



**PositionLiberal 77**

## Aus gegebenem Anlass – oder warum die Ordnungspolitik das einzige Heilmittel für die Finanzmärkte ist

**Liberales Institut**

JEDER MENSCH BRAUCHT  
FREIHEIT, UM SEINE  
ANLAGEN UND FÄHIGKEITEN  
ENTFALLEN UND  
VERWIRKLICHEN ZU KÖNNEN.  
ER SOLLTE SICH NICHT  
VORFALLEM STAAT UND  
WISSENSCHAFTEN, STAGNIERT  
DIE WIRTSCHAFT.  
GÜNSTIGES LEBEN BRAUCHT  
FREIHEIT GENAU, WIE DER  
KÖRPER DIE LUFT ZUM ATMEN.

Susanne Maria Schmidt  
Olaf Steglich

# AUS GEGEBENEM ANLASS – ODER WARUM DIE ORDNUNGSPOLITIK DAS EINZIGE HEILMITTEL FÜR DIE FINANZMÄRKTE IST

Susanne Maria Schmidt

Olaf Steglich

## Impressum:

Herausgeber  
Liberales Institut der  
Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit  
Karl-Marx-Straße 2  
14482 Potsdam

Tel.: 03 31.70 19-2 10  
Fax: 03 31.70 19-2 16  
[libinst@freiheit.org](mailto:libinst@freiheit.org)  
[www.freiheit.org](http://www.freiheit.org)

Titelbild: Fotolia LCC

Produktion  
COMDOK GmbH  
Büro Berlin

2009

Liberales Institut  
Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit

## Inhalt

1. Annus Horribilis	5
2. Wirtschaftswunderwelt	6
3. Teufelskreislauf der Vermögensdeflation	10
3.1 Billiges Geld	10
3.2 Politische Kreditstandards und Kreditbewertung	10
3.3 Bilanzierung von Vermögenswerten	12
3.4 Gier	14
4. Drei Grundlagen für wirtschaftliches Wachstum	15
5. Die Verantwortung des Staates	19
6. Ordnungspolitische Konsequenzen	24
Über die Autoren	28

## 1. Annus Horribilis

Ein schreckliches Jahr 2008 ist vorbei. Ein Jahr, das einen Zyklus von fast zehn Jahren kontinuierlichem weltwirtschaftlichem Wachstum beendet und nahezu alle wirtschaftlichen Teilnehmer in eine tiefe Verunsicherung gestürzt hat.

Verglichen mit anderen wirtschaftlichen Entwicklungsphasen nach dem Zweiten Weltkrieg, zeichnete sich das Jahr 2008 durch mehrere Eigenschaften aus, die in ihrer Tiefe und Kombination bisher unbekannt waren:

- Seit dem Ende der 1990er Jahre verfügten alle Wirtschaftsteilnehmer über eine nie da gewesene Liquidität, die im vergangenen Jahr unerwartet und schlagartig abbrach;
- Eine bisher nicht beobachtbare Form der Illiquidität etablierte sich im institutionellen Austausch der internationalen Kreditwirtschaft und der Interbankenmarkt kam faktisch zum Erliegen;
- Parallel konnten klassische liquide Vermögenswerte nur mit erheblichem Abschlag veräußert werden und forderten substantielle Abschreibungen;
- Die Zentralbankzinsen erreichten insbesondere in der dominanten Wirtschaftsregion Nordamerika einen historischen Tiefststand, der über einen relativ langen Zeitraum aufrechterhalten wird;
- Die Realwirtschaft wurde in einem rasanten Tempo von der eingeschränkten Kreditvergabe an private und gewerbliche Kunden negativ erfasst.

All dies deutet darauf hin, dass das Wirtschaftsjahr 2009 ein schwieriges Jahr für Deutsche, Europäer, Amerikaner und auch Asiaten wird. Grundlegende wirtschaftliche Zusammenhänge stehen zur Disposition – es ist nicht mehr offensichtlich, dass billiges Geld der Zentralbanken und wirtschaftliche Aktivitäten der Staaten automatisch zu einem positiven wirtschaftlichen Verlauf führen. Die Grundannahmen der 1970er Jahre, als der Bundesminister Karl Schiller mit Konjunkturprogrammen aus der Schublade den Abschwung verhindern wollte, werden erneut diskutiert. Die Erwartungen, dass milliardenschwere schuldenfinanzierte Staatsaktivitäten die drohenden Abschwünge stoppen, sind daran gebunden, dass durch staatliche Investitionen und Konsum private Unternehmen profitieren und in der Folge auch der Bürger durch Arbeitsplatzertand und konstantes Einkommen als Gewinner dieser Intervention hervorgeht.

