



Wolfgang Mansfeld

## Finanzmarktkrise und Marktwirtschaft\*

Die Finanzmarktkrise, die im Sommer 2007 begann, wird in Kürze in ihr sechstes Jahr gehen, und ein Ende ist nicht absehbar. Kein Wunder, dass die Frage nach den Lehren und Konsequenzen auch grundsätzlicher gestellt wird – und nicht nur von traditionell systemkritischer Seite. Wenn die „Financial Times“ eine Serie startet, die unter der Überschrift „Capitalism in Crisis“ steht, dann zeigt das, dass Verunsicherung auch die Akteure des Finanzmarkts selbst erfasst hat. Der nachfolgende Beitrag geht der Frage nach, welcher Zusammenhang zwischen Finanzmarktkrise und marktwirtschaftlichem Wirtschaftssystem besteht. Hat die Marktwirtschaft die Krise hervorgebracht? Verändert die Krise die Zukunftsperspektive der Marktwirtschaft?

### 1. Von der Ordnungsdiskussion zur Finanzmarktkrise: ein kurzer Rückblick

#### 1.1 Wettbewerb der Systeme und liberale Renaissance

Die 60er und 70er Jahre des vorigen Jahrhunderts waren eine Phase intensiver Debatten um das richtige Wirtschaftssystem. Das kapitalistisch-marktwirtschaftliche System wurde in vielen Ländern der westlichen Welt in der akademischen Welt, in der Politik und in der Öffentlichkeit in Frage gestellt – zwar von einer Minderheit, aber mit wissenschaftlichen Ansätzen, gründlichen Argumenten und der ernsthaften Suche nach Alternativen.

Rückenwind erhielt die Systemkritik durch Problemfelder, die nach dem Ende des Nachkriegs-

booms deutlicher hervortraten: Konjunkturzyklen und Rezession, Inflation, ungleiche Einkommens- und Vermögensverteilung, später auch Fragen der globalen Ressourcen (Grenzen des Wachstums, Club of Rome 1974). Das waren gewisse ernsthafte, die Wirtschaftspolitik fordernde Herausforderungen. Gemessen an den Systemrisiken und Vermögensverlusten durch die jüngere Finanzmarktkrise waren sie aber geradezu überschaubar.

Während die Kapitalismuskritik durchaus ernsthafte Argumente hatte, fehlte ihr eines: ein in der Praxis funktionierendes Gegenmodell. Nur eine äußerst kleine Minderheit vertrat ernsthaft die Meinung, die Planwirtschaften des Ostblocks könnten als Gegenentwurf taugen. Umso intensiver wurde in Theorie und Praxis nach „dritten Wegen“ Ausschau gehalten – vom skandinavischen Wohlfahrtsstaat bis zu den Wirtschaftsreformen in den Planwirtschaften des Ostblocks und zum Prager Frühling und dessen theoretischem Wegbereiter Ota Sik. Indes erwiesen sich alle „dritten Wege“ letztlich als Sackgasse. Was blieb, war eine Stärkung der sozialstaatlichen Elemente in den westlichen Marktwirtschaften.

In den 80er Jahren wendete sich das Blatt. Die „liberale Marktwirtschaft“<sup>1</sup> trat ab 1980 einen scheinbar unaufhaltsamen Siegeszug an. Dieser begann mit den Wahlerfolgen von Margaret Thatcher und Ronald Reagan und gipfelte fulminant Ende der 80er Jahre mit dem politischen, wirtschaftlichen und moralischen Zusammenbruch der Staatswirtschaften des Ostblocks. Die westlichen Gesellschaften setzen danach verstärkt den Weg des liberal-marktwirtschaftlichen Kapitalismus fort. Besonders ausgeprägt war dies in den angelsächsischen Ländern, aber auch in Deutschland entwickelte sich die soziale Marktwirtschaft hin zu einer stärker deregulierten, „liberalen“ Variante. Diejenigen Staaten des früheren Ostblocks, die ein demokratisches

\* Der Beitrag basiert auf einem Vortrag anlässlich der akademischen Feier zum 75. Geburtstag von Professor Dr. Dr. h.c. Armin Bohnet am 20. Juni 2011 im Senatssaal der Justus-Liebig-Universität Gießen.

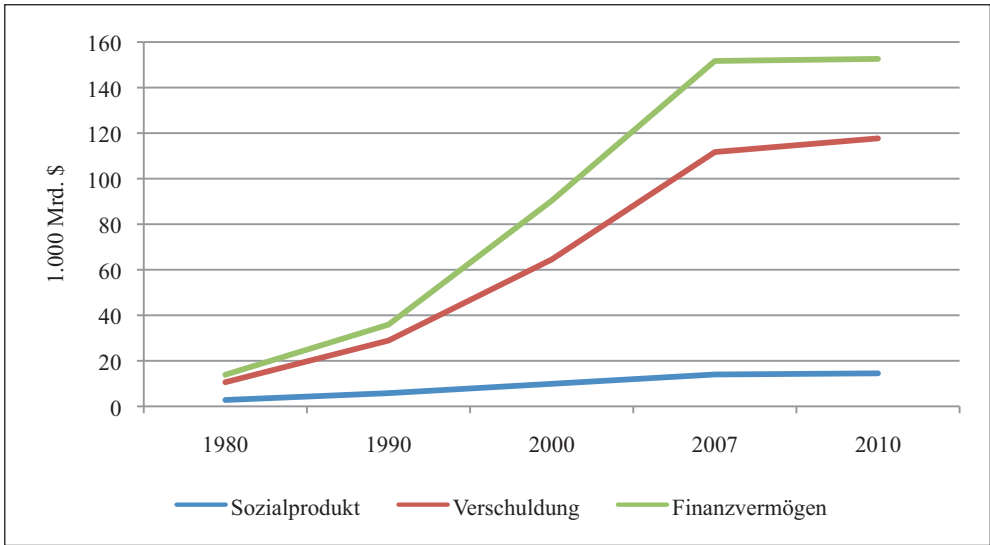


Abb. 1: Finanzmärkte und Realwirtschaft: USA

System einführen, übernahmen ihn. Und Staaten, die autoritär blieben, schufen die Variante des Staatskapitalismus.

Der Siegeszug der liberalen Marktwirtschaft war indes verbunden mit Entwicklungen, die sich später als Krisentreiber erweisen sollten: Kreditexpansion und Deregulierung.

