganz offensichtlich können die bereits geschwächten Finanzsysteme der Euro-Peripherie nicht durch die neu entwickelten Mechanismen eines Single Resolution Board stabilisiert werden. Ebenso wird die Umsetzung erhöhter Eigenkapitalanforderungen durch Basel III kaum gelingen: Sowohl die notleidenden und

nicht hinreichend wertberechtigten Kredite wie auch das fehlende Besicherungskapital für Staatsanleihen wirken dagegen. Doch wird auch beim Aufbieten der Mittel aus der Einlagensicherung etwa aus Deutschland das Bankensystem der gesamten Eurozone nicht dauerhaft gestärkt. Denn die Wurzel des Problems ist die Wettbewerbschwäche an der Peripherie. Diese strukturelle Problematik verbindet Staatsdefizite, Staatsverschuldung, schwache Wirtschaftsleistung mit immer weiter abnehmender Profitabilität und Qualität des Kreditportfolios der dortigen Kreditinstitute. Deren Siechtum weist den Weg in einen Kollaps, der eintritt, wenn die Mittel zur Stabilisierung in gemeinsamen Mechanismen absehbar aufgebraucht und die mit ihnen korrespondierenden Vermögenswerte vernichtet sind. Bis dahin lassen sich die Vereinheitlichungsbestrebungen im Euroraum als Erfolge feiern.

Mechthild Schrooten

## Entwicklung des deutschen Bankensektors: traditionelle Geschäftsfelder schrumpfen

Sind die Finanzmärkte zehn Jahre nach der Lehman-Pleite stabil? Die klare Antwort ist: NEIN. Zwar deutet vieles darauf hin, dass aktuell und unmittelbar keine Bankenkrise zu erwarten ist. Aber von einer nachhaltigen Stabilisierung des Finanzsektors kann zumindest in Deutschland keine Rede sein. In der akuten Krise 2008 wurde nach mehr Regulierung verlangt. Ein starker Staat sollte das richten, was die Finanzmärkte aus sich heraus nicht leisten können. Tatsächlich hat sich in Europa einiges auf der regulatorischen Ebene geändert. Die Bankenunion wurde implementiert. Die Aufsicht über große Kreditinstitute wurde neu geregelt. Basel III soll die risikoorientierte Kreditvergabe stärken. Es ließen sich noch weitere Schritte nennen.

All das kann jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Bankensektor die Achillesferse der Finanzmärkte bleibt. Das liegt auch daran, dass sich in Deutschland ein wichtiger Akteur – der Staat – gerade neu definiert.

### Geld bleibt der Dreh- und Angelpunkt

Geld hat als Kommunikationsmittel, Recheneinheit, Tauschmittel und Zahlungsmittel in den letzten Jahren eher an Bedeutung gewonnen. Die Wertaufbewahrungsfunktion von Geld ist dagegen im Zuge der Nullzinspolitik immer wieder hinterfragt worden. In einer finanzmarktdo-

minierten Marktwirtschaft werden von den Akteuren zentrale Ziele auf der Grundlage von geldwirtschaftlichen Kategorien formuliert. Unbestritten können heute Unternehmen eine aus welchen Gründen auch immer angestrebte Mindesteigenkapitalrendite in der Öffentlichkeit fordern. Dies gilt auch für die Gesamtkapitalrendite. Diese Zahlen lassen sich leicht kommunizieren und als ein Anspruch von Unternehmen an die Gesellschaft verstehen. Renditestreben ersetzt weitgehend das Gewinnstreben.<sup>1</sup> Die neoklassische Grundidee, dass Unternehmen den Gewinn maximieren wollen, muss daher als nicht mehr zeitgemäß verworfen werden. Auch Banken sind Unternehmen und formulieren Renditeziele – dies ist offenbar unabhängig von der Eigentümerstruktur. Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite der Banken in Deutschland lag im Jahr 2016 bei gut 4 % nach Steuern.<sup>2</sup> Dabei gibt es große Unterschiede zwischen den einzelnen Säulen des deutschen Bankensystems. Kreditgenossenschaften (8,4 %) und Sparkassen (7,4 %) liegen ganz vorn. Im internationalen Vergleich, aber auch im Vergleich mit anderen Unternehmen weist der Bankensektor eine unterdurchschnittliche Rendite aus.

1 M. Schrooten: Geldwirtschaft und Krise, in: Club of Vienna (Hrsg.): Wieviel Geld trägt die Welt? Analysen und Alternativen, Wien, Berlin 2016, S. 44-76.

2 Deutsche Bundesbank: Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2016, Monatsbericht, September 2017, S. 72.

Die Zielfunktion des Staates indes erscheint komplexer. Vielfältige Aufgaben, Ausgaben und Einnahmen wollen unter einen Hut gebracht werden. Im Zuge der internationalen Finanzkrise waren neben all diesem auch Bankenrettungsaufgaben an den Staat herangetragen worden. Natürlich muss dies wie alle anderen Ausgaben finanziert werden – in der Konsequenz stieg die Staatsverschuldung deutlich an. All das liegt lange zurück und hat zu einer Veränderung im Grundgesetz beigetragen. Der Staat gibt sich inzwischen auch eine geldwirtschaftlich fundierte Zielfunktion: die „schwarze Null“ – mit der Folge, dass die Neuverschuldung des Staates auf nahezu Null sinkt. Damit fällt ein vormals wichtiger Kunde für zukünftige Kreditgeschäfte weitgehend aus.

### Zahl der Kreditinstitute sinkt – Bilanzsumme steigt

Banken konnten im Zuge der internationalen Finanzkrise das „too big to fail“-Argument beleben.<sup>3</sup> Sogenannte systemisch relevante Institute konnten in prekären Situationen staatliche Rettungsprogramme erwarten. Große Beträge wurden zur staatlichen Stützung des Bankensektors verwendet. Kleinere Banken könnten aber – ohne Schaden für das gesamte System – abgewickelt werden. Insofern wäre es sinnvoll, wenn Banken und damit die Bedeutung des Bankensektors schrumpfen würden.

Tatsächlich ist genau das Gegenteil passiert. Die Bilanzsumme der an die Deutsche Bundesbank rapportierenden Kreditinstitute lag im Mai 2018 bei 7929 Mrd. Euro. Im Mai 2008 waren es 7788 Mrd. Euro. Die Bilanzsumme der Kreditinstitute hat demnach weiter zugenommen. Das ist nicht verwunderlich, da dabei unterschiedliche Faktoren eine Rolle spielen – so beispielsweise auch die gute Konjunktur. Allerdings ist die Zahl der Kreditinstitute auf nunmehr 1823 (Stand Jahresende 2017) zurückgegangen.<sup>4</sup> Im Vorkrisenjahr 2007 waren es 2277 Kreditinstitute. So sind beispielsweise von den 2007 noch zwölf Landesbanken im Jahre 2017 acht übrig geblieben.<sup>5</sup> In der rückläufigen Gesamtzahl der Kreditinstitute – um immerhin etwa 20 % – spiegeln sich vor allem Zusammenschlüsse und Fusionen innerhalb der jeweiligen Säule des deutschen Bankensystems wider.

Während die Zahl der Kreditinstitute seit Jahren sinkt, nimmt die durchschnittliche Bilanzsumme zu. Von der einstigen Idee, die Größe der Banken zu begrenzen, ist nicht viel übrig geblieben. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank wiesen 38 Geschäftsbanken Ende 2017 ein

Geschäftsvolumen von mehr als 10 Mrd. Euro aus. Im Jahr der Lehman-Pleite waren es gerade einmal 27. Damit sind Zahl und Bedeutung der systemisch relevanten Institute nach der Krise weiter gestiegen.