Obwohl hinreichend Geld in den Händen der privaten Wirtschaftsakteure ist, verweigern sie sich gegenseitig das Vertrauen. Das weltweite Wirtschaftsleben kommt in manchen Branchen vollständig zum Erliegen und die internationale politische Klasse ist ratlos ob der Wirkungslosigkeit ihrer traditionellen Instrumente.

Für eine Bewertung dieses Ausnahmezustands ist die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung, die Tiefe der möglichen Rezession, die auf alle Staaten zukommt, weniger relevant als die Analyse der grundlegenden Wirkungszusammenhänge und der Ableitung von Konsequenzen für die Zukunft. Kann die Politik überhaupt etwas tun, um die „Maschine“ wieder in Gang zu bringen und wie müssen Veränderungsprozesse und staatliche Intervention aussehen? Können staatliche Aktivitäten das annus horribilis überhaupt beenden oder werden es mehrere dunkle Jahre, die alle Volkswirtschaften einfach ertragen müssen, bis die private Wirtschaft einen neuen Modus Vivendi gefunden hat.

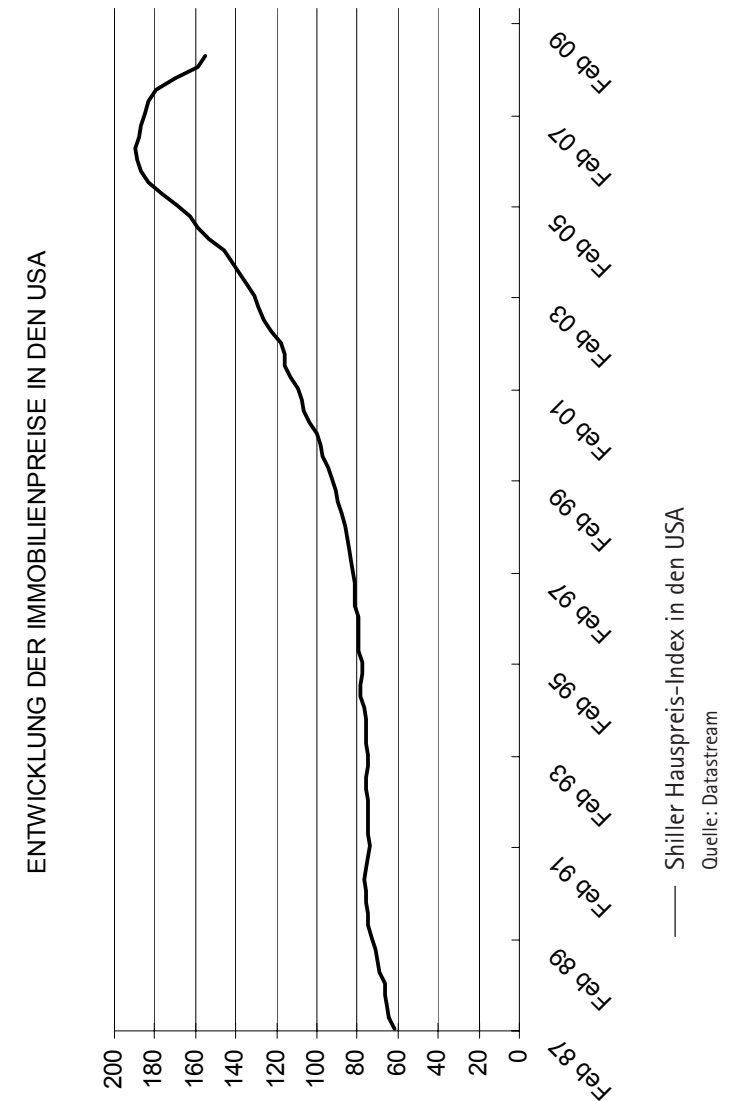
## 2. Wirtschaftswunderwelt

Das starke wirtschaftliche Wachstum in Europa und den USA seit 2003 wurde möglich, weil nahezu alle Banken und Finanzinstitute günstige Konditionen für Finanzierungen zur Verfügung gestellt haben. Insbesondere die Zentralbank der Vereinigten Staaten übte durch ihre Zinspolitik Druck auf die Kosten für Kapital aus. Billiges Geld und damit extrem niedrige Refinanzierungskosten für Unternehmen und private Haushalte machten kreditfinanzierte Investitionen und Akquisitionen attraktiv.