### 1.2 Kreditexpansion und Deregulierung – Vorbote der Krise

Vor allem in den Vereinigten Staaten hatte sich nach der Überwindung der Inflation die Überzeugung durchgesetzt, dass Staat und Zentralbank mit niedrigen Zinsen und expansiver Geldpolitik das Wachstum fördern sollten. Ein lediglich „antizyklischer“ Einsatz staatlicher Geld- und Finanzpolitik im Sinne des keynesianischen Denkansatzes war dies nicht mehr, sondern die „stimulus legislation“ wurde jetzt eine permanente Politik. Jede sich abzeichnende Wachstumsschwäche und steigende Arbeitslosenzahlen werden seither mit billigem Geld und zusätzlicher monetärer Expansion bekämpft; die hohe Korrelation zwischen Wirtschaftswachstum und Verschuldung, die zu beobachten ist, spricht eine deutliche Sprache.

Erstaunlicherweise und gegen die konventionelle ökonomische Theorie war dies möglich, ohne dass die Inflation zurückkehrte. Der Grund war, dass die Mittel zu großen Teilen nicht für konsumtive Ausgaben oder reale Investitionen verwendet wurden, sondern an die Vermögensmärkte flossen; in Wertpapiere, Immobilien, Unternehmensbeteiligungen, Rohstoffe etc., die als Vermögensanlagen gehalten und gehandelt werden.

Auch die Stimulierung der Vermögensmärkte kann das Wachstum fördern. Sie führt aber zu folgender Schere, die seit den 80er Jahren in den Vereinigten Staaten und vielen anderen entwickelten Ländern zu beobachten ist: das Wachstum der Vermögensmärkte – gemessen an den gesamten Finanzanlagen – übertrifft das Wachstum der Realwirtschaft – gemessen am Sozialprodukt – signifikant (Abbildung 1). So ist z.B. in den USA das Sozialprodukt seit 1980 um das Fünffache gewachsen; im gleichen Zeitraum haben sich die Vermögensmärkte verzehnfacht. Das Volumen der Finanztermingeschäfte hat sich sogar innerhalb nur einer Dekade verzehnfacht und beträgt ein Vielfaches des Weltsozialprodukts.

Ein so gewaltiges Vermögenswachstum entsteht nicht durch Bildung von Ersparnissen.

Hauptsächlicher Treiber war vielmehr die kreditfinanzierte Kapitalanlage durch Institutionen, die mit hohem Verschuldungsgrad (Leverage) arbeiten, vor allem Investmentbanken und andere Akteure der Kapitalmärkte. Parallel zum Vermögenswachstum erfolgte also ein Verschuldungswachstum (siehe Abbildung). Auch der private Immobilienkauf kann eine Form kreditfinanzierten Vermögensaufbaus sein. Die massive staatliche Förderung von schuldenfinanzierten Immobilienkäufen in den Vereinigten Staaten verbunden mit schlechter Kreditqualität (Subprime-Hypotheiken) schuf die Vermögensblase, die 2007 letztlich den Auslöser der Krise darstellte. Die zweite aus heutiger Sicht problematische Entwicklung war die **Deregulierung der Finanzmärkte**. Banken und Finanzmärkte waren seit der Weltwirtschaftskrise stark regulierte Wirtschaftszweige. Das schien nicht mehr zur Grundidee der liberalen Marktwirtschaft zu passen, wonach der Staat in subsidiärer Weise nur dann regelnd eingreifen sollte, wenn Märkte offenkundig nicht funktionieren. Die Finanzmärkte sollten in der liberalen Marktwirtschaft sogar eine wichtige Wächterrolle spielen und durch ihre Reaktionen Marktteilnehmer und Regierungen zu Effizienz und finanzieller Disziplin anhalten.

Das bedeutet: die (zutreffende!) Grundidee, dass freie Märkte und Wettbewerb Wachstum und Innovation fördern können, wurde von den Gütermärkten auf die Finanzmärkte übertragen – aus heutiger Sicht ein schwerwiegender Fehlschluss. Am stärksten war die Deregulierung der Finanzwirtschaft in Ländern mit großen Kapitalmärkten: den USA und Großbritannien. Die „light touch“-Regulierung der Thatcher-Regierung wurde zum Vorbild für viele andere Länder. Sie erleichterte eine stärkere Kreditaufnahme für Kapitalmarktgeschäfte und erlaubt innovative, zugleich aber auch komplexe Finanzprodukte. Das starke Wachstum der Vermögensmärkte ging seit den 80er Jahren – nicht überraschend – einher mit erhöhten zyklischen Schwankungen und wiederkehrenden spekulativen Übertreibungen, die regelmäßig in Marktkrisen endeten. 1998 etwa kam es zum Kollaps des Hedge-Fonds Long-Term Capital Management (LTCM); die systemischen Risiken hieraus schienen so be-

deutend, dass LTCM mit staatlicher Hilfe gestützt wurde. 2001 platzte die New-Economy-Blase. Zu fragen ist, warum die Risiken von der Politik, aber auch Unternehmen und Wissenschaft so wenig erkannt, thematisiert und berücksichtigt wurden.

Schließlich platzte 2007 die Blase am US-Häusermarkt, was die bis heute andauernde Finanzmarkt- und Schuldenkrise auslöste. Damit endete die Ära der liberalen Marktwirtschaft abrupt. Mit Einsetzen der Krise wurden Systemschwächen des liberalen Modells evident. Diese liegen aus Sicht des Autors auf drei unterschiedlichen, aber nicht unverbundenen Feldern, auf die nachfolgend eingegangen wird: (1) die Instabilität der Finanzmärkte selbst, verstärkt durch Kreditexpansion und Deregulierung, (2) die fehlende Kapazität, langfristige infrastrukturelle Investitionen durchzuführen und (3) die Spreizung der Einkommen und Vermögen.

## 2. Systemschwächen der liberalen Marktwirtschaft

### 2.1 Ungesteuerte Finanzmärkte

Es leuchtet schon intuitiv ein, dass Vermögensmärkte, die dauerhaft signifikant stärker wachsen als die Wirtschaftsleistung, den Bezug zur Realwirtschaft verlieren und anfällig werden für Krisen. Bei analytischer Betrachtung ist festzustellen, dass Deregulierung und kreditgetriebenes Wachstum durch kurzfristiges Agieren und das Eingehen hoher Risiken an den Finanzmärkten begünstigt wurden. Dieses wiederum lässt sich durch drei Faktoren erklären.

