

Die globalen Finanzmarkturbulenzen: Nicht nur Folge schwacher Regulierung

Weltwirtschaftliche Ungleichgewichte abbauen

Ognian N. Hishow

Die Schockwellen der US-Hypothekenkrise haben die Europäische Union (EU) erreicht und für eine Wiederbelebung der Diskussion über die globale und europäische Finanzmarktregulierung gesorgt. Dabei ist die Krise nicht durch mangelnde Regulierung verursacht, sondern durch internationale Ungleichgewichte. Zugleich machen Globalisierung und Produktinnovation im Finanzsektor die Finanzaufsicht oft wirkungslos. Die EU muss in Kooperation mit den anderen großen Wirtschaftsakteuren den massiven Nettokapitalexport aus den Entwicklungs- und Schwellenländern umlenken helfen.

Ende Juli kursierte die Nachricht, dass eine deutsche Mittelstandsbank, die Düsseldorfer IKB-Bank, in Schwierigkeiten geraten war. Dies, so Kommentatoren, könne einen Flächenbrand nicht nur im deutschen Bankensystem auslösen, mit dramatischen Folgen für Wachstum und Beschäftigung in der EU. Die seit geraumer Zeit zu beobachtende Liberalisierung und Deregulierung der europäischen und weltweiten Finanzströme eröffnete der Branche neue Möglichkeiten. Die Folge war eine Flut neuer Finanzprodukte, insbesondere sogenannter Derivate. Das große Angebot an Derivaten erklärt zu einem Gutteil das starke Wachstum des Sektors, aber auch die zahlreichen neuen Risiken.

Die EU war an dieser Entwicklung nicht ganz unbeteiligt: Jahrelang haben Kommission und Rat eine Öffnung des Finanz-

sektors für europaweiten Wettbewerb propagiert und mittlerweile weitgehend durchgesetzt. Die Banken in Europa passten sich den neuen Bedingungen an, was daran zu sehen ist, dass selbst kleinere Institute eigene Fonds zu verwalten begannen. Die Institute müssen sich am Markt behaupten und sehen sich gezwungen, ihr Portfolio zu diversifizieren. Das erklärt die Risikofreudigkeit der IKB-Bank und zahlreicher anderer, ebenfalls angeschlagener Häuser. Parallel hat der Grad der wechselseitigen Verflechtung der europäischen Banken stark zugenommen. Fehlentscheidungen oder Schocks haben daher gravierende Folgen für alle beteiligten Partner.

Der europäische Bankensektor war in den letzten Jahren aus zwei Gründen gerne bereit, mit der Gefahr zu leben, dass die eine oder andere Transaktion Verluste ein-

bringt. Zum einen wächst die Weltwirtschaft kräftig, so dass auch die Finanzbranche als integraler Teil der Volks- und Weltwirtschaft längerfristig mit einem satten Wachstum rechnen kann. Zum anderen ermöglicht die Finanzglobalisierung eine bessere Risikostreuung. Banken können daher ihre Risiken ähnlich wie Fondsmanager durch Verbreiterung der Produktpalette und Diversifizierung überschaubar halten. Das fördert zugleich die Risikofreude und begünstigt Auswüchse wie die jüngsten »Ninja«-Anleihen (»Ninja« steht für »No Income, No Jobs, No Assets«).

Noch vor kurzem waren solche Transaktionen eher die Ausnahme. Die nationale und internationale Aufsicht des Bankensektors war vergleichsweise einfach zu bewerkstelligen – die relativ wenigen, mit unterschiedlichen Risiken gewichteten Aktiva ließen sich leicht überschauen. Aufgrund der internationalen Finanzmarktverflechtung ist die Aufsicht zunehmend komplizierter geworden, da Kreditketten schwer nachzuverfolgen sind und die Verantwortung für die Mittelbereitstellung kaum zu klären ist. Die Zentralbanken können auch nicht allein wegen Überhitzung in einzelnen Sektoren, etwa der Bauwirtschaft, massiv eingreifen, ohne allen anderen Sektoren zu schaden. Dabei ist Kapitalexport aus der EU zweifellos legitim, auch beim Engagement europäischer Banken in risikobehafteten Immobiliengeschäften.