Auch der Immobiliensektor profitierte von der Tatsache, dass nahezu unbeschränkt die Finanzierung von Objekten möglich wurde. Märkte für Gewerbe- und Wohnimmobilien in Großbritannien, in den USA sowie in Spanien und fast jedem anderen Land, mit Ausnahme von Deutschland und Japan, profitierten besonders stark von dieser billigen Liquidität. Während in den Jahren 1990 bis 1999 die Preise für Wohnimmobilien in den USA um knapp 17 % angewachsen waren, stieg von 1999 bis 2006 der Wert um 100 % in den USA an.

Die Verfügbarkeit von Kapital wird bestimmt von der Höhe der Kapitalkosten, der Verfügbarkeit von Liquidität und der individuellen Risikoneigung. Das weltweit verfügbare anzulegende Finanzvermögen (Anleihen, Einlagen, sonstige Schuldtitel) hat sich seit 1980 von 12 Billionen USD auf heute ca. 214 Billionen

erhöht. In den letzten Jahren traten verstärkt auch Staatsfonds, beispielsweise aus China, Russland und den Vereinigten Arabischen Emiraten, sowie Pensionsfonds als neue Marktteilnehmer auf.



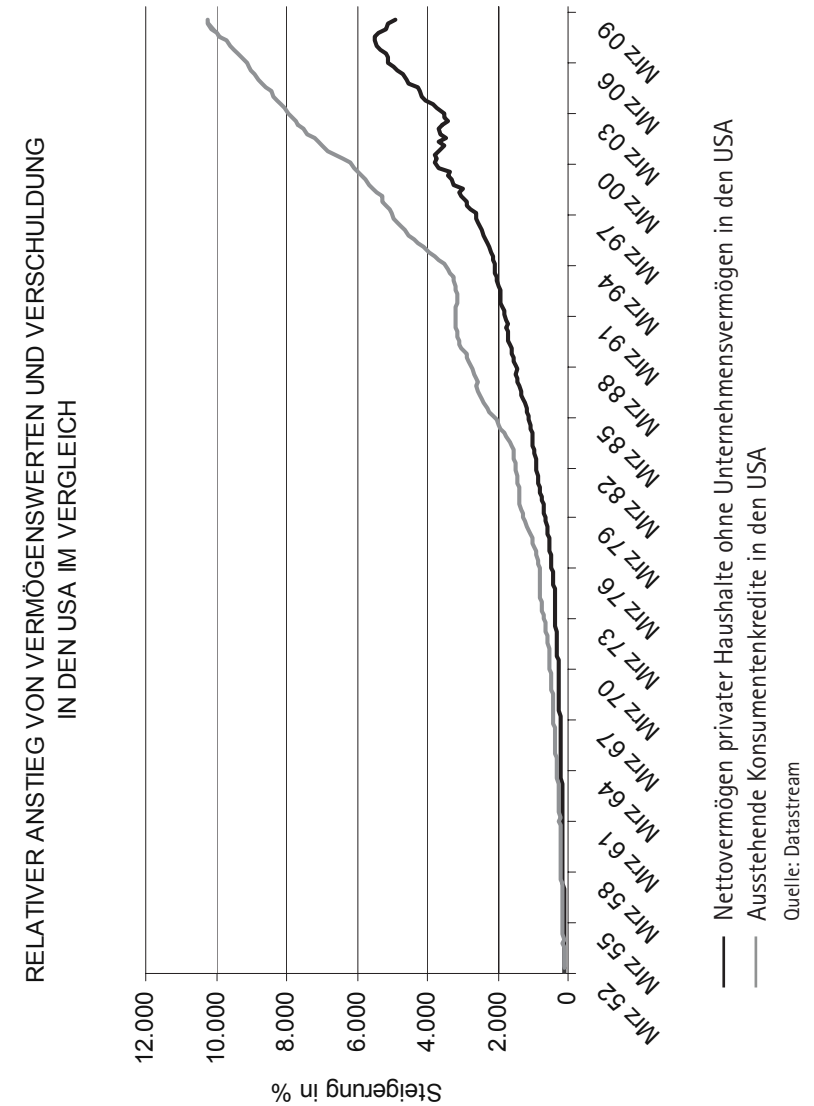
Die Verfügbarkeit von günstigen Krediten erhöhte das zu investierende Kapital, das für den Erwerb von Vermögenswerten zur Verfügung stand. Die mit diesen Krediten übernommenen Risiken konnten durch Umwidmung (Verbriefung) in Anlageprodukte an Kapitalanleger weitergegeben werden, so dass neuer Kreditvergabenspielraum entstand und zusätzliche Liquidität für den Erwerb von Vermögenswerten verfügbar war.