**Spekulative Strategien:** Wenn Kreditexpansion Liquidität schafft, die an die Vermögensmärkte fließt, entstehen Kursanstiege, die wiederum neue Investoren anlocken. Viele Anlagestrategien sind in einem solchen Umfeld per se tendenziell kurzfristig angelegt, denn es gilt das Momentum eines sich selbst stützenden Kursaufschwungs zu nutzen. Die fundamentale Qualität der Vermögenswerte, die sich letztlich aus der realen Wirtschaft ableitet, tritt demgegenüber in den Hintergrund. Der Kursgewinn, wenn er rechtzeitig realisiert wird, ist wiederum die Quelle hoher und nicht selten exorbitanter

Einkünfte der Beteiligten – der Händler einer Bank, der Manager, der eine entsprechend gute Bilanz vorweisen kann etc. Schon das erklärt, warum an den Kapitalmärkten zunehmend kurzfristig agiert wird.

**Intransparente Risiken:** Zunehmende Risiken sind das Spiegelbild kreditgetriebener Vermögensmärkte. Risiken sollten eine natürliche Bremse für aggressive Strategien sein. Das setzt aber voraus, dass sie transparent sind und Entscheidungsträger ein Interesse an ihrer Begrenzung haben. Tatsächlich aber sind die Risiken oft nicht transparent. Denn zunehmend entstanden komplexe Finanzprodukte, deren Risiken oft auch von professionellen Käufern nicht verstanden wurden. Viele dieser Produkte dienten der Bündelung, „Umverpackung“ und Weiterreichung von Kreditrisiken. Das kann grundsätzlich eine wichtige Funktion sein. Aufgrund von Komplexität und Interessenkonflikten – manche Investmentbank verkaufte „verpackte“ Kreditrisiken an Kunden, und spekulierte zugleich mit eigenem Geld darauf, dass diese Risiken schlagend werden – wurden aber Kreditrisiken nicht zu demjenigen transferiert, der sie am besten tragen kann, sondern zu demjenigen, der sie am wenigsten zu durchschauen in der Lage war. In Bankbilanzen sammelten sich Risiken an, die selbst für das Management, geschweige denn den Aufsichtsrat, noch durchschaubar waren – man denke z.B. an das Exposure, das deutsche Landesbanken gegenüber dem US-Immobilienmarkt aufgebaut hatten. Und nicht zuletzt fehlte den Aufsichtsbehörden vielfach der Überblick über die globalen Verflechtungen der großen Akteure an den Finanzmärkten und daraus resultierende systemische Risiken.

**Fehlende Haftung:** Schließlich wurde das marktwirtschaftliche Prinzip, dass eine Kongruenz von Chancen und Risiken, Rechten und Pflichten und nicht zuletzt Freiheit und Verantwortung vorsieht, vielfach verwässert. Eigentümer von Finanzunternehmen, die letztlich die Risiken tragen und normalerweise eine längerfristige Erfolgsperspektive haben, übten nicht selten unzureichende Kontrolle über das Management aus, welches andere, kurzfristige Ziele hat und bei Misserfolg kaum jemals persönlich haftet. Das gilt nicht zuletzt auch für Banken in

staatlichem Eigentum. Aber auch die Eigentümer fanden sich befreit. Denn es entstanden „systemisch relevante“ Finanzinstitute, die derart groß und vernetzt sind, dass eine Insolvenz praktisch ausgeschlossen ist. Da sie mit öffentlichen Mitteln gerettet werden mussten, wurden de facto Gewinne privatisiert und Verluste sozialisiert – ein zusätzlicher Anreiz für das Management, kurzfristig höhere Risiken einzugehen, und zugleich ein schwerer Rückschlag für die Legitimation der marktwirtschaftlichen Ordnung.

## **2.2 Investitionen in nachhaltiges Wachstum**

Deregulierung und kurzfristige Orientierung wichtiger Teile der Finanzmärkte erklären auch, warum es trotz des starken Vermögenswachstums an der Realisierung langfristiger realer und sozialer Investitionen mangelt. Der Ausbau der Infrastruktur, Gesundheit und Bildung, die ökologische Transformation und ausreichende Finanzierungsbedingungen für kleine und mittlere Unternehmen erfordern erhebliche Mittel. Allein für den Ausbau der Infrastruktur in der Europäischen Union veranschlagt die EU-Kommission 1.500–2.000 Mrd. € bis 2020. Für den langfristigen Umbau des Energiesystems wird geschätzt, dass die Gesamtkosten des Energiesystems auf rund 15 % des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2050 ansteigen werden.

Vielfach geht es hier um die Bereitstellung von „Gemeingütern“. Die ökonomische Theorie der „Public Goods“ hat überzeugend erklärt, warum Güter dieser Art ihrer Natur nach nicht oder nicht ausreichend privatwirtschaftlich angeboten werden können.

„Public Goods“ erfordern somit häufig ein Eintreten der öffentlichen Finanzen. Doch die Regierungen sind hier in einem Dilemma. Es fällt zunehmend schwer, den wachsenden Bedarf an Gemeingütern zu decken. Denn die Idee der Liberalisierung und Deregulierung erfordert die Begrenzung der Steuerlasten und Staatsausgaben. So hat bereits vor der Finanzmarktkrise die Versorgung mit „öffentlichen Gütern“ in vielen Ländern stark nachgelassen. Nach Berechnungen von J. Sachs werden in den USA Programme u.a. für Erziehung, Energie und Umwelt, Wis-