### Geschäftsmodell am Wendepunkt

Der Geschäftsbankensektor steht vor massiven Veränderungen. Zum einen haben sich tatsächlich die Regulierungsvorschriften nennenswert verschärft. Dazu gehören auch die Schaffung der Bankenunion und die Veränderungen bei der Eigenkapitalunterlegungspflicht.<sup>6</sup> Zum anderen sind gerade in Bezug auf die digitalisierte bargeldlose Zahlung in Echtzeit leistungsfähige Konkurrenten entstanden, die bislang dieses Geschäftsfeld nahezu ausschließlich unter sich aufgeteilt haben. Die bargeldlose Überweisung per Internet ist im Gestern verankert. Die digitale Transformation steht vielen klassischen Geschäftsbanken noch bevor.<sup>7</sup>

Im Zuge der veränderten regulatorischen Rahmenbedingungen wurde das bilanzielle Eigenkapital tendenziell zwar ausgeweitet; zuletzt ist allerdings eine gegenläufige Entwicklung feststellbar. Die Eigenkapitalausstattung des deutschen Bankensektors belief sich im Mai 2018 auf knapp 404 Mrd. Euro. Die rechnerische Eigenkapitalquote lag damit im Mai 2018 bei etwa 5,1 %. Tatsächlich aber unterliegt die Eigenkapitalausstattung erheblichen Schwankungen. So weist die Statistik der Deutschen Bundesbank beispielsweise für Ende 2016 eine deutliche bessere Eigenkapitalausstattung der Geschäftsbanken aus; zu diesem Zeitpunkt lag das Eigenkapital der Geschäftsbanken bei 466 Mrd. Euro. Das ergibt eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 5,6 %.

Dabei entwickeln sich die beiden Säulen des Eigenkapitals – gezeichnetes Kapital und Rücklagen – höchst unterschiedlich. Während der Posten gezeichnetes Eigenkapital 2007 bei 81 Mrd. Euro lag, legte er im Zuge der Krise und der damit verbundenen Finanzspritzen zunächst zu. Im Mai 2018 lag das gezeichnete Eigenkapital der Geschäftsbanken bei 103 Mrd. Euro und damit deutlich unter dem Vergleichswert des Spitzenjahres 2010 (2010: 128 Mrd. Euro). Es lässt sich erkennen, dass das gezeichnete Kapital im Geschäftsbankensektor in den letzten Jahren deutlich abgebaut wurde. Dagegen legten zeitgleich die Rücklagen stark zu; so erreichten die Rücklagen im Mai 2018 einen Wert von 301 Mrd. Euro. Im Vergleichsjahr 2010 lagen die Rücklagen gerade einmal bei 216 Mrd. Euro.

3 Vgl. zum Thema Finanz- und Bankenkrise beispielsweise U. Herrmann: Der Sieg des Kapitals, 3. Aufl., Frankfurt a. M. 2013.

4 Deutsche Bundesbank: Bankenstatistik, Juli 2018.

5 Deutsche Bundesbank: Bankenstatistik, Juli 2010.

6 Vgl. z. B. L. Zeise: Geld – der vertrackte Kern des Kapitalismus. Versuch über die politische Ökonomie des Finanzsektors, 2. Aufl., Köln 2011.

7 Vgl. zum Thema Blockchain und Kryptowährungen: Deutsche Bundesbank: Ertragslage der deutschen Kreditinstitute ..., a. a. O.

Während die Geschäftsbanken unter eine immer klarere Regulierung fallen, haben sich am Rande des Finanzsektors neue Dienstleister aufgestellt, deren Regulierung weniger eindeutig ist. Dazu gehören vor allem die Bezahl-dienstleister, die in den Mittelpunkt ihrer Geschäftstätigkeit die schnelle Abwicklung von Transaktionen stellen. Dies ist in der Tat für den Finanzsektor eine Revolution und damit auch eine echte Innovation. Diese seit Jahren immer weiter verbreitete Finanzinnovation wird von den traditionellen Geschäften erst neuerdings angeboten. Hier wurde ein zukunftsweisendes Geschäftsfeld anderen überantwortet. Die Innovationskraft des deutschen Bankensektors ist offenbar begrenzt.

Dazu passt, dass die Nutzung der Blockchain-Technologie im Geschäftsbankensektor nur gemächlich vorankommt. Dabei zeichnet sich ab, dass diese Technologie für zahlreiche Anwendungen geeignet sein und an Bedeutung gewinnen kann. Geschäftsbanken könnten sich diesen Ansatz zunutze machen und in einem erweiterten Umfang als plattformbasierte Intermediäre auftreten. Ohnehin wird diese Technologie auch an Bedeutung für den traditionellen Zahlungsverkehr gewinnen. Mit Blockchain lassen sich Eigentumsrechte – z. B. bei Wertpapiertransaktionen – in kürzester Zeit gut dokumentiert übertragen.

### Kreditnehmer dringend gesucht

Das traditionelle Geschäft der Banken liegt in dem Einsammeln von Ersparnissen und dem Verleihen von Geld gegen einen Zins. Durch die Zinsdifferenz lassen sich Gewinne generieren. Im Zuge der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank können Banken zu besonders günstigen Konditionen Einlagen und Zentralbankgeld „einkaufen“. Im Jahr 2016 erwirtschafteten die Geschäftsbanken in Deutschland einen Zinsüberschuss von 91,1 Mrd. Euro. Hierbei sind vor allem die rückläufigen Zinsaufwendungen zu Buche geschlagen.<sup>8</sup> So schreibt die Deutsche Bundesbank: „Wie in den Vorjahren profitieren die Banken von einer günstigen Finanzierungssituation.“<sup>9</sup> Zwar lässt sich bei einer Betrachtung über einen Zeitraum von 30 Jahren ein Sinken der Zinsmarge<sup>10</sup> der Banken feststellen. Seit Beginn des neuen Jahrtausends jedoch liegt die Zinsmarge der Banken in der Größenordnung von eins.

Dennoch fühlen sich offenbar viele Banken von der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) belas-

tet.<sup>11</sup> Faktisch belastend wirkt die Negativverzinsung, die dann fällig wird, wenn Banken bei der EZB Überschussliquidität halten. Allein im Jahr 2016 zahlten deutsche Banken deshalb 1 Mrd. Zinsen an die EZB. Eine derart ausgeprägte Überschussliquidität im Bankensektor deutet darauf hin, dass das traditionelle Geschäftsmodell der Banken nur noch bedingt greift. Dies lässt sich auch an der Struktur der konsolidierten Bankbilanzen erkennen, beispielsweise verliert die wechselseitige Finanzierung von Banken an Bedeutung. Bei den Krediten an Nichtbanken wird deutlich, dass sich der Bestand mit einer geringen Dynamik entwickelt. Als positive Treiber wirken hier die Wohnungsbaukredite. Das macht den Bankensektor stark abhängig von der Entwicklung auf dem Immobilienmarkt. Etwaige Preiskorrekturen auf diesem Markt könnten rasch zu nennenswerten Problemen führen.

Entscheidend für die weitere Entwicklung des Finanzsektors dürfte aber der stark verringerte Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte sein. Dieser massive Nachfrageausfall dürfte auf Jahre eine erhebliche Überliquidität im gesamten Finanzsektor festschreiben. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass auch bei einer zinspolitischen Wende die Einlagenzinsen dauerhaft auf einem niedrigen Niveau bleiben. Wesentlich ist darüber hinaus, dass mit dem Rückzug des deutschen Staates aus der Kreditaufnahme immer weniger mit sehr guter Bonität gesicherte Anlagemöglichkeiten für die Finanzintermediäre zur Verfügung stehen. Die „schwarze Null“ kann sich so zu einem Finanzmarktrisiko entwickeln. Schon jetzt verursacht sie erhebliche Anpassungskosten. Dieser Effekt auf den Finanzmarkt wurde bei der Einführung der restriktierenden finanzpolitischen Ausrichtung möglicherweise wenig berücksichtigt.

### Fazit

Der deutsche Bankensektor hat sich vordergründig von der internationalen Finanzkrise erholt. Die Eigenkapitaldecke wurde tendenziell ausgebaut. Nennenswerte Eigenkapitalrenditen werden wieder erwirtschaftet, wenngleich diese im Vergleich zum Unternehmenssektor und auch zu internationalen Finanzintermediären teilweise eher gering ausfallen. Diese Gemengelage im deutschen Bankensektor täuscht nicht darüber hinweg, dass die internationale Finanzkrise massive Spuren hinterlassen hat.