Die Folge war eine Inflation der Preise für Vermögenswerte, wodurch sich das Kreditpotential weiter ausweitete. Kredite zur Finanzierung des Ankaufs von Vermögenswerten sind insbesondere interessant, wenn die operative Rendite aus Vermögenswerten höher ist als der Schuldzins. Durch die Zinspolitik der Zentralbanken war der Schuldzins auf einem besonders niedrigen Niveau und das Wachstum der Vermögenswerte generierte Buchgewinne, die bei rechtzeitigen Verkäufen realisiert werden konnten.

Auch die Industrie der Private Equity Unternehmen (als „Heuschrecken“ durch Herrn Müntefering diffamiert), die durch den Erwerb von Beteiligungen an Unternehmen und ihren späteren Verkauf ihre Gewinne erzielen, konnte ein goldenes Jahrzehnt erleben, weil die Refinanzierungen extrem günstig verfügbar und leicht zu generieren waren. Die Produktivitätssteigerungen alleine, die diese professionellen Beteiligungsfirmen nicht selten bei übernommenen Unternehmen erzeugten, hätten für die Wachstumsraten der Private Equity Industrie alleine nicht ausgereicht.

Die extreme Steigerung von Aktienkursen, Immobilienpreisen und in der Folge auch von anderen Vermögenswerten ist nur aufgrund der zur Verfügung stehenden Kreditvolumina zu historisch niedrigen Zinssätzen möglich gewesen. Die Tatsache, dass auch die sogenannten „Emerging Markets“ (sich entwickelnde Märkte) von den aktuellen Entwicklungen betroffen sind und vergleichbaren wirtschaftlichen Druck spüren, zeigt, dass die internationale Vernetzung der Wirtschaft alle Länder trifft, wenn Kredite als finanzielle Katalysatoren für die Wirtschaft nicht mehr zur Verfügung stehen. Mithin sinkt die generierte Marge mit jedem Prozentpunkt, der für die Finanzierung aufgewendet werden muss und reduziert das individuelle unternehmerische Wachstumspotential. Die Kreditvolumina in Deutschland betragen 1998 noch 699,5 Mrd. Euro und im Jahr 2008 bereits 1.012,3 Mrd. Euro. Die Konsumentenkredite stiegen um etwa 12% von 203,5 Mrd. Euro im Jahr 1998 auf 222,8 Mrd. Euro zehn Jahre später an, obgleich im gleichen Zeitraum die Konsumausgaben lediglich um 7,8% gewachsen sind.

Da die Refinanzierung günstig war, erhöhte sich trotz der gestiegenen Kreditvolumina die Ausfallrate nicht. Innerhalb der letzten 10 Jahre sind pro Jahr etwa 2,5% der Privatkredite in Deutschland nicht mehr bedient worden. In den USA liegt die Ausfallrate im Segment der Immobilienkredite bei gut besicherten Krediten in 2008 bei 4%, wobei eine Verdopplung oder sogar Verdreifachung erwartet wird.



### 3. Teufelskreislauf der Vermögensdeflation

Die Ereignisse des Jahres 2008 sind in ihrem Auftreten, ihrer Verkettung und ihrer Intensität historisch einmalig. Mehrere Faktoren trafen aufeinander, die dramatische wirtschaftliche Schrumpfung befürchten lassen.

#### 3.1 Billiges Geld

Jede Gesellschaftsform ist gleichzeitig eine Wirtschaftsform. Jede Gesellschaft braucht den Austausch von Dienstleistungen, Waren und Gütern, für den sie eigene formelle und informelle Regeln definiert. Jede Gesellschaftsform setzt Geld als Mittel ein, um die Kosten des Austauschs zu reduzieren. Im 21. Jahrhundert verfügt nahezu jedes Land über eine staatliche Zentralbank, die Geld selbst emittiert oder wenigstens die Ausgabe kontrolliert.