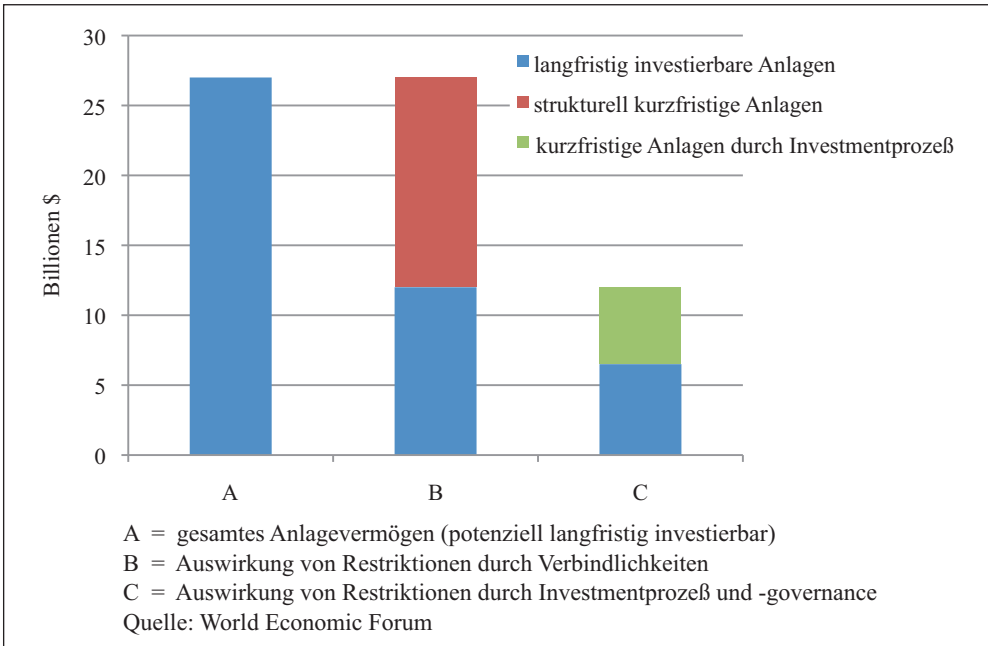


Abb. 2: Langfristiges Kapital für langfristige Investitionen

senschaft und Ausbildung auf unter 2 % des Sozialprodukts fallen, von 5–6 % Ende der 70er Jahre.<sup>2</sup> Aber auch in Deutschland sind Defizite bei langfristigen öffentlichen Investitionen mit Händen zu greifen – nicht finanzierbare Schadensbereinigung an kommunalen Straßen, unterfinanziertes Bildungssystem mit mäßigen Performance-Indikatoren etc.

Vorübergehend konnte die öffentliche Finanzknappheit durch den Anstieg der Staatsverschuldung kompensiert werden. Dieser Weg hat aber Grenzen. Schon vor der Finanzmarktkrise war die öffentliche Verschuldung in allen Industrieländern gestiegen, auch wenn es zwischen durch Bemühungen um Konsolidierung gegeben hatte – und auch Erfolge, wenn man sich daran erinnert, dass unter Präsident Clinton der US-Bundeshaushalt vorübergehend Überschüsse erzielte. Die Finanzmarktkrise hat dann zu einem drastischen Anstieg der öffentlichen Verschuldung geführt und endgültig strukturelle Probleme der Bereitstellung von Gemeingütern und der Förderung langfristigen, nachhaltigen Wachstums offengelegt.

Ein naheliegender Gedanke ist, die Begrenztheit öffentlicher Mittel durch stärkeren Einsatz privater Finanzmittel zu kompensieren. Im Falle von „Public Goods“ wäre dies z.B. durch Bürgschaften oder Co-Finanzierungen möglich. Doch fällt den Finanzmärkten – trotz ihres enormen Wachstums – gerade die Bereitstellung langfristiger Mittel schwer. Erntzunehmende Studien kommen zu dem Schluss, dass das Finanzsystem, trotz seines überproportionalen Wachstums, die Aufgabe, Ersparnisse in die Finanzierung langfristiger Investitionen zu überführen, nur unzureichend nachkommt.<sup>3</sup>

Für den Bankensektor ergibt sich das schon dadurch, dass dieser zu einem Schuldenabbau und einer Verkleinerung der Bilanzen gefordert ist. Umso stärker richtet sich der Blick auf diejenigen institutionellen Investoren, die klassische Langfristanleger sind, vor allem Versicherungen und Pensionskassen. Das gesamte Anlagevermögen dieses Sektors wird auf etwa 27 Billionen \$ geschätzt. Die Fähigkeit dieses Sektors, langfristiges Kapital bereitzustellen, wird aber durchaus kritisch diskutiert. Zum einen hängt diese Fä-

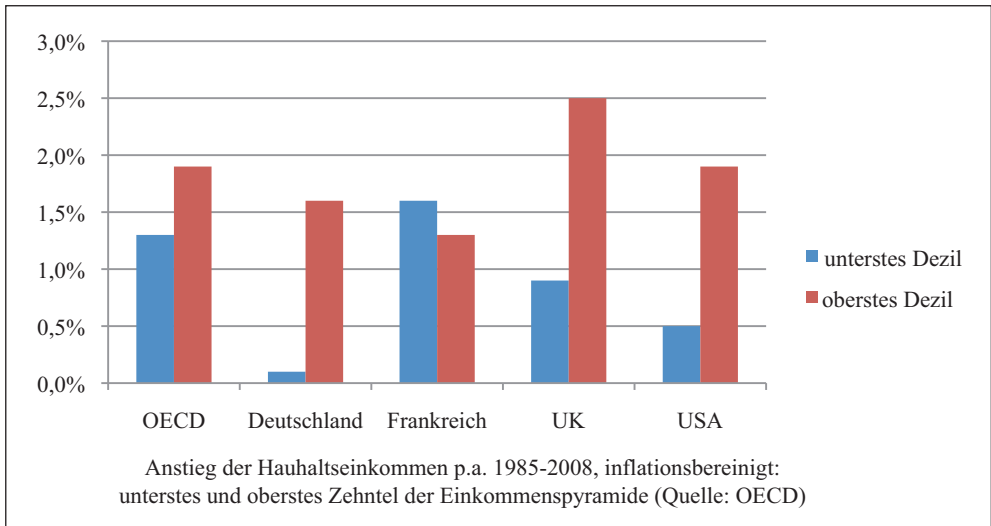


Abb. 3: Wachsende Unterschiede in der Einkommenspyramide

higkeit stark von der Struktur der Verbindlichkeiten ab. Da nicht alle Verbindlichkeiten langfristig sind, ergeben sich schon hierdurch Restriktionen (siehe Abbildung 2). Hinzu kommt allerdings, dass auch verbleibende Spielräume nicht ausgeschöpft werden, weil aus verschiedenen Gründen eher kurzfristige Investitionen bevorzugt werden. Hierzu können auch rechtlich-regulatorische Gründe beitragen – z.B. der Zwang zur Marktbewertung von Forderungen und Verbindlichkeiten (ein Vermächtnis aus der Phase der liberalen Marktwirtschaft) und verschärfte Kapitalunterlegungspflichten (eine Folge der Finanzmarktkrise).

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass sich der Anlagehorizont institutioneller Investoren in den vergangenen zwei Jahrzehnten verkürzt hat.<sup>4</sup> Zu befürchten ist, dass gerade Versicherungen und Pensionsfonds diese Rolle in Zukunft noch weniger ausfüllen können.