Internationalisierung erschwert Kontrolle

Generell erschwert die globale Kapitalverflechtung die Arbeit von Aufsichtsbehörden. Die Verkettungen durch mehr Aufsicht zu unterbinden wäre jedoch nicht ratsam. Sie können durchaus von Vorteil sein, da mehrere Akteure das Risiko tragen, was die Verluste für das einzelne Geldinstitut reduziert. Natürlich ist das System nicht perfekt, denn es kann nicht alle Verluste restlos absorbieren. Zahlungsausfälle am Ende der Kette wirken in der Regel zu-

rück bis zum ursprünglichen Partner, normalerweise der Bank. Bei großen Beträgen kann das zur Zahlungsunfähigkeit führen und auf den realen Sektor übergreifen.

Die mit der Liberalisierung verbundenen Gefahren einer umfassenden Beeinträchtigung im Falle von Schocks haben Öffentlichkeit und Medien mehr Kontrolle, Regulierung und Aufsicht fordern lassen. Die neuen Entwicklungen im Finanzsektor und die oft konträren Interessen der verschiedenen finanzwirtschaftlichen Akteure setzen der Bürokratie allerdings Grenzen, so dass sich die globalen Kapitalströme immer weniger kontrollieren lassen. Die EU und die Eurozone bilden hierbei keine Ausnahme: So zeigt das IKB-Beispiel, dass die erhöhte Risikobereitschaft dieser Bank nicht mangelnder Aufsicht geschuldet ist. Erst kürzlich haben Wirtschaftsprüfer im Sinne der ihnen vorgegebenen Richtlinien dem Vorstand korrekte Buchführung bescheinigt. Sie haben aber nicht Alarm geschlagen, dass zahlreiche Anlageposten risikobehaftet sind. Das ist auch nicht ihre Aufgabe – schließlich trägt der Vorstand die Verantwortung für den Erfolg und die Risiken. Der ihn überwachende Aufsichtsrat verließ sich wiederum auf die Prüfer. Ironischerweise sind auch Banken im Besitz der öffentlichen Hand – Landesbanken etwa – von der Krise betroffen, da sie sich stärker auf eine Übernahme der Schulden (*bail-out*) durch den staatlichen Eigentümer verlassen als reine Privathäuser.

Einheitliche Regulierungsmaßnahmen sind auch deshalb schwierig, weil die nationalen Konjunkturzyklen nicht synchron verlaufen. Mehr noch, manchmal halten Boomphasen in einem Sektor die ganze Wirtschaft am Laufen. Unter solchen Bedingungen lassen sich Regierungen nur ungerne auf konjunkturbremsende Schritte ein, wie das Beispiel Spanien zeigt. Dort ist der Bausektor nach allen Kriterien überhitzt, eine harte Landung erscheint denkbar – ohne dass Madrid Anstalten macht, die Baukonjunktur abzukühlen.

In anderen Fällen entstehen fatale Interessengemeinschaften: Die internationalen

Ratingagenturen neigen dazu, Banken höhere Bonität zuzusprechen, wenn sie aktiv investieren. Die damit verbundenen Risiken werden in guten Zeiten eher vernachlässigt. Die Politik, ohnehin an reger Wirtschaftsaktivität interessiert, lobt Wachstum und die Schaffung von Jobs. Die Bankenaufsicht tut sich mit Eingriffen schwer, da es nicht einfach ist, zwischen hektischer Kreditvergabe und dem unausweichlichen Platzen einer Immobilienblase zu unterscheiden. Broker und Kreditberater sind an ihren Provisionen interessiert und spielen mögliche Risiken herunter, und nicht zuletzt sind die sehr niedrigen Zinsen ein gutes Argument nach dem Motto »Noch nie war Eigentumserwerb so billig«.