Ein Teil des Problems des Jahres 2008 hat seine Wurzel in der staatlichen Geldpolitik der US-Notenbank zu Beginn dieses Jahrtausends. Um die Finanzmärkte und das Wirtschaftswachstum des eigenen Landes zu gewährleisten und in der festen Überzeugung, reale Abschwünge könnten durch den Einsatz von billigem Geld abgefangen werden, wurde der nominale Zinssatz unter der Führung von Alan Greenspan ab 2001 auf bis zu 1 % abgesenkt. Ein Niveau, das in den USA niemals zuvor erreicht wurde. Vor dem Hintergrund einer gleichzeitigen Inflationsrate von bis zu knapp unter 4% ergaben sich zeitweise (von Juli 2002 bis Juli 2005 sowie kurzzeitig danach) negative Realzinsen. Geld war billig wie nie zuvor und wurde entsprechend großzügig in den gesamten Wirtschaftskreislauf eingeschleust. Diese negativen Realzinsen hatten direkten Einfluss auf die Attraktivität der Kreditvergabe, weil sich die privaten Banken zum Nulltarif Geld bei der Zentralbank beschaffen konnten. Um Geld von der Zentralbank zu erhalten, müssen private Banken genau spezifizierte Wertpapiere (in der Regel US-Staatsanleihen) als Sicherheit hinterlegen. Müssen die privaten Banken für die Liquidität, die durch die Federal Reserve Bank bereitgestellt wird, keine Kosten tragen und mit zinstragenden Wertpapieren besichern, ist es finanziell attraktiv eine möglichst hohe Kreditvergabe an Unternehmen und Konsumenten umzusetzen.

#### 3.2 Politische Kreditstandards und Kreditbewertung

Kreditvergabe ist ein zentraler Bestandteil der Gewinngenerierung für Banken und andere Finanzinstitutionen. Neben der Emission von Investitionspapieren ist die Vergabe von Krediten mit unterschiedlichen Laufzeiten ein wichtiger

Einkommenszweig, der gleichzeitig für die Banken mit substantiellen Risiken verbunden ist. Dieser Risikoaspekt tritt in den Hintergrund, wenn Renditeargumente oder politische Argumente die Oberhand gewinnen. Für Privatpersonen, Unternehmen und institutionelle Geldanleger ist es bei niedrigerem Refinanzierungszins lohnend, Investitionen kreditfinanziert umzusetzen und das eigene Kapital in höher bewertete Vermögenswerte zu investieren.

Bereits am 30. September 1999 veröffentlichte die New York Times einen Artikel, wonach die Clinton-Regierung auf die beiden halbstaatlichen Organisationen Fannie Mae und Freddie Mac Druck ausübte, die Vergabebedingungen für Hypothekenkredite zu lockern. Belastungen von bis zu 120% auf eine Immobilie waren nur aufgrund des fahrlässigen Umgangs mit der Bewertung von Kreditrisiken möglich. Die Prüfung der langfristigen Zahlungsfähigkeit der Schuldner spielte eine untergeordnete oder gar keine Rolle. Für diese aggressive Finanzierung entstanden neue Kreditformen, mit denen klassische Beleihungsgrundsätze umgangen wurden. Die Zinsen, die für langfristige Kredite bezahlt werden mussten, glichen sich extrem denen für kurzfristige Kredite an, obgleich die langfristigen Zinsen höher sein sollten aufgrund des erhöhten Risikos.

Ein erhöhtes Ausfallrisiko ist den so generierten Krediten inhärent. Nicht nur der Ausfall von einzelnen Kreditnehmern gefährdet die Stabilität eines Finanzinstituts, sondern die mangelnde zeitliche Übereinstimmung von geleisteten Einlagen und vergebenen Krediten durch die Finanzinstitutionen. Jedes Finanzinstitut kann durch einen massiven Vertrauenseinbruch zu Fall gebracht werden, weil zu keinem Zeitpunkt 100% der Einlagen liquide gehalten werden. Würde ein Institut dies tun, könnte es keine Rendite erwirtschaften, die in Form von Depositenverzinsung an Kunden weiter gegeben werden.

Das Kreditvolumen, das von einer Bank vergeben werden darf, steht in engem Zusammenhang mit der Bewertung der Vermögenswerte der Bank. Die Bilanz der Bank muss durch ein von der Regulierungsbehörde im Vorfeld definiertes Verhältnis zwischen Schuld- und Haben-Positionen gekennzeichnet sein. In Deutschland wird dieses Verhältnis von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Bundesbank vorgegeben. Als regulatorische Mindestanforderung wird eine Kernkapitalquote von 4% vorgeschrieben, wobei eine Quote von mehr als 7% als Indikator für eine stabile Bankbilanz gewertet wird. So soll ein Totalausfall der Einlagen verhindert werden, obgleich bei einem Abruf der gesamten Einlagen jederzeit ein Zusammenbruch einer Bank möglich ist. In Zeiten geringer Refinanzierungskosten und leichter Refinanzierung bei der Zentralbank, ist der Anreiz hoch, die Liquiditätsreserve zu reduzieren und die Mindestreservequote einzuhalten, aber darüber hinaus keine Vorsorge zu treffen.