### 2.3 Verteilung von Einkommen und Vermögen

Die Frage, inwieweit Ungleichheit bei Einkommen und Vermögen eine „inhärente“ Folge marktwirtschaftlicher Systeme ist, war großes Thema der 60er und 70er Jahre – sowohl akade-

misch als auch wirtschaftspolitisch. Gewerkschaften versuchten, durch „aktive Lohnpolitik“ eine Umverteilung der Einkommen zu erreichen. Und Kerngedanke sozialdemokratischer Politik der 70er Jahre war es, das Wirken des Marktes zu akzeptieren – aber die Folgen für die Verteilung durch Steuer- und Sozialpolitik zu korrigieren.

Die Phase der Deregulierung führte seit den 80er Jahren auch zu einem neuen Blick auf die Einkommens- und Vermögensverteilung. Diese sollte nun weniger als Frage der politischen Gestaltung, sondern Ergebnis des Wirkens der Marktkräfte sein. Deregulierung und Liberalisierung sollten Wachstumskräfte freisetzen, die Ungleichheit zulassen, am Ende aber allen dienen und die wirksamste Armutsbekämpfung darstellen.

Es verwundert deshalb nicht, dass in den meisten Industrieländern seit den 80er Jahren die Einkommensdisparitäten deutlich gestiegen sind. Nach Untersuchungen der OECD ist die Kluft zwischen hohen und niedrigen Einkommen so hoch wie seit 30 Jahren nicht mehr.<sup>5</sup>

Das Wachstum dieser Kluft ist im Wesentlichen von den Markteinkünften getrieben und umso ausgeprägter, je stärker die absolute Spitze der Einkommens- und Vermögenspyramide be-

trachtet wird. Bemerkenswerterweise sind dabei die Spitzengehälter in der Finanzwirtschaft – gegenüber der gesamten Wirtschaft – um den Faktor 1,7 gestiegen<sup>6</sup>; ein Zusammenhang zwischen der Expansion des Finanzsektors und der wachsenden Einkommenskluft darf deshalb vermutet werden.

Legt man Deutschland zugrunde, so zeigt sich, dass das unterste Zehntel der Einkommensbezieher bei einem Einkommensanstieg von 0,1 % p.a. praktisch an der Wohlstandentwicklung seit 1985 nicht teilgenommen hat. Dennoch scheint der Abstand zum Anstieg von 1,6 % (höchstes Zehntel) auf den ersten Blick nicht immens zu sein. Allerdings wirkt Abstand über einen Zeitraum von 25 Jahren hinweg Jahr für Jahr mit einer Art Zinseszinsseffekt, so dass die absoluten Unterschiede am Ende einer so langen Zeitspanne groß sind.

Während die Marktkräfte Unterschiede vergrößerten, war der Spielraum für staatliche Verteilungspolitik in der Ära der liberalen Marktwirtschaft erheblich reduziert. Die staatliche Steuer- und Sozialpolitik hat zunehmend weniger vermocht, diese Dynamik zu bremsen bzw. hier ausgleichend oder korrigierend zu wirken.<sup>7</sup>

Kann man davon ausgehen, dass die wachsende Ungleichheit zumindest einen positiven Nebeneffekt hatte: die Förderung des Wirtschaftswachstums? Daran muss gezweifelt werden, wenn man die destabilisierenden Wirkungen von Kreditexpansion und Deregulierung in Betracht zieht und die hohen Wachstumsverluste, die damit einher gehen. Die These, dass ein Zusammenhang zwischen Ungleichheit und Wirtschaftswachstum bestehe, ist durch neuere Untersuchungen auch generell in Frage gestellt.<sup>8</sup>

### **3. Antworten von Politik und Gesellschaft**

#### ***3.1 Keine Systemdiskussion, aber politischer Handlungsbedarf***

Wie lautet die Antwort von Gesellschaft und Politik auf diese Systemschwächen? Zunächst fällt auf, dass trotz des gravierenden Marktversagens und der hohen sozialen Kosten der Finanzmarktkrise die Zukunftsfähigkeit der Marktwirt-

schaft nicht grundsätzlich und systematisch in Frage gestellt wird. Auch „Occupy Wall Street“ ist eher ein Protest gegen empfundene Unfairness als der Aufbau eines „Gegenentwurfs“.

Das ist ein bemerkenswerter Unterschied zu den Systemdiskussionen der 70er Jahre. Ursache hierfür dürfte vor allem sein, dass es kein glaubhaftes Gegenmodell zum marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystem gibt; die nachhaltige Diskreditierung staatswirtschaftlicher „Alternativen“ durch den Zusammenbruch des Ostblock wirkt hier – glücklicherweise! – nach. Zudem unterscheidet die Diskussion (und auch die öffentliche Meinung) zwischen Finanzwirtschaft und Realwirtschaft. Die Finanzwirtschaft – zumindest die kapitalmarktorientierten und von der Realwirtschaft stärker losgelösten Teile – konzentriert die Kritik weitgehend auf sich. Mittelstand und Realwirtschaft gelten dagegen (nicht ganz zu Unrecht) eher als Opfer denn als Auslöser der Krise. Das gilt auch für die „bodenständigen“ Teile der Finanzwirtschaft, die im Kern Einlagen von der Realwirtschaft annehmen und Kredite an diese vergeben.

Auch wenn somit nicht die „Ablösung“ der Marktwirtschaft gefordert wird: ein Vertrauensverlust ist unübersehbar. Die Zustimmung zur Sozialen Marktwirtschaft hatte nach einer Umfrage des Bundesverbands deutscher Banken Ende 2010 einen historischen Tiefpunkt erreicht.<sup>9</sup> Nur noch 48 % der Bevölkerung stimmen der Feststellung zu, dass sich die soziale Marktwirtschaft bewährt habe. Nur noch 23 % glauben, dass wir für die Zukunft der Marktwirtschaft mehr Markt brauchen – aber 58 %, dass wir hierzu mehr soziale Absicherung benötigen. Und 71 % glauben nicht, dass die Politik in der Lage sei, die wirtschaftlichen Probleme des Landes zu lösen. Abzuwarten bleibt, was Austerität und Zwang zur Entschuldung sozial bedeutet.

Die Politik steht somit vor massiven Herausforderungen. Sie muss (1) die überdimensionierten und zu einem Stabilitätsrisiko gewordenen Finanzmärkte wieder unter Kontrolle zu bringen und auf die Bedürfnisse der Realwirtschaft zurückzuführen und (2) langfristige Investitionen fördern und zugleich die Verteilungsgerechtigkeit erhöhen.