Weltwirtschaftliche Disparitäten abbauen

Zwar schließen die marktwirtschaftliche Organisation der Finanzindustrie und das ihr zugrundeliegende Gewinnstreben eine Vollversicherung gegen Finanzkrisen aus. Die internationale Erfahrung seit der Großen Depression 1929 zeigt jedoch, dass Tiefe und Auswirkungen solcher Krisen abgefedert werden können, sofern die Regulierung bei der Ursache und nicht bei der Wirkung ansetzt. Insofern ist es wichtig zu erkennen, dass die gegenwärtigen Finanzmarkturbulenzen nicht in erster Linie eine Folge unterregulierter Märkte sind.

Bekanntlich ist in den letzten Jahren die weltweite Liquidität gestiegen. Dabei expandierte die sogenannte Geldbasis, bevor zunächst die US-Zentralbank Fed, dann die Europäische Zentralbank (EZB), die Bank of England und andere wichtige Zentralbanken gegenzusteuern begannen. Allerdings setzt sich das Wachstum der Geldmenge weltweit fort, weil die großen Schwellen- und Rohstoffländer beträchtliche Währungsreserven akkumulieren, die Liquiditätsüberschüsse bewirken. Bezeichnenderweise gelangt diese Überschussliquidität in die Finanzsysteme der Industrieländer (weniger nach Japan, dessen

Wachstum lange Jahre gering war), insbesondere in die USA, trotz deren hoher Körperschaftssteuersätze. Die Erklärung dafür ist, dass die amerikanischen Finanzmärkte als anlagesicher gelten und für das internationale Anlagekapital, auch aus der EU, anziehend wirken. Vor diesem Hintergrund würden neue und verschärfte Regulierungsvorschriften im Westen kontraproduktiv sein. Das anlagewillige Kapital würde sich nämlich Schlupflöcher und illegale Wege suchen und sich der Aufsicht eher entziehen. Folglich ist die Einbindung der großen Schwellenländer unabdingbar geworden, denn sie tragen mittlerweile mehr zum globalen Geldmengenwachstum bei als die monetären Behörden der Industrieländer. Die Krisenvorsorge kann nur international erfolgreich sein, wenn die EU in Zusammenarbeit mit den G-7/G-8- und G-20-Regierungen ohne Tabus die weltwirtschaftliche Problematik der angeschwollenen Kapitalbewegungen thematisiert. Die Themenliste müsste Punkte enthalten wie:

- ▶ die Wechselkurspolitik der schnell wachsenden Schwellenländer sowie Japans;
- ▶ die Qualität der Bankensysteme in den Schwellen- und Entwicklungsländern;
- ▶ die Verringerung der Marge zwischen Spar- und Investitionsquote in den (alternden) asiatischen Gesellschaften durch den Ausbau staatlicher oder staatlich garantierter Rentenversicherungssysteme;
- ▶ die Förderung von Investitionen in Infrastrukturprojekte in wenig entwickelten Ländern, um den Kapitalexpert nach Nordamerika und Europa abzuschwächen.

Ist die Ursache der gegenwärtigen Finanzmarkturbulenzen – die globalen Zahlungsbilanzdisparitäten – einmal identifiziert, kann auch über die bessere Handhabung ihrer Auswirkungen – die Flut fragwürdiger Anlageinstrumente – gesprochen werden. In diesem Zusammenhang ist innerhalb der EU dafür zu sorgen, dass einzelne risikofreudige Akteure nicht den gesamten europäischen Finanzsektor in Gefahr bringen können. Um dem eigennützigen Miss-

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2007
Alle Rechte vorbehalten