Um das zulässige Kreditvergabevolumen auszuweiten, wurden die Forderungen gebündelt und in Anleiheform an den Kapitalmarkt als forderungsbesicherte Wertpapiere (bspw. über Collateralized Loan Obligations)<sup>1</sup> weitergegeben. Außerdem konnten Ausfallrisiken durch Kreditinstrumente (bspw. Credit Default Swaps) auf Marktteilnehmer abgewälzt werden, wodurch sich der Handlungsspielraum ebenfalls erweiterte. Die Weitergabe der Risiken durch die Banken erhöhte ihr Ertragspotential und ermöglichte Eigenkapitalrenditen um die 30% bei großen Marktteilnehmern, die in diesen Verbriefungsaktivitäten besonders aktiv waren.

### 3.3 Bilanzierung von Vermögenswerten

Sinken die Vermögenswerte weltweit und steigt in einer rezessiven Wirtschaftsphase die Ausfallrate von Krediten, reduziert sich die Aktivseite der Bankbilanzen, wenn nicht Eigenkapital durch die Bankeigentümer injiziert wird.

In den vergangenen Jahren wurde die Bilanzierung für Unternehmen international durch einen gemeinsamen Standard vereinheitlicht. Die Anwendung der „richtigen“ Bewertung für Vermögenswerte in der Bilanz ist umstritten und in der Vergangenheit regelmäßig geändert worden. Während das deutsche Handelsgesetzbuch (HGB) durch die Bildung von stillen Reserven auf eine Pufferbildung und systematische bilanzielle Unterbewertung setzt, streben angelsächsische Bilanzierungsregeln eine aktuell realistische und marktgerechte Bewertung an. Die Anwendung der internationalen Bilanzierungsrichtlinien IFRS ist spätestens seit 2007 auch für deutsche Unternehmen verbindlich vorgegeben. Die damit verbundene Bewertungsmethode schreibt eine tägliche Bewertung von Vermögenswerten zwingend vor und setzt insbesondere bei sinkenden Vermögenswerten die Banken fast täglich unter Druck, ihr Verhältnis zwischen Aktiva und Passiva zu korrigieren. Hält eine Finanzinstitution ihre Aktivseite beispielsweise überwiegend in liquiden Vermögenswerten wie Aktien, verursachen fallende Märkte einen sinkenden Wert der gehaltenen Aktien. In der Folge entsteht ein Ungleichgewicht zwischen den ausstehenden Krediten der Bank und den gehaltenen Vermögenswerten.

In einem Umfeld sinkender Vermögenswerte führt dies fast täglich zu einem neuen bilanziellen Ungleichgewicht für Finanzinstitutionen, das nur durch wenige Maßnahmen ausgeglichen werden kann:

<sup>1</sup> Die Besicherung dieser Wertpapiere erfolgte über die Bündelung und Strukturierung gleichartiger Kreditrisiken (z.B. Autokredite, Kreditkartenverbindlichkeiten, Hypothekenkredite) in einem Gesamtpaket.

- Verkauf von Krediten an andere Finanzinstitutionen. Insbesondere in 2008 haben Finanzinstitute begonnen ihre Schuldspositionen zu reduzieren, indem sie Kredite „auf ihren Büchern“ verkauft haben. Da dies in einer Phase allgemeiner Vermögensdeflation viele Häuser betrifft, müssen hohe Abschläge auf die Zahlungen hingenommen und Verluste realisiert werden. Mithin führt die gestiegene Risikosensitivität der potentiellen Käufer dazu, dass die guten Kredite zuerst verkauft werden müssen und die „schlechten“ Schulden auf den Büchern der ohnehin schon gebeutelten Banken verbleiben.
- Die Verbriefung von Krediten ist als Instrument seit 2007 desavouiert und als Markt praktisch nicht mehr vorhanden. Bei der Verbriefung werden Forderungen gegen Schuldner in ein Wertpapier umgewandelt und auf Märkten für den Handel mit Schulden veräußert. Die Zinsdifferenz, die als Prämie für den Kauf von verbrieften Kreditrisiken verlangt wird, macht die Verbriefung von Krediten unattraktiv und bringt für die meisten Finanzinstitute keine bilanzielle Erleichterung. Alle Versuche, den Handel mit verbrieften Krediten zu reaktivieren, sind bisher gescheitert. Die Zinsdifferenzen wirken prohibitiv.