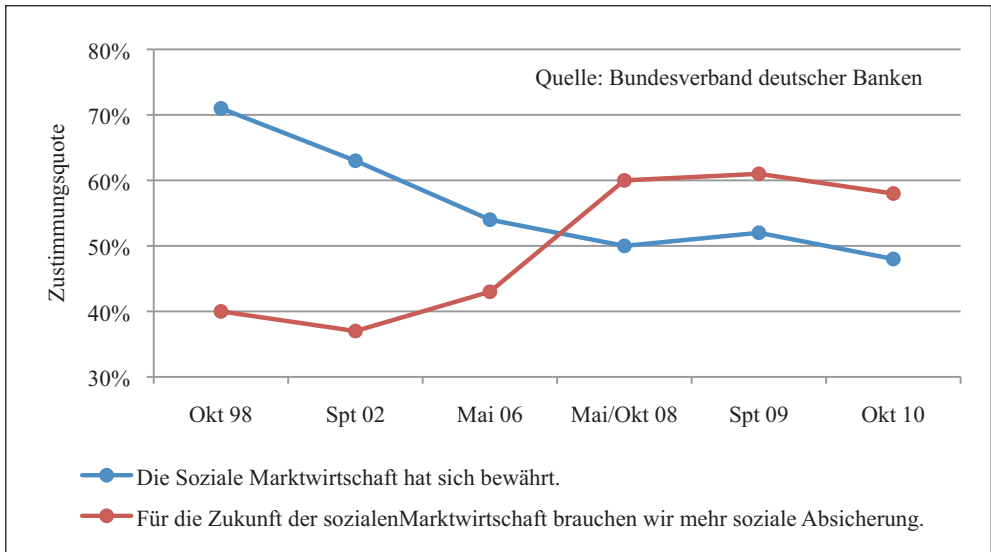


Abb. 4: Sicherheit statt Marktwirtschaft?

### 3.2 Stabilisierung und Redimensionierung der Finanzwirtschaft

Nach dem Kollaps von Lehman Brothers im Herbst 2008 bestand rasch Einvernehmen, dass der Staat für wirksamere Spielregeln und mehr Regulierung der Finanzmärkte sorgen muss; internationale Initiativen (G20) haben klare Zeichen in diese Richtung gegeben und umfassende Maßnahmen in Europa und Amerika angestoßen. Im Kern geht es um zwei Felder.

**Systemische Sicherheit:** Die wichtigsten Maßnahmen zielen darauf ab, das Bankensystem krisenfester zu machen. Im Mittelpunkt stehen strengere Eigenkapitalanforderungen für Banken, die im Rahmen des internationalen Gremiums der Zentralbanken und Bankaufseher (Basel-Komitee) als „Basel III“-Standard grundsätzlich beschlossen wurden. Dadurch soll das Wachstum der kreditfinanzierten Vermögensanlage gebremst werden und das kapitalmarktorientierte Bankgeschäft redimensioniert werden (De-Leveraging).

**Marktregulierung:** Auch die Funktionsfähigkeit der Märkte und die Governance der Marktakteure wird stärker reguliert. Hervorzuheben sind hier z.B. eine stärkere Kontrolle der außerbörslichen und weitgehend unregulierten Mär-

kte für Finanztermingeschäfte und Vergütungsvorschriften, die Kurzfristorientierung und das Eingehen exzessiver Risiken bremsen sollen. Darüber hinaus ist eine Fülle von Einschränkungen für bestimmte Akteure, Produkte oder Märkte vorgesehen oder zumindest in Diskussion, die bestimmte Risiken mit sich bringen oder deren Nutzen bezweifelt wird. Das reicht von Hedgefonds über Hochfrequenz-Börsenhandel bis hin zu Finanzterminhandel mit Agrarrohstoffen oder komplexe Finanzprodukte für Normalanleger.

Ob die Maßnahmen ausreichen, ist indes umstritten. Vielen gelten die Quoten, mit denen Bankaktiva durch Eigenkapital zu unterlegen sind, um Bankrisiken zu begrenzen, schlicht als zu großzügig. Zudem ist der Problembereich der systemisch relevanten Banken (too big to fail) noch nicht fixiert. Derartige Banken müssen – da im Falle Existenz bedrohender Verluste der Staat unvermeidlich eintreten muss – entweder zusätzliche Verlustpuffer aufbauen oder Vorkehrungen treffen, um im Insolvenzfall ohne gravierende Nebenfolgen abgewickelt werden zu können. Weiterhin ist zuletzt deutlich geworden, dass die Bankenregulierung ins Leere laufen kann, wenn Bankgeschäfte in so genannte „Schattenbanken“ (Institutionen oder



Geschäfte, die Bankfunktionen erfüllen, aber nicht der Bankenregulierung unterliegen) verlagert werden. Schätzungen besagen, dass das Schattenbankensystem an die Größe des regulären Bankensystems heranreicht.

Auch wird die Frage gestellt, ob nicht Banken, die sich auf das Einlagen- und Kreditgeschäft mit der Realwirtschaft beschränken (Boring Banks), grundsätzlich anders behandelt werden müssten als Banken, die in großem Stil Kapitalmarktgeschäfte auf eigene Rechnung betreiben. Ob dieser Ansatz Erfolg hat, ist ungewiss. Immerhin gibt es in den Vereinigten Staaten und Großbritannien bereits Gesetzesbeschlüsse, die in diese Richtung zielen. EU-Binnenmarktkommissar Michel Barnier will eine Expertengruppe zur Reform des europäischen Bankensektors einrichten, die unter anderem untersuchen soll, ob eine Trennung des Investment-Banking vom Massenkundengeschäft die Stabilität des Bankensektors verbessern kann.

Die Bilanz über 4 Jahre später fällt gemischt aus. Es scheint, dass die ursprüngliche Entschlossenheit aller G20-Länder, eine Finanzmarktkrise der erlebten Art für die Zukunft auszuschließen, abgelöst worden ist durch ein zähes Ringen um das „wie“ und „wie viel“ zusätzlicher Regulierung. Damit bleibt offen, ob wir hier ans Ziel kommen. Ob die Verabredungen überall umgesetzt werden, und ob das rechtzeitig geschieht, ist nicht sicher. In den Vereinigten Staaten hat sich auch in der Politik zuletzt der Widerstand gegen den Basel II-Akkord oder die stärkere Regulierung der Finanzterminkmärkte verstärkt.