Dazu kommt, dass die Zukunftsfähigkeit des Geschäftsbankensektors nicht nur von der Krisenbewältigung und klassischen Krisenresistenz, sondern vor allem von seiner inneren Innovationskraft abhängt. Gerade in den Bereichen Finanz-

8 Deutsche Bundesbank: Ertragslage der deutschen Kreditinstitute ..., a. a. O., S. 55 f.

9 Ebenda, S. 56 f.

10 Differenz zwischen den Zinserträgen und Zinsaufwendungen in % der Bilanzsumme.

11 Deutsche Bundesbank: Ertragslage der deutschen Kreditinstitute ..., a. a. O., S. 57 f.

innovationen, Digitalisierung und Zahlungsverkehr gibt es nach wie vor einen erheblichen Nachholbedarf. Die zukünftigen Geschäftsfelder der Banken werden gerade definiert. Die Gesellschaft 4.0 stellt neue Ansprüche an das Finanzsystem. Es wäre sinnvoll, wenn der deutsche Bankensektor insgesamt gemeinsame Standards anwenden und somit bislang ungenutzte Synergien erschließen könnte.

Besonders problematisch ist dagegen die Entwicklung der traditionellen Geschäftsfelder zu sehen. Im Bereich der Kreditvergabe setzt der Geschäftsbankensektor im-

mer stärker auf die Nachfrage nach Immobilienkrediten. Damit macht sich der Bankensektor auch von den Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt abhängig. Noch stärker allerdings schlägt der weitgehende Ausfall eines wichtigen Finanzierungsnachfragers, des Staates, zu Buche. Dieser Ausfall hat zwei unmittelbare Wirkungen. Zum einen begünstigt er die Überliquidität im Finanzsektor. Zum anderen stehen deutlich weniger Wertpapiere mit ausgezeichneter Bonität zur Absicherung zur Verfügung. Dies mag risikoreichere Geschäfte beflügeln. Zehn Jahre nach der Lehman-Pleite bleibt also noch viel zu tun.

Hans-Peter Burghof

## Banken nach der Finanzkrise – einmal Überregulierung und zurück

Für die globale Finanzkrise von 2007/2008 lassen sich eine Fülle von Ursachen anführen. Je nach Position des Urteilenden waren es gefährliche Finanzinnovationen (Subprimemarkt, Kreditderivate, Verbriefungstransaktionen), die zu geringe Eigenkapitalausstattung vieler Banken, die Risikokultur amerikanischer Investmentbanker, die Gier vieler Akteure oder gar ein grundsätzliches Versagen der Marktwirtschaft in einer globalisierten Welt. Man könnte auch weniger populäre Krisenursachen wie ein vielfältiges Versagen der Regulierungsbehörden, fehlgeleitete staatliche Interventionen oder die expansive Geldpolitik in den USA diskutieren. Und tatsächlich dürften alle diese und weitere Aspekte eine Rolle bei der Entstehung der Krise gespielt haben. Es wäre auch überraschend, wenn ein derartig tiefer Einschnitt in das Wirtschaftsleben auf eine einzige Ursache zurückzuführen sein sollte, auch wenn es in der öffentlichen Debatte natürlich sehr entlastend wirkt, wenn man sich zumindest auf einen einzigen Sündenbock einigen kann.

### Wandel der Machtverhältnisse

In aller Kürze: Es waren nicht „die Banken“. Allerdings waren die Kreditinstitute als zentrale Institutionen des Kapitalmarktes in vielfältiger Weise in Entstehung und Verlauf der Krise involviert. Und es hat in ihrem Bereich viele Missstände gegeben, die zur Krise wesentlich beigetragen haben und die abzustellen waren bzw. noch abzustellen sind. Entscheidend für die weitere Entwicklung ist aber die Reduktion der öffentlichen und politischen Krisenwahrnehmung in Europa darauf, dass die Banken für die Finanzkrise verantwortlich seien. Eine solche Finanzkrise stellt eine existenzielle Bedrohung unseres Wohlstands dar. Also ist jede Regulierung der Banken gerecht-

fertigt, die dazu beiträgt (oder auch nur beitragen könnte), dass so etwas nicht wieder passiert. Eine kritische Reflexion der einzelnen Regulierungsmaßnahmen und der Regulierungsintensität in ihrer Gänze bleibt auf der Strecke.

Damit verschieben sich auch die Machtverhältnisse zwischen den Banken und ihren Aufsehern entscheidend. Vor der Finanzkrise konnten die Banken bei der Gestaltung der bankaufsichtlichen Normen mitwirken und diese oftmals in wesentlichen Zügen bestimmen. Sie kannten ihre Produkte, Märkte und Modelle in aller Regel besser als die nationalen Aufseher. In einem derartigen Umfeld war es auch von Bedeutung, dass ihre Mitarbeiter oft ein Vielfaches des Gehalts ihrer Aufseher bezogen. Mit entsprechendem Selbstbewusstsein traten sie diesen und den politischen Entscheidungsträgern entgegen. Wurden sie dennoch in ihren Vorhaben blockiert, konnten die international tätigen Institute den Wettbewerb der Finanzplätze untereinander ausnutzen und zwischen den verschiedenen Aufsichtsregimen eine sehr effiziente Regulierungsarbitrage betreiben.

Im Ergebnis gelang es vor allem den politiknahen Investmentbanken, die Eigenkapitalunterlegung in ihren Geschäftsfeldern gefährlich zu drücken. Ein Beispiel dafür war die fehlende Eigenkapitalunterlegung bei Kreditverbriefungen über irische Conduits – eine der Hauptauslöser der Krise. Ein anderes ist die geringe Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken bei der Nutzung interner Modelle (die übrigens erst heute und auch nur halbherzig korrigiert wird). Oftmals intervenierte die Politik sogar, wenn die Aufseher zu lästig wurden oder auf der Einhaltung bestimmter ökonomischer Prinzipien bei der Bankenaufsicht beharrten. So war die eigentlich sinnvolle Förderung der

Verbriefungsmärkte in Deutschland durch einen solchen fehlgeleiteten Pragmatismus gekennzeichnet, der das deutsche Bankensystem hohen Risiken aussetzte.

Seit der Finanzkrise beherrscht das Agenda Setting der Regulierer den Markt. Dabei haben sich vielleicht weniger die formalen Wege der Mitwirkung der Banken geändert, wohl aber ihre tatsächliche Einwirkungsmacht. Dies kommt in der großen Menge, Vielfalt und Komplexität der neuen Aufsichtsnormen zum Ausdruck, denen die Banken nun zu entsprechen haben. Vor allem die ambitionierte Terminierung bei der Inkraftsetzung neuer Normen stellt die Kreditinstitute immer wieder vor kaum und meist nicht mit Bordmitteln lösbare Probleme. Eine gewaltige Beratungsindustrie lebt davon, Kreditinstitute auf neue Aufsichtsnormen vorzubereiten und sie bei deren Implementierung zu unterstützen.

Was hier akzeptabel ist und was dagegen gravierende Konsequenzen nach sich zieht, entscheiden jedoch die Aufseher, und die sind sich ihrer Macht sehr bewusst. Man hätte sich ein solches Selbstbewusstsein und auch das daran geknüpfte energische und rasche Handeln schon vor der Finanzkrise gewünscht. Schon damals gab es dafür ausreichend rechtliche Handhabe, und angesichts der sich kulminierenden Risiken auch hohen Bedarf. Heute allerdings geht die Übertreibung in die andere Richtung. Es fehlt an einer kritischen Hinterfragung des eigenen Handelns. Man genießt das neue Ansehen und die große Machtfülle, vielleicht auch in Kompensation für die jahrelange Missachtung vor allem durch die internationalen Großbanken. Die Bankenaufsicht wurde massiv aufgerüstet und für die Eurozone in der mächtigen Europäischen Zentralbank konzentriert. Sie eröffnet zahlreiche neue Arbeitsfelder, die das Bankgeschäft nicht mehr nur begleiten, sondern bis zur detaillierten Analyse und Genehmigung des Geschäftsmodells mitbestimmen. Im scharfen Kontrast zum angestaubten Image der Vergangenheit wird damit die Aufsicht zu einem interessanten Karrierefeld für ambitionierte und nach Macht strebende Manager.