SWP
Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364

brauch von Unterschieden in den nationalen Regulierungsvorschriften vorzubeugen, ist eine EU-weit koordinierte Bankenaufsicht wichtig. In der EU bilden die neuen Eigenkapitalvorschriften für Banken (Basel II), die Anfang 2007 in Kraft getreten sind und bis Ende 2008 voll wirksam werden müssen, die Grundlage für eine EU-einheitliche Bankenaufsicht. Allerdings ist die Zuständigkeit für diese Aufsicht nicht einheitlich geregelt – je nach Land können die Zentralbanken, spezielle Aufsichtsagenturen oder beide sie innehaben. Auch die formalen Ratingkriterien fördern nach wie vor die Neigung zu risikoreicheren Krediten, denn kleine und mittlere Unternehmen – das Rückgrat der europäischen Wirtschaft – erzielen aufgrund geringer Eigenkapitalquoten schlechte Ratings. Da können bankeigene oder zumindest banknahe Hedgefonds als die bessere Alternative erscheinen.

Kontrollprärogative der EZB ausbauen

Eine europäische Bankenaufsicht unter Federführung der EZB könnte Abhilfe schaffen. Das Argument für eine solche Regelung ist die Neigung der Geschäftsbanken zum *moral hazard*: sie spekulieren nämlich darauf, dass die Zentralbank im Falle einer Finanzkrise eingreift. Da sich die EZB einen Bank-Run kaum leisten kann, rechnen die Institute mit der *Lender-of-Last-Resort*-Funktion der Notenbank. Die jüngsten massiven Interventionen Frankfurts zur Abwendung einer Insolvenzkrise haben ihnen Recht gegeben: Die EZB pumpte in mehreren Feuerwehractionen über hundert Milliarden Euro in den Markt. Damit die zunehmende Risikofreudigkeit der Geschäftsbanken beherrschbar bleibt, ist eine Eurozonen-einheitliche Bankenaufsicht zu empfehlen. Denn dadurch kämen Zentralbankkredit und Zentralbankkontrolle in eine Hand. Um die Verwaltungsabläufe der Bankenaufsicht einfach zu halten, muss nicht die EZB selbst in Aktion treten. In Anlehnung an die Fed-Praxis, bei der die

zwölf Fed-Filialen die Geschäftsbanken in ihrem Zuständigkeitsbereich nach einheitlichen Richtlinien kontrollieren, könnten das die am Eurosystem beteiligten Nationalbanken erledigen. Die Rating-Anforderungen sollten in Kooperation mit den Partnern so modifiziert werden, dass man Kreditgeschäfte erschwert, bei denen die Trennung von Kredit- und Zinsrisiko im Mittelpunkt steht (risikoreiche Derivate). Einseitige Maßnahmen der EU und der Eurozone für mehr Sicherheit im Kreditgeschäft, etwa zur besseren Besicherung von Darlehen (kleinerer Leverage-Effekt), oder weitere Zinsschritte, um die Attraktivität des Kapitalexports zu mindern, würden wegen der nach wie vor offenen Märkte entweder eine Kapitalflucht auslösen oder auf Kosten des Wachstums gehen. Auch im Interesse der Verhinderung einer Bankenflucht in Steuerparadiese muss die Bankenaufsicht weltweit koordiniert erfolgen.

Schließlich muss die Öffentlichkeit besser über die möglichen Gefahren einer Kredithausse informiert werden. Darüber könnten die Finanzbehörden intensiver aufklären. Die aktuelle Diskussion kann dazu dienen, den bislang relativ sorglosen Umgang mit den zahlreichen Warnsignalen für eine herannahende Finanzkrise zu überdenken. Noch immer ist relativ wenig über das Ausmaß der Risiken bei Kreditgeschäften bekannt; Transparenz kann hilfreich sein, um durch bessere Kenntnis der Finanzmärkte die Risiken breiter zu streuen. Die positive Haltung der Bundesregierung zu den Überlegungen der EU-Kommission, eine Offenlegung der Bewertungstechniken großer Ratinggesellschaften zu erreichen und ihre Ergebnisse transparenter und nachvollziehbar zu machen, ist vor diesem Hintergrund zu begrüßen.