Für die überwiegende Zahl der Banken besteht die Lösung in einer Stärkung der Eigenkapitalposition durch Kapitalerhöhung, strategische Partnerschaften oder Kapitalabrufe bei bestehenden Anteilseignern. Doch solange Vermögenswerte eine allgemeine Deflation erfahren und diese Wertentwicklung zu täglichen Berichtigungen führt, bleibt der Druck auf alle Teilnehmer hoch und die Möglichkeiten, ihre Kreditpositionen auszuweiten, gering.

Dies ist für die gesamte wirtschaftliche Entwicklung dramatisch, da nicht nur für die Banken selbst die Renditeoptionen abhanden kommen, sondern andere Wirtschaftsunternehmen keine Finanzierungsmöglichkeiten erhalten. In einem Umfeld, in dem alle Vermögenswerte kontinuierlich an Bewertung einbüßen, sind auch Unternehmensanleihen schwer zu platzieren. Die Abschläge oder Risikoprämien, die der Markt einpreist, erhöhen zusätzlich den Kostendruck auf die Unternehmen. Als Beispiel kann die im November 2008 durchgeführte Emission einer Anleihe durch die Finanztochter der BMW AG herangezogen werden. Für eine Laufzeit von fünf Jahren war ein Kupon von 8,875% notwendig, um eine Emission von 750 Mio. EUR zu platzieren – ein sehr hoher Preis für einen der größten Automobilhersteller der Welt und Ausdruck der Unsicherheit bezüglich der Bewertung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Produzenten.

Endverbraucher schließen den Teufelskreis ab. Ihre Kreditmöglichkeiten sind eingeschränkt, Leasingverträge für Investitionsgüter (bspw. PKW) werden häu-

figer abgelehnt, die Nachfrage geht zurück, der Umsatz der Unternehmen fällt. Betriebliche und private Investitionen werden zurückgestellt und das Konsumverhalten der wachsenden Unsicherheit angepasst.

### 3.4 Gier

Billiges Geld, steigende Vermögenspreise und vermeintliche Sicherheit durch die Bewertung von Rating-Agenturen beflügelten eine menschliche Eigenschaft bei nahezu allen Anlegern und Finanzmanagern: Gier. Genauso wie Kinder den Konsum von Schokoladenriegeln erst einstellen, wenn der Magen schmerzt und der Würgeiz einsetzt, kamen viele Marktteilnehmer erst durch die dramatischen Entwicklungen im Jahr 2008 zu sich.

Die Negation und Missachtung von Risiken ist ein inhärenter Bestandteil jeder Wirtschaftsphase, in der es zu Preisübertreibungen kommt. Hätten sich alle Marktteilnehmer auf die fundamentalen Wirkungs- und Bewertungszusammenhänge von Vermögenswerten gestützt, wäre es weder zu einer Immobilienblase noch zu überzogenen Aktienwerten gekommen – unabhängig von billigem Geld. Die über einen weitgehenden Zeitraum kostenlose Verfügbarkeit von Geld befeuert die menschliche Psychologie bei der Inkaufnahme von Risiken. Wenn es den Kredit fast umsonst gibt und gleichzeitig durch Kursspekulationen oder zinstragende Papiere vermeintlich sichere Gewinne generiert werden können, nimmt die Risikoneigung automatisch zu. Es kann eigentlich nichts passieren.

## 4. Drei Grundlagen für wirtschaftliches Wachstum

Die Grundlage für jede positive Einkommensentwicklung und die Steigerung des allgemeinen Wohlstands ist Wirtschaftswachstum. Bereits in den 1970ern prophezeiten Wirtschaftsforscher, dass das wirtschaftliche Wachstum von Volkswirtschaften begrenzt und nicht unendlich fortzusetzen sei. Vielmehr wurde der Verteilungskampf zwischen den einzelnen Ökonomien insbesondere um Rohstoffe hervorgehoben, der zu einer Verlangsamung der wirtschaftlichen Entwicklung führen müsse.