Ein Aufsichtssystem, in dem die zu Beaufsichtigenden im Wesentlichen selbst über die für sie geltenden Normen bestimmen, ist sicher nicht erstrebenswert. Die staatlichen Aufseher handeln im öffentlichen Auftrag und sollen gerade dort eingreifen, wo der Markt versagt. Konflikte mit den Kreditinstituten sind also bei der Bankenaufsicht vorprogrammiert. Aber ein Aufsichtssystem, das primär von einer politischen und bürokratischen Eigendynamik getrieben wird, ist ebenso gefährlich. Es besteht die Gefahr einer massiven Überregulierung, die den marktlichen Prozess erdrückt und all die Fehlsteuerungen und Ineffizienzen einer staatlich gelenkten Wirtschaft auslöst. Wie weit wir auf diesem Pfad fortgeschritten sind, ist umstrit-

ten, und die Klagen der Kreditinstitute selbst dazu sind wenig glaubwürdig. Eine kritische Bewertung der heutigen Regulierungspolitik erscheint dennoch mit Blick auf die Fülle neuer bankaufsichtlicher Normen notwendig. Dabei stellen sich zwei Fragen: Welche Nebenwirkungen und Risiken hat diese Politik heute und in der Zukunft, und lässt sie sich dauerhaft im wirtschaftlichen Wettbewerb der entwickelten Staaten durchhalten?

### Kosten der Regulierung

Jeder staatliche Eingriff in die Wirtschaft erzeugt Kosten. Dies sind zum einen die reinen Bürokratiekosten. Zum anderen resultieren diese Kosten mittelbar aus der Verzerrung des Marktergebnisses durch die staatliche Intervention. Im Fall der Bankenaufsicht verbinden sich beide Aspekte zu einem gefährlichen Gesamteffekt, der das eigentliche Aufsichtsziel, die Stabilisierung des Finanzsystems, infrage stellt.

Im Einzelnen: Die Kosten, die den Kreditinstituten durch ihre Beaufsichtigung entstehen, sind in den letzten Jahren stark angestiegen. Immer mehr Mitarbeiter sind nicht mehr mit der Erstellung von Dienstleistungen für die Kunden beschäftigt, sondern mit der Abarbeitung der aufsichtlichen Vorgaben. Dabei müssen wegen der erratischen Anforderungen der Bankenaufsicht und benötigter Spezialkenntnisse teure externe Dienstleister hinzugezogen werden. Die Kosten der Finanzintermediation steigen damit deutlich an. Da die Kreditinstitute nicht dauerhaft Verluste machen können, werden ihre Leistungen teurer. Manchmal entfallen sie auch ganz, wenn aus dem Mehrwert der Leistung kein entsprechender Deckungsbeitrag realisierbar ist. So ist nach der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) die individuelle Anlageberatung für Anleger mit kleinem und mittlerem Vermögen betriebswirtschaftlich kaum mehr darstellbar und entfällt bzw. wird durch nicht gleichwertige, hochstandardisierte und computerisierte Verfahren ersetzt.

Ein bisher kaum betrachteter, aber dauerhafter und gravierender Nebeneffekt der intensiven Regulierung ergibt sich aus der Tatsache, dass Geschäftsleiter der Banken immer weniger Herr im eigenen Haus sind und sich vor allem mit den Aufsehern und externen Beratern gut stellen müssen. Damit wird für eine Karriere in einem Kreditinstitut die Bürokratiekompetenz bedeutsamer als die unternehmerische Kompetenz. Der erfolgreiche Bankmitarbeiter entfernt sich von den Kunden und Produkten und beschäftigt sich hauptsächlich mit internen Prozessen und dem Austausch mit Aufsehern und Beratern. Bankleistungen werdend dadurch immer prozessualer und weniger flexibel. Diese Entwicklung ist ganz nach dem Gusto der auf die Entwicklung und Überprüfung standardisierter Prozes-

se ausgerichteten Berater und Aufseher. Nicht profitieren können dagegen die Bankkunden. Hier leidet die Qualität der Bankleistungen, die sich gerade auch in Ausnahmesituationen bewähren sollten. Für das auf Flexibilität und gemeinsames unternehmerisches Denken angewiesene deutsche Hausbanksystem ist diese Form der Bürokratisierung der Banken eine existenzielle Bedrohung.

Mit Blick auf systemische Risiken ist zunächst der Verdrängungseffekt hervorzuheben. Wenn das Geschäft der Kreditinstitute mit immer höheren Regulierungskosten belastet wird, entstehen starke Anreize, die entsprechende wirtschaftliche Aktivität und die damit verbundenen Risiken in wenig oder gar nicht regulierte Bereiche und auf den Kapitalmarkt zu verlagern. Beispiele dafür sind entsprechende Fondskonstruktionen, aber auch bestimmte Geschäftsmodelle im Bereich der Fintechs. Zu nennen sind etwa Preisvergleichs- und Anlagevermittlungsplattformen, die sich der Aufsicht über die Fiktion entziehen, sie würden keine Anlageberatung betreiben. Darauf kann und sollte die Politik mit einer Ausweitung der Reichweite der Aufsicht reagieren, was aber wiederum die Kreativität der Marktteilnehmer mobilisiert, auch die neuen Abgrenzungskriterien zu unterlaufen.

Die Chance für eine maßvolle Aufsicht liegt darin, dass diese Umgehungsaktivitäten per se mit Kosten verbunden sind. Gegenwärtig gibt es in Europa aber keine Perspektive für eine Rückkehr zu einer solchen maßvollen Aufsicht. Auf der politischen Agenda steht unverändert eine weitere Intensivierung und damit zwangsläufig auch Ausweitung der Bankenaufsicht. Möglicherweise lassen sich auf diesem Weg die systemischen Risiken innerhalb des regulierten Bereichs der Finanzwirtschaft reduzieren. Aber schon in der Finanzkrise von 2007/2008 spielten neben den klassischen Übertragungswegen der Krise im Bankensystem von den Regulierern kaum kontrollierbare Kapitalmarkteffekte eine bedeutende Rolle. Je stärker die Kosten der Bankenaufsicht also ansteigen, umso weniger relevant ist eine intensive Bankenaufsicht für die umfassende Systemstabilität.

Für die Stabilität des nach Institutgröße und -typ stark ausdifferenzierten deutschen Bankensystems sind der Standardisierungs- und der Fixkosteneffekt der Bankenaufsicht eine Bedrohung. Sowohl die Vielfalt der Institutionen als auch die Größendifferenzierung wirken stabilisierend, da einzelne Krisenursachen nie gleichzeitig das gesamte Bankensystem treffen. Die rasche Erholung der deutschen Wirtschaft nach 2008 dürfte zu einem wesentlichen Teil diesem Strukturmerkmal des deutschen Bankensystems geschuldet sein. In der Aufsichtspraxis gibt es jedoch ein Streben nach Komplexitätsreduktion und Standardisierung. In der Vergangenheit war dies ein

Störfaktor, dem die deutsche Politik gelegentlich entgegengetreten musste. Unter den neuen Machtverhältnissen kann es dagegen strukturbildend wirken, da die Aufseher über sehr viel mehr Macht verfügen und der Wille und vor allem die Möglichkeiten der politisch Verantwortlichen in Deutschland, sich für die Besonderheiten des deutschen Finanzsystems einzusetzen, stark abgenommen haben.

Der Fixkosteneffekt der Bankenaufsicht ergibt sich daraus, dass es keine in dieser Hinsicht wirksame Differenzierung der Bankenaufsicht nach Institutgröße und Geschäftsmodell gibt. Die Aufsichtsnormen differenzieren zwar in vielfältiger Weise. Aber damit erhöht sich die Komplexität der Aufsicht nur noch weiter, und dem müssen sich auch die kleinen Institute stellen. Daneben drängen das Sicherheitsstreben der Politik und vielleicht auch die Lobbyaktivitäten der Großbanken die Aufseher dazu, eine entsprechende Privilegierung der kleinen Institute nur sehr zurückhaltend zu gewähren. Aus der inneren Handlungslogik der bankaufsichtlichen Bürokratie ergibt sich, dass danach noch bestehende Freiräume eher nicht genutzt werden, damit man nicht für mögliche Versäumnisse zur Verantwortung gezogen werden kann. Im Ergebnis fallen die Aufsichtskosten für die kleineren Institute relativ zu ihrem Geschäftsvolumen deutlich höher aus als für die großen, systemischen Institute.