Bedenklich ist, dass die Förderung von Wachstum und Beschäftigung erneut eine beachtliche Kreditexpansion in Gang setzt. Zwar hat seit 2007 durchaus ein De-Leveraging des Finanzsektors stattgefunden. Allerdings sind in den USA die Weichen für eine „Nahe Null“-Zinspolitik bereits für die kommenden Jahre gestellt. In Europa hat die Europäische Zentralbank die Banken - zur Stützung des Bankensystems, aber (indirekt) auch der Peripheriestaaten – jüngst mit mehrjähriger Liquidität in der unvorstellbaren Summe von mehr als 1.000 Mrd. Euro zu äußerst geringen Zinsen ausgestattet. Nicht unrealistisch ist die Erwartung, dass diese Mittel erneut zu großen Teilen an die Vermögensmärk-

te fließen. Befürchtet wird auch, dass gerade Banken mit nicht nachhaltig tragfähigem Geschäftsmodell hierzu geradezu ermuntert werden.

Damit muss man fragen, ob nicht die nächste Blase wartet – vielleicht werden es Rohstoffe sein oder der chinesische Immobilienmarkt. In diesem Falle wäre nur zu hoffen, dass die bisher angestoßenen Veränderungen die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems spürbar erhöht haben.

### **3.3 Verteilungs- und Steuerpolitik**

Nicht nur der Finanzsektor, auch die Staaten müssen ihre Finanzen konsolidieren. Eine Staatsverschuldung von 60 % bis 80 % des Sozialprodukts gilt als nachhaltig bedienbar. Die tatsächlichen Verschuldungsquoten reichen aber oft weit über 100 %. Das bedeutet, dass die öffentlichen Haushalte einen „Primärüberschuss“ erzielen müssen, d.h. die Steuereinnahmen müssen die Ausgaben übersteigen, so dass nicht nur keine neuen Schulden gemacht werden, sondern vorhandene abgebaut werden können. Das wird ein langjähriger Prozess sein, der vorsichtig anzugehen ist, weil ja vorrangig der Finanzsektor Schulden abbaut und zu viel Konsolidierung das Wachstum abwürgt.

Damit sind die Perspektiven für eine Lösung der anderen systemischen Risiken – Verteilung und öffentliche Güter – nicht gerade günstig. Soweit öffentliche Mittel benötigt werden, sind höhere Steuern der einzige Weg, um Zukunftsinvestitionen in ausreichender Höhe gewährleisten zu können. Naheliegender wäre deshalb der Gedanke, von den höheren Einkommen und Vermögen – wie gezeigt, die eher Begünstigten der liberalen Ära – einen höheren Beitrag einzufordern. Damit würde zugleich mehr Verteilungsgerechtigkeit zurück gewonnen. Es gibt für diesen Weg allerdings nicht nur in Deutschland bisher wenig Schwung. Liberale Kräfte setzen unverändert auf das Argument, dass Steuern die Leistung schwächen. Auch sozialdemokratische Parteien haben das bisher vielfach nicht zu einer ernsthaften Priorität gemacht. Es ist fast kurios, dass eine Gruppe von Milliardären um den Investor Warren Buffett das sicht-

barste Signal gegeben hat, indem die US-Regierung aufgefordert wurde, die eigenen, als zu gering empfundenen Steuersätze zu erhöhen. Nun hängt nicht alles an öffentlichen Mitteln. Ein Ziel sollte deshalb auch darin liegen, die langfristige Orientierung in der Finanzwirtschaft selbst zu stärken und die Bereitstellung von Mitteln für langfristige Investitionen zu verbessern. Wege hierzu sind durchaus identifiziert. Hervorzuheben ist aus Sicht des Autors das Programm 2020 der EU-Kommission, das auf eine Stärkung nachhaltigen Wachstums abzielt. Die EU-Kommission hat zu diesem Zweck eine Reihe von Initiativen gestartet mit dem Ziel, langfristige Investitionen zu fördern. Mit „Project Bonds“ sollen in Zusammenarbeit mit der Europäischen Investitionsbank Instrumente geschaffen werden, die institutionellen Anlegern den Zugang zu Infrastruktur-Investments erleichtern. Auch soll der Zugang kleinerer und mittlerer Unternehmen zu langfristiger Finanzierung verbessert werden. Mit dem „European Venture Capital Fund“ soll zu diesem Zweck ein EU-weiter Produktstandard geschaffen werden, um die Qualität des europäischen Marktes für derartige Finanzierungen zu verbessern. Analog soll mit dem „European Social Entrepreneurship Fund“ ein Instrument geschaffen werden, der kleinen und mittleren Unternehmen mit sozialem Geschäftsansatz (social businesses) Eigen- und Fremdkapital zur Verfügung stellen kann.

#### **4. Wie handlungsfähig ist die Politik?**

Die Erwartungen an die Politik sind hoch – aber das Vertrauen, dass die Politik es schaffen kann, nicht unbegrenzt. Angesichts dieser Herausforderungen stellt sich die Frage, ob Staaten und Regierungen die Kraft haben, als richtig erkannte Schritte auch praktisch durchzusetzen.

Anzuerkennen ist, dass ab 2008 die Krise entschlossen bekämpft wurde und Programme auf den Weg gebracht wurden, die Märkte stärker zu regulieren. Dies geschah letztlich wohl mehr aus Einsicht in die Notwendigkeit als aus einer ordnungspolitischen Absicht heraus, den Staat zu stärken – anders als im „sozialdemokratischen“ Zeitalter der 70er Jahre. Das erklärt

sich auch dadurch, dass es meist liberal-konservative Regierungen sind, die diese Politik durchzuführen hatten und haben. Umgekehrt erfolgte die vorausgegangene Deregulierung bemerkenswerterweise häufig unter sozialdemokratischen Vorzeichen (Schröder, Blair, Clinton). Mit Blick auf die Zukunft ist naiver Optimismus dennoch nicht angebracht. Die ökonomische Analyse des Regierungshandelns, die von Wirtschaftswissenschaftlern schon vor Jahrzehnten entwickelt wurde, zeigt, dass Politik nicht per se zukunfts- und gemeinwohlorientiert ist, sondern eigenen Zwängen und Begrenzungen unterliegt, oft auch mit kurzfristiger Perspektive: die Wahlperiode spielt hier für die Politik eine ähnliche Rolle wie die Laufzeit des Dienstvertrages oder die Fälligkeit der Aktienoption für ein Unternehmensmanagement. Zudem ist der Einfluss der organisierten Interessenvertretung nicht zu übersehen und zuletzt sicherlich wieder gewachsen.