Dieser grundlegende Fehlanreiz im aktuellen Aufsichtssystem verändert die Größenstruktur des deutschen Bankensystems schon heute. Vor allem regionale Kreditinstitute fusionieren in großer Zahl, um sich den aufsichtlichen Anforderungen besser stellen zu können. Damit wählen sie auf Druck der Aufsicht eine ineffiziente Betriebsgröße und verwirken spezifische Wettbewerbsvorteile. Sie verlieren an regionaler Bindung und werden oft bürokratischer im Umgang mit ihren Kunden. Dies wird sich in den Geschäftsergebnissen niederschlagen. Die Reaktion darauf wird aber vermutlich eher eine weitere Konsolidierung des Bankenmarktes und nicht etwa die Rückkehr zu kleineren Institutsgößen sein. Dieser Prozess wird angesichts des kleinteiligen deutschen Bankensektors sicher noch einige Jahre andauern. Er wirkt sich nachteilig für den Bankenwettbewerb in den Regionen aus, worunter im digitalen Zeitalter vor allem die auf einen regionalen Partner angewiesenen mittelständischen Unternehmen zu leiden haben.

Am Ende dieses Entwicklungspfades steht ein Bankensystem, das von seiner Größenstruktur und seiner hohen Homogenität der Banktypen und Geschäftsmodelle her wesentlich riskanter ist als der Ausgangszustand. Damit hätte die Aufsicht, zumindest in Deutschland, ihre wesentlichen Ziele durch eigenes Handeln verfehlt.

### Überregulierung des Bankensystems

Genau wie zu wenig Regulierung ist also auch das Übermaß an Regulierung ineffizient und gefährlich. Das europäische Bankensystem wird dadurch immer weniger leistungsfähig. Die – im Gegensatz zur Bankenunion – als förderndes Maßnahmenpaket gedachte europäische Kapitalmarktunion soll die Kapitalmärkte als Substitut aufbauen, um die Finanzierung der Wirtschaft durch Banken zu ersetzen. Die Trennung vom Finanzplatz London durch den Brexit ist kein gutes Omen für dieses Vorhaben. Unabhängig davon dürften aber auch bei einer Steigerung der Effizienz der Kapitalmärkte vor allem mittelgroße und kleine Unternehmen weiterhin auf Intermediäre angewiesen sein, und diese Unternehmen erbringen in vielen europäischen Staaten einen wesentlichen Anteil der Wirtschaftsleistung.

Die Überregulierung des Bankensystems stellt also für Europa einen Wettbewerbsnachteil dar, der tragend wird, wenn relevante Wettbewerber vom Kurs einer intensiven Regulierung abweichen. Die USA haben unter der Regierung Trump sehr rasch Maßnahmen in dieser Richtung

ergriffen. Und auch für Großbritannien wird sich nach dem Brexit die Frage stellen, ob eine geringere Regulierung der Banken und Finanzmärkte nicht ein opportunes Mittel zum Ausgleich der wirtschaftlichen Nachteile des Brexits darstellt. Vor diesem Hintergrund erscheint es unwahrscheinlich, dass die Europäische Union ihre heutige Politik in der Bankenaufsicht auf Dauer weiterführen kann. Andererseits ist die regulatorische Agenda als politisch-bürokratischer Prozess fest verankert, eine Wende daher auf mittlere Frist nicht absehbar. Am Ende wird der Wettbewerbsdruck Europa aber zu dieser Wende zwingen. Es ist zu befürchten, dass diese Wende dann umso rascher und drastischer erfolgen muss, je später sich diese Einsicht durch und in konkreten politischen Maßnahmen niederschlägt. Und dass das wirtschaftspolitische Klima dann umschlägt hin zu einer unkritischen Deregulierungseuphorie, die von den dann realisierbaren, hohen Effizienzgewinnen gespeist würde. Die Regulierung der Banken würde so zu einem sich selbst verstärkenden zyklischen Prozess. Dem könnte nur eine maßvolle und differenzierende Politik der Deregulierung schon heute ein sinnvolles Ziel setzen.

Stephan Schulmeister

## Wie die „unsichtbare Hand“ des Markts in die Finanzkrise führte

Die Finanzkrise 2008 war das Ergebnis von „business as usual“. Denn Vermögenspreise wie Aktienkurse, Rohstoffpreise, Wechselkurse, Immobilienpreise oder Anleihekurse entwickeln sich in einer Abfolge von „Bullen- und Bärenmärkten“. Dieses Charakteristikum der „freiesten“ Märkte kann von Mainstream-Ökonomen nicht gesehen werden, weil es in ihrer Theorie nicht vorgesehen ist. Deshalb blieb ihnen die systemische Hauptursache der Finanzkrise verborgen: Die gleichzeitige Entwertung von Aktien-, Immobilien- und Rohstoffvermögen 2007/2008 durch drei Bärenmärkte, denen drei simultane Bullenmärkte vorangegangen waren.

### Die fatale Koinzidenz von drei Bärenmärkten

Abbildung 1 zeigt: Nach Überwindung der Rezession 2001 begannen die Rohstoffpreise und ab 2003 auch die Aktienkurse stark zu steigen, gleichzeitig setzte sich der Boom der Immobilienpreise in den USA fort. Ab 2007 begannen zuerst die Immobilienpreise, dann die Aktienkurse und schließlich die Rohstoffpreise massiv zu fallen. Diese „Vermögensschmelze“ und ihre Folgen waren in jenen Ländern besonders stark ausgeprägt, in denen sich die Vorsorge der Haushalte (für das Alter und die Studienkosten der Kinder) und das Profitstreben generell auf die Realisierung (spekulativer) Bewertungsgewinne konzentrierten. So sank der Gesamtwert des Immobilien- und Finanzvermögens der Haushalte in den USA zwischen 2007 und 2009 von 498 % ihres verfügbaren Einkommens auf 350 %.

Dass die Koinzidenz der drei Bärenmärkte die systemische Hauptursache der Finanzkrise war, machen auch historische Vergleiche plausibel. So kam es zuletzt 1929 zu einem gleichzeitigen Verfall von Immobilienpreisen, Aktienkursen und Rohstoffpreisen – im Gegensatz zu damals wurden allerdings der nachfolgende Wirtschaftseinbruch und die Bankenzusammenbrüche 2009 durch die Politik energisch bekämpft. 2001/2002 waren zwar die Aktienkurse annähernd so stark gefallen wie 2007/2008 (vgl. Abbildung 1), doch wurde dieser Effekt durch den Anstieg der Immobilienpreise (teilweise) kompensiert – der Wirtschaftseinbruch fiel daher schwächer aus als 2009.

Die realwirtschaftlichen Folgen simultaner Bärenmärkte verstärken sich wechselseitig: So verloren Millionen Haushalte in den USA ihr Eigenheim – sie gaben es auf oder wurden delogiert, da der Wert der Immobilie unter jenen ihres Hypothekarkredits sank. Die Forderungen der Banken bzw. der aus ihnen gebildeten und weltweit

vertriebenen „collateral debt obligations“ (CDO) wurden nahezu wertlos („Schrottpapiere“). Gleichzeitig sank der Wert der Aktiva der Banken durch den Verfall der Aktienkurse (zuvor war er durch den Bullenmarkt „aufgeblasen“ worden), ihr Eigenkapital schmolz dahin und sie mussten durch den Staat gerettet werden.

Unternehmen und Haushalte reagierten auf die Entwertung ihrer Vermögen (insbesondere auch ihres Pensionskapitals) mit einem Rückgang der Investitionen bzw. der Anschaffung dauerhafter Konsumgüter wie Pkw. Der Welthandel schrumpfte viel stärker als das BIP (verstärkt durch den Rückgang der Importe der Rohstoffproduzenten). Davon waren exportorientierte Länder wie Deutschland oder Japan stärker betroffen als etwa die USA.

### Mit „neoliberaler Brille“ nicht erkennbar

Seit den 1970er Jahren hat sich in den Wirtschaftswissenschaften (wieder) die um „rationale Erwartungen“ ergänzte Gleichgewichtstheorie durchgesetzt (Neoklassik): Die Akteure werden als nur rationale, nur individuelle und nur eigennützige Wesen begriffen (homo oeconomicus), die ihre Erwartungen auf Basis der Theorie ihrer Schöpfer bilden (theory-consistent expectations). Konkurrenz auf freien Märkten ermögliche ein „allgemeines Gleichgewicht“. Dazu braucht es noch die Annahme, dass alle Akteure gleiche Präferenzen haben und daher operiert die moderne Theorie mit dem Konzept eines „repräsentativen Agenten“.