Manche Kritiker und Politiker selbst machen auch hierfür die Kapitalmärkte (und die Rating-Agenturen) verantwortlich. Diese scheinen – wie in der Euro-Schuldenkrise in jüngster Zeit erlebt – der Politik den Kurs vorzugeben. Dieser Vorwurf greift aber, bei aller berechtigten Kritik an den Finanzmärkten, zu kurz. Es ist des ungeachtet sicherlich eine Ironie, dass die Finanzmärkte, welche die Regierungen zu immensem Mitteleinsatz genötigt hatte, eben diesen Regierungen später sozusagen das Vertrauen entziehen und sie dafür „abstrafen“, dass die Verschuldung Höhen erreicht hat, die sie um die Solvenz fürchten lassen.

Deutlich wird, dass es – gemessen an der Zeit vor 2007 – wohl dauerhaft „mehr Staat“ geben wird, sowohl auf der Steuer- und Ausgabenquote als auch den regulierenden Eingriffen. Die Antwort der liberalen Marktwirtschaft – Begrenzung des Staatseinflusses – wird allein keine Antwort sein können. Es geht nicht um „neuen Etatismus“. Entscheidend ist, dass mehr Krisenfestigkeit und eine sinnvolle Redimensionierung der Finanzmärkte erreicht wird. Die Politik muss hier „Linie halten“ – schon um die Marktwirtschaft, die in der Bevölkerung an Rückhalt verloren hat, vor sich selbst zu schützen.

## 5. Die personale Seite: Neuorientierung des Wirtschaftens?

Die große Systemdiskussion ist somit ausgeblieben. Man könnte meinen: ordnungspolitisch bleibt damit im Kern alles beim Alten. Der Staat setzt die (jetzt verschärften) Spielregeln, und in diesem Rahmen folgt jeder seinem Eigennutz. Vielen reicht das aus: „für ein Fußballspiel brauche ich Spielregeln, keine Werte“, so hat es jemand ausgedrückt.

Viele Teilnehmer der Diskussion der letzten Jahre meinen aber, dass es nicht reicht, auf diese Weise zur Tagesordnung überzugehen, sondern dass die Finanzmarktkrise Anlass gibt, grundsätzlichere Fragen zu Wirtschaft und Gesellschaft zu stellen. Dabei geht es auch um Neuorientierung auf der personalen Ebene. Über die volkswirtschaftlich „fassbaren“ Fakten hinaus werden auch die personalen und ethischen Dimensionen wirtschaftlichen Handelns neu hinterfragt. Sind Werte wie Fairness und Augenmaß verloren gegangen – würden sich manche Fehler und vielleicht sogar Krisen vermeiden lassen, wenn es sie (wieder) stärker gäbe? Und wenn ja: wie kann man sie wiederbeleben? Besteht ein Zusammenhang zwischen Verhaltensmustern im Wirtschaftsleben und zunehmendem Bedarf, psychischen Belastungen entgegenzuwirken? Es ist wichtig, dass sich an diesem Teil der Diskussion nicht nur Ökonomen und Wirtschaftspolitiker beteiligen, sondern auch Kreise außerhalb der wirtschaftspolitischen Fachwelt wie etwa die Kirchen.

Von kritischen Stimmen wird vor allem die ungehemmte persönliche Einkommensmaximierung – nicht selten verbunden mit spekulativer Kurzfristmentalität – bei wichtigen Entscheidungsträgern als generelle gesellschaftliche Fehlentwicklung und spezifisch als wichtige Ursache der Krise bezeichnet. „Verantwortungslosigkeit“ und „Gier“ sind oft gebrauchte Schlagworte für kritisierte Verhaltensmuster (als Kontrast hierzu wird der „ehrbare Kaufmann“ wiederbelebt). Bekannt geworden ist die Qualifizie-

rung des Renditeziels einer großen deutschen Bank von 25 % als „Tanz um das goldene Kalb“ durch Bischof Huber.

Empirisch-analytisch fundierte wissenschaftliche Ansätze neigen dazu, gesellschaftspolitische und ethische Fragestellungen in die Welt der persönlichen Werturteile zu verweisen und damit letztlich auszublenden; das gilt nicht zuletzt auch für die Wirtschaftswissenschaften. Das wird, auch unter Wirtschaftswissenschaftlern, kritisch diskutiert. Umgekehrt bleibt die (alte) Frage, wo Ehrgeiz aufhört und Gier anfängt und woher allgemeingültige Maßstäbe für „richtiges“ Verhalten kommen. Ansonsten besteht die Gefahr intersubjektiv nicht vermittelbarer, letztlich moralischer Bewertungen, wie das erwähnte Beispiel zeigt.

Zweifelloos berührt die Diskussion um eine personale Neuorientierung „weiche“ und wissenschaftlicher Analyse nur schwer zugängliche Themen, und nur selten gibt es einfache und eindeutige Antworten. Des ungeachtet besteht bei Vielen der Eindruck, dass die ethische Ebene trotz aller methodischen Problematik als Teil der Diskussion nicht fehlen darf. Möglicherweise greifen wir zu kurz zu, wenn wir die Frage nach Lehren und Konsequenzen nur technisch-ökonomisch zu beantworten versuchen.

### Anmerkungen:

<sup>1</sup> Ich verwende diesen Begriff, um die „deregulierte Marktwirtschaft“ von der stärker sozialstaatlich geprägten Marktwirtschaft abzugrenzen.

<sup>2</sup> J. Sachs, The demise of state spending, Financial Times 6. 12. 2011.

<sup>3</sup> The Future of Long-term Investing, A World Economic Forum Report, 2011; Oliver Wyman, The Real Financial Crisis: why Financial Intermediation is Failing, 2012.

<sup>4</sup> Promoting Longer-Term Investments by Institutional Investors: Selected Issues and Policies, OECD, Financial Market Trends, Vol. 2011, Issue 1.

<sup>5</sup> Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising, OECD 2011.

<sup>6</sup> G. Tett, Financial Times 31. 1. 2012.

<sup>7</sup> Redistribution Policy and Inequality Reduction in OECD countries, OECD 2011.

<sup>8</sup> Olaf Storbeck, Handelsblatt v. 7. 10. 2011.

<sup>9</sup> Bundesverband deutscher Banken: „Führung – Verantwortung – Vertrauen“, November 2010.