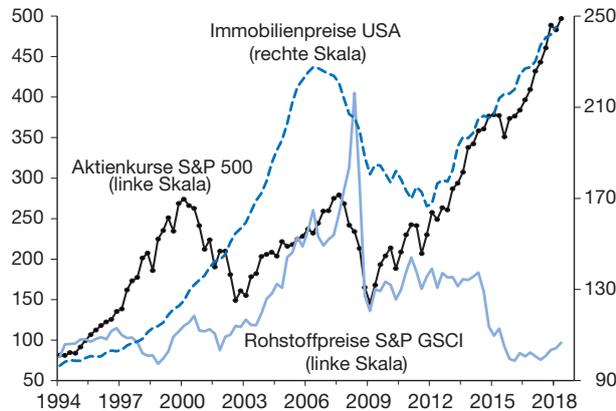
Aus dieser Theorie wurden die Leitlinien der Wirtschaftspolitik abgeleitet, von den Fiskalregeln (Maastricht etc.), der Dominanz der Geldwertstabilität, der „Verschlan- kung“ des (Sozial-)Staats bis zur Deregulierung der Finanzmärkte.<sup>1</sup> Dass (ausgerechnet) die „freiesten“ Märkte permanent Abweichungen der Preise von ihren „fundamentalen“ Gleichgewichten generieren, also Bullen- und Bärenmärkte, ist dabei „undenkbar“.

Solche Abweichungen müssen Folge von „Schocks“ sein oder von „Blasen“: Die Akteure erwarten die Fortset-

<sup>1</sup> Die beiden anderen, weniger „geschichtsmächtigen“ neoliberalen Schulen, die „österreichische Schule“ und der deutsche Ordoliberalismus, gehen von fundamental anderen Annahmen aus als die Neoklassik (sie betonen die Beschränktheit von Wissen, Marktprozesse als „Entdeckungsverfahren“, die Bedeutung staatlicher Rahmenbedingungen für die Wettbewerbsordnung etc.). Auf anderen „Argumentationspfaden“ kommen sie allerdings zu den gleichen wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen wie die Neoklassik (Schule von Chicago).

### Abbildung 1 Verfall von Immobilienpreisen, Aktienkursen sowie Rohstoffpreisen und die große Krise

Index 1995 = 100



Quellen: Yahoo Finance, Case-Shiller, Standard & Poors.

zung eines Kursanstiegs, kaufen daher und erfüllen so ihre Erwartung. Sie müssen an eine permanent wachsende Abweichung des Preises von seinem fundamentalen Gleichgewicht glauben, dies aber widerspricht „rationalen Erwartungen“. Bullen- und Bärenmärkte sind hingegen „überschießende“ Prozesse, die von den Akteuren immer als zeitlich beschränkt begriffen werden: Jeder Trend hat ein Ende, gewinnen kann man nur, wenn man in der Frühphase kauft bzw. verkauft (nicht aber permanent).

Theorien gleichen Brillen mit einem bestimmten Schliiff. Man kann mit jeder nur das wahrnehmen, worauf sie den Blick fokussiert. Mit „neoliberaler Brille“ konnte man die systemische Ursache der Finanzkrise nicht wahrnehmen. Daher befanden sich die ökonomischen Eliten einige Monate lang in einem Schockzustand. Als die Aktienkurse im März 2009 wieder zu steigen begannen, setzten die beiden Freud'schen Abwehrmechanismen ein: Verleugnung und Verdrängung. Seither sind (daher) Immobilienpreise und Aktienkurse (vgl. Abbildungen 1, 2, 7) wieder drastisch gestiegen und bauten gemeinsam mit den Anleihekursen (vgl. Abbildung 6) neuerlich ein hohes „Absturzpotezial“ auf.

### Bedeutung technischer Spekulationssysteme

In der Dynamik spekulativer Preise manifestieren sich die Widersprüche zwischen Annahmen und Aussagen der Gleichgewichtstheorie und der ökonomischen Realität besonders markant. Schon 1953 hatte Milton Friedman „bewiesen“, dass destabilisierende Finanzspekulation durch die Mehrheit rationaler, sich an den Fundamentalwerten orientierender Spekulanten ausgemerzt würde. Diesen Zirkelschluss baute ein anderer Chicago-Ökonom, Eugene Fama, zur Theorie effizienter Finanzmärkte

aus: Unter den Standardannahmen (homo oeconomicus und effiziente Preisbildung) entsprächen „asset prices“ ihren fundamentalen Gleichgewichtswerten. Wenn man allerdings nur aufgrund der vergangenen (also bekannten) Kursentwicklung durch „trading rules“ Extra-Profiten erzielen könne, wäre der Markt nicht einmal schwach effizient.

Tatsächlich werden die meisten Transaktionen von computergestützten, zunehmend „automatisierten“ Systemen ausgelöst (früher „technical trading“ genannt, heute „algo trading“ wie der Hochfrequenzhandel). Sie verarbeiten nur vergangene Kurse, Informationen über die „market fundamentals“ werden ignoriert. Daraus folgt ein für Mainstream-Ökonomen unlösbares Dilemma: Entweder, die Systeme sind profitabel, dann wären die „freiesten“ Märkte nicht einmal schwach effizient – oder sie sind unprofitabel, dann wären die Akteure nicht rational. Tatsächlich dokumentieren die meisten Studien eine „abnormale“ Profitabilität solcher „trading systems“.<sup>2</sup>

Diese Systeme versuchen, das Phänomen von Kurschüben (trending) zu nutzen und verstärken es damit zugleich: Die „trend-following systems“ kaufen (verkaufen) in der Frühphase eines Aufwärts-(Abwärts-)Trends, die „contrarian systems“ konzentrieren sich umgekehrt auf die Spätphase eines Trends, um von einem Richtungswechsel zu profitieren.

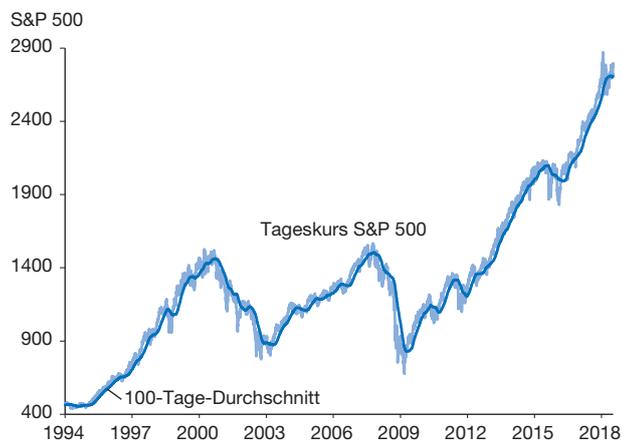
Die Abbildungen 2 und 3 zeigen die Entwicklung des US-Aktienindex S&P 500 und des Erdölpreises auf Basis von Tagesdaten. Mit freiem Auge erkennt man: Spekulative Preise schwanken fast immer um „underlying trends“. Ein Oszillieren um ein stabiles Gleichgewichtsniveau kommt kaum vor. Mit Hilfe „gleitender Durchschnitte“ lassen sich die Trends herausfiltern. Solche „moving averages“ bilden daher die Basis für die Ermittlung von „trading signals“ einfacher technischer Modelle. Das Phänomen des „trending“ wiederholt sich auf unterschiedlichen Zeitskalen (Datenfrequenzen). Es zeigt sich etwa auch auf Basis von Stunden-, Minuten- oder Sekunden-Daten. Dabei sind allerdings die Schwankungen um die (Mini-)Trends umso größer, je höher die Datenfrequenz ist.

Mehrere Trends auf Basis relativ „schneller“ Daten, unterbrochen von kleineren Gegenbewegungen, akkumulieren sich zu einem Trend auf Basis relativ „langsamer“ Daten. So resultieren mehrere Preisschübe auf Basis von Tick-Daten (sie erfassen jeden realisierten Preis) zu einem Trend auf Basis von Minutendaten, diese akkumulieren sich wieder zu einem Trend auf Basis von 30-Minuten-Daten, und diese zu Trends auf Basis von Tagesdaten usw.

<sup>2</sup> Dokumentiert in S. Schulmeister: Der Weg zur Prosperität, Salzburg, Wien 2018, Kapitel 9.

Abbildung 2  
Trending und Spekulation am Aktienmarkt

Tagesdaten



Quelle: Yahoo Finance.

### Wie sich Bullen- und Bärenmärkte entwickeln

Über mehrere Monate oder Jahre dauern Trends nach oben länger als nach unten und akkumulieren sich in einem stufenweisen Prozess zu einem Bullenmarkt. Ein Bärenmarkt entwickelt sich analog, indem Trends nach unten länger dauern als nach oben. So stieg der US-Aktienindex zwischen 1995 und 2000 auf das Dreifache, fiel danach auf die Hälfte, verdoppelte sich bis 2008, fiel wieder auf die Hälfte und ist seit März 2009 auf das Vierfache gestiegen (vgl. Abbildung 2). Noch extremer fiel die Endphase des Ölpreisbooms zwischen Januar 2007 und Juli 2008 aus, gefolgt von einem noch steileren Einbruch (vgl. Abbildung 3).<sup>3</sup>

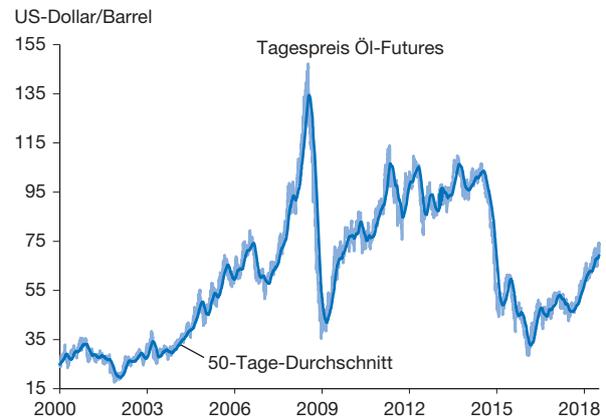
Auf- bzw. Abwertungsprozesse werden somit nicht dadurch realisiert, dass über einen längeren Zeitraum Kursbewegungen nach oben steiler sind als nach unten, sondern dadurch, dass sie länger dauern. Dieses Ergebnis der „Vermessung“ von Preispfaden widerspricht der herrschenden Theorie: In einem effizienten Markt ergeben sich Preisänderungen aus neuen Informationen (news). Sobald diese den Markt erreichen, sollte der Preis sofort auf seinen neuen Fundamentalwert springen.

In einer von elementarer Unsicherheit geprägten Welt, in der das Verhalten der Akteure von rationalen und emotionalen Faktoren beeinflusst wird, die durch soziale Interaktion zu „Marktstimmungen“ gebündelt werden, entwickeln sich spekulative Preise in Trends: Ist die Stimmung optimis-

3 Dieses Muster zeigt sich für alle elektronisch gehandelten „asset prices“, insbesondere auch für Anleihekurse (vgl. Abbildung 6), Wechselkurse und sonstige Rohstoffpreise, vgl. S. Schulmeister, a. a. O.

Abbildung 3  
Trending und Spekulation am Erdölmarkt

Tagesdaten



Quellen: New York Mercantile Exchange NYMEX, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung WIFO.

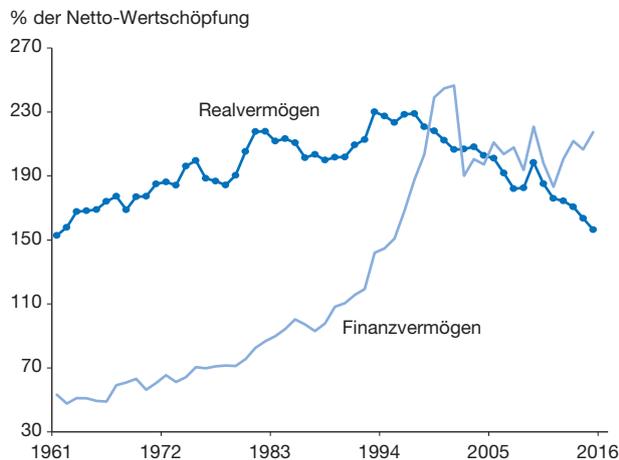
tisch (bullish), so werden die Akteure auf positive „news“ stärker reagieren (mehr „investieren“) als auf negative „news“ und sie werden eine „long position“ länger halten als eine „short position“. Daher dauern Aufwertungsrends während eines Bullenmarkts länger als die Gegentrends, der Preis steigt in einem stufenweisen Prozess (in einem Bärenmarkt dauern umgekehrt Abwertungsrends länger).

Auslöser eines neuen Kursschubs, also einer Richtungsänderung in der Kursbewegung, sind neue ökonomische oder auch politische Nachrichten. In Sekunden müssen „news-based trader“ abschätzen, wie die anderen Händler reagieren werden. Erwartet ein Händler, dass die Mehrheit einen Kursanstieg erwartet, so wird er das entsprechende „asset“ kaufen. Um die Komplexität extrem rascher Entscheidungen auf jenes Minimum zu reduzieren, das ausreicht, um Gewinne zu machen, bilden Händler lediglich Erwartungen über die Bewegungsrichtung von Kursen. So wird ein Händler bei einer überraschenden Dollarzinssenkung – „im Normalfall“ – blitzartig auf eine Euro-Aufwertung setzen (Richtungserwartung), statt das neue „Fundamentalgleichgewicht“ des Euro-Dollar-Kurses zu quantifizieren.

Computergesteuerte Spekulationssysteme verarbeiten die von „news“ ausgelöste Kursbewegung und generieren Kauf- bzw. Verkaufssignale, die wiederum die Kursbewegung verstärken.<sup>4</sup> Je länger ein Preistrend dauert, desto weniger (professionelle) Trader „springen auf“ und desto mehr Amateure wollen auch an der Kursentwick-

4 Die qualitativen Verfahren („chartism“) versuchen, aus bestimmten Kurskonfigurationen auf eine Fortsetzung eines Trends oder einen Richtungswechsel zu schließen.

Abbildung 4  
Vermögensbildung der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung WIFO.

lung partizipieren (als Gruppe sind sie der Verlierer im Null-Summenspiel).

Mit Fortdauer eines Bullen- bzw. Bärenmarkts wird das jeweilige „asset“ im Vergleich zu seinem (vermuteten) Fundamentalwert zunehmend über- bzw. unterbewertet. Mit Verzögerung zeigen sich die Folgen auch in der Realwirtschaft: So wird eine überbewertete Währung die Exporte dämpfen, eine unterbewertete Währung hingegen die Inflation erhöhen. Ein Bullenmarkt bei Erdöl wird zu einer Ausweitung der Produktion führen (etwa durch „fracking“), und damit Angebot und Marktstimmung verändern. Auch nehmen die Aktivitäten jener Akteure zu, die auf Basis des Ausmaßes von „Overshooting“ auf den Wechsel zwischen Bullen- und Bärenmärkten spekulieren.<sup>5</sup> Früher oder später endet daher jeder „Overshooting-Prozess“, zumeist folgt ein ähnlicher Prozess in die Gegenrichtung.

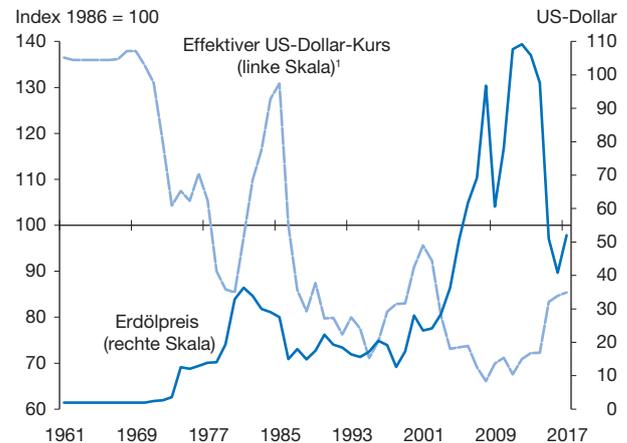
### Realwirtschaftliche Performance unter regulierten und freien Finanzmärkten

In den 1950er und 1960er Jahren folgte die Politik den Empfehlungen von Keynes, den Spielraum für Spekulation der „money makers“ radikal zu beschränken („Euthanasie der Rentiers“). Bei festen Wechselkursen, stabilen Rohstoffpreisen, Zinssätzen unter der Wachstumsrate und „schlummernden“ Aktienmärkten konnte sich das Profitstreben nur in der Realwirtschaft entfalten, die Unternehmen konzentrierten sich auf die Bildung von Real-

<sup>5</sup> George Soros hat diese (seine) Strategie 1987 im lesenswerten Buch „The Alchemy of Finance“ dokumentiert.

Abbildung 5  
Dollarkurs und Erdölpreis

Tagesdaten



<sup>1</sup> Gegenüber D-Mark, Franc, Pfund, Yen.

Quellen: OECD, IMF.

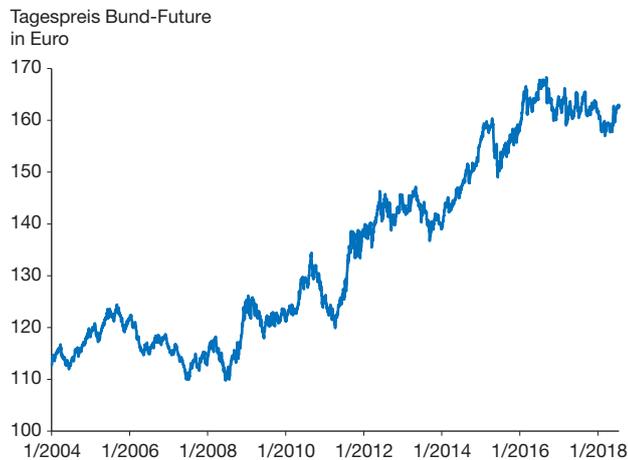
kapital und damit auch auf die Schaffung von Arbeitsplätzen (vgl. Abbildung 4).<sup>6</sup>

In den 1970er Jahren erfolgte der Übergang von einer realkapitalistischen zu finanzkapitalistischen „Spielanordnung“. Nach Aufgabe fester Wechselkurse verlor der US-Dollar in zwei Schüben etwa 50 % seines Werts. Darauf reagierten die Erdölexporteure mit zwei „Ölpreisschocks“ (vgl. Abbildung 5), die zwei Rezessionen nach sich zogen. Auf die drastische Inflationsbeschleunigung reagierten die Notenbanken ab 1980 mit einer Hochzinspolitik, in den nachfolgenden 35 Jahren lag der Zinssatz in Europa über der Wachstumsrate. Deshalb sowie wegen der instabilen Wechselkurse und Rohstoffpreise (und der damit verbundenen Profitancen von Finanzspekulation) verlagerten die (nicht-finanziellen) Unternehmen ihre Aktivitäten von der Real- zur Finanzwirtschaft: Ihre Nettokreditaufnahme sank, seit etwa 15 Jahren ist der Unternehmenssektor zu einem Überschussektor geworden, er nimmt netto nicht mehr Kredite auf, sondern bildet immer mehr Finanzkapital (vgl. Abbildung 5).

Gefördert wurde diese Entwicklung durch die Schaffung von immer komplexeren Finanzderivaten (sie ermöglichen auch „dem kleinen Mann“ mit großen „Hebeln“ zu spekulieren) und durch die Empfehlungen neoliberaler Theorien, insbesondere die Förderung der kapitalgedeckten Altersvorsorge. Unter diesen Bedingungen ging das Realkapital

<sup>6</sup> Eine solche „realkapitalistische Spielanordnung“ wurde um 1980 in China durch die Reformen von Deng etabliert, quasi nach dem Motto „Kapitalisten aller Länder kommt zu uns – aber nur in der Realwirtschaft!“

Abbildung 6  
Entwicklung der Anleihekurse in Deutschland



Quelle: <https://www.onvista.de>.

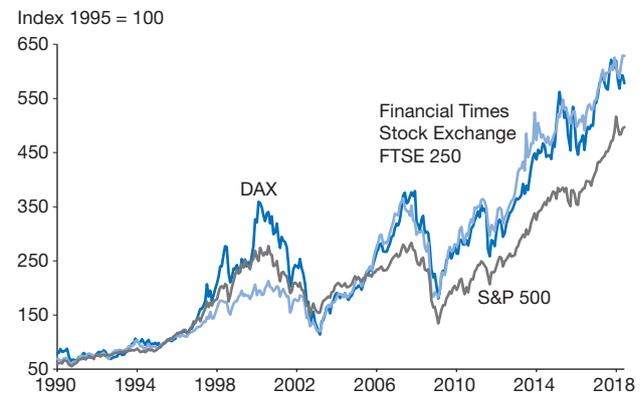
der Unternehmen relativ zur Wertschöpfung zurück, während ihr Finanzkapital bis zum ersten Aktiencrash 2000 massiv stieg (vgl. Abbildung 5 – beide Kapitalformen sind zu laufenden Preisen bzw. Kursen bewertet). Die weiter wachsenden Finanzvermögen (insbesondere der Haushalte) sind daher immer weniger durch Realkapital gedeckt, vielmehr stehen ihnen in erster Linie Staatsschulden gegenüber.<sup>7</sup>

### Ausblick

In den letzten Jahren sind die Aktienkurse stärker gestiegen als vor den Börsencrashes 2000 und 2008 (vgl. Abbildung 7). Seit sechs Jahren boomen die Immobilienpreise in den USA so stark wie vor Ausbruch der Finanzkrise (vgl. Abbildung 1), gleichzeitig steigen sie auch in Ländern wie Deutschland, in denen dies vor 2008 geschehen

7 In S. Schulmeister, a. a. O. behandle ich die vielen „Kanäle“, durch die finanzkapitalistische Anreizbedingungen nicht nur die realwirtschaftliche Performance beeinträchtigen und so Arbeitslosigkeit, Staatsverschuldung und Armut steigen lassen, sondern auch das zwischenmenschliche Verhalten im Alltag langsam verändern.

Abbildung 7  
Aktienkurse in Deutschland, Großbritannien und den USA



Quelle: Yahoo Finance.

war, stark überdurchschnittlich. Zusätzlich boomten die Anleihekurse wie nie zuvor (vgl. Abbildung 6), in erster Linie als Folge der Nullzinspolitik (siehe „befeuerte“ auch den Anstieg der Aktienkurse). Dieses „Absturzpotenzial“ der wichtigsten Vermögenspreise wird sich mit hoher Wahrscheinlichkeit neuerlich in simultanen Bärenmärkten „entladen“. Wann das sein und wodurch es ausgelöst wird, lässt sich in einer „Spielanordnung“, die geradezu systematisch Unsicherheit produziert, nicht prognostizieren. Ein Problem wird freilich als Auslöser einer Finanzschmelze immer wahrscheinlicher: Ein Handelskrieg zwischen den USA, der EU, Japan und China. Es mangelt aber auch nicht an anderen „Kandidaten“, von einer Eskalation innereuropäischer Konflikte im Zusammenhang mit dem Brexit oder dem Aufstieg der Rechtspopulisten bis zu erhöhten Spannungen im Nahen Osten, insbesondere in Hinblick auf den Iran. Eine neuerliche Finanzschmelze in Gestalt mehrerer Bärenmärkte sollte als Gelegenheit genutzt werden, Bilanz zu ziehen über die Erfahrungen mit einer „Spielanordnung“, die sich am Grundsatz orientiert „Lassen wir unser Geld arbeiten!“.

### Title: *Ten Years after the Lehman-Bankruptcy – Have Financial Markets Stabilized?*

**Abstract:** *The bankruptcy of Lehman Brothers investment bank on 15 September 2008 caused a global financial crisis. Conventional wisdom regards the financial crisis as an extraordinary event caused by extraordinary factors. It can, however, also be considered the result of “business as usual” insofar as trading practices in asset markets systematically produce bull and bear markets. While banks are now regulated more rigorously, capital adequacy requirements favour government bonds. After bailouts of banks which were too big to fail, there were demands to decentralise the banking sector, but banks are now bigger than before. Banking supervision had been lax before the crisis, but banks were over-regulated post-crisis, according to one of the authors. He is afraid that the US and Great Britain may take advantage of this situation. After all, it is uncertain whether the global finance market will be resilient in the face of potential future shocks.*

**JEL Classification:** G01, G10, G21, G28