Wenn Wirtschaftswachstum zentral für die ökonomische Weiterentwicklung eines Landes ist, sind die Faktoren, die zu Wachstum führen, von besonderer Bedeutung. Vereinfacht lassen sich diese Determinanten in drei Kategorien einteilen:

- Innovation
- Produktivitätssteigerung
- Neue Märkte

Die Entwicklung neuer Produkte bedeutet nicht immer Innovation, aber häufig sind neue Produkte die Ergebnisse von Innovationen. Die Versendung von Textnachrichten über Mobiltelefone, die automatische Messung und Steuerung von Abständen zwischen zwei Objekten sowie die Komprimierung von Musik oder anderen Daten in elektronische Dateiformate sind Beispiele von Innovationen, die in unterschiedlichen Branchen zu neuen Produkten und damit zu wirtschaftlichem Wachstum geführt haben. Ob bei Privathaushalten oder in anderen Wirtschaftszweigen, es sind neue Produkte, die für einzelne Unternehmen und für Volkswirtschaften insgesamt Wachstumsimpulse schaffen. Nicht umsonst bemühen sich alle Regierungen, das Bildungsniveau ihrer Bevölkerung kontinuierlich anzuheben, die universitäre Ausbildung zu stärken und die Forschung insbesondere im technischen Bereich zu unterstützen.

Masterprogramme, Zertifizierungen und Standardisierungen von Ausbildungsabschlüssen sollen einen Markt für internationale Fachkräfte schaffen. Jedes Land möchte die besten Fachkräfte anziehen, um den Kreislauf von Innovation, Produktschaffung und wirtschaftlichem Wachstum zu stärken. Es ist die Innovation, die im Zentrum der wirtschaftlichen Wachstumsentwicklung steht

und es ist die Innovation, die Konzerne wie Siemens, Nokia, Sony oder General Electric begründet haben.

Nicht selten erzeugen diese technischen Innovationen, aber auch organisatorische Veränderungen, Produktivitätssteigerungen. Die erhöhte Produktivität senkt in der Regel die Stückkosten und setzt betriebliche Ressourcen für andere Aktivitäten frei und/oder erhöht deren Ausstoß. Kontinuierlich sinkende reale Produktpreise, wie sie in den vergangenen zehn Jahren durchgängig zu beobachten waren, wären ohne kontinuierliche Innovation und einen entsprechenden internationalen Wettbewerbsdruck, nicht zustande gekommen. Steigerungen in der Produktivität sind Begleiterscheinung und auch Ergebnis einer innovationsfreudigen Umgebung und nur hier kann wirtschaftliches Wachstum entstehen.

Ein dritter Faktor für die Steigerung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) einer Nation kommt aus der Erschließung neuer Märkte. Die Definition von Märkten ist schwierig, weil sie sich auf Produktarten, geographische Regionen oder Konsumentengruppen beziehen können. Die Begründung eines neuen Marktes befördert in den meisten Fällen die Ertragskraft von Unternehmen und in der Folge von Volkswirtschaften.

Für die deutsche Ökonomie ist der Export von besonderer Bedeutung, der in 2000 etwa 30% der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung ausmachte und momentan auf einen Anteil von etwa 47% gestiegen ist. In den USA bewegt sich die Exportquote seit 2000 kontinuierlich um einen Anteil von 10% des jährlichen BIP. Da der Binnenkonsum in den USA eine herausragende Rolle spielt, lag die Nettoexportquote in 2000 bei fast 0%.

China selbst liefert einen Großteil seiner Exporte in die USA. Der private Konsum in China ebenso wie in anderen sich entwickelnden Ländern spielt praktisch keine Rolle für die eigene BIP-Entwicklung. Insofern sind für exportorientierte Ökonomien neue Märkte bzw. die Entwicklung bestehender Märkte von großer Bedeutung. Auch Japan hat seinen wirtschaftlichen Aufstieg maßgeblich über den Aufbau einer Export-Wirtschaft gesteuert. Die Jagd nach Marktanteilen in China in den vergangenen Jahren durch fast jedes Unternehmen trotz der signifikanten Risiken (bspw. Produktpiraterie) zeigt, dass der geographischen Ausdehnung eine signifikante Rolle für das Unternehmenswachstum, aber auch für das Wachstum des jeweiligen BIP zugeschrieben wird. Einige der international erfolgreichsten Konzerne erhielten ihre wichtigsten Wachstumsimpulse aus der Internationalisierung der eigenen Aktivitäten (bspw. das deutsche Familienun-

ternehmen Würth, welches 1962 seine erste Auslandsdependance eröffnete und heute mit 420 Gesellschaften in 86 Ländern vertreten ist).

Der Austausch von Waren und Gütern ist für alle beteiligten Ökonomien von besonderer Bedeutung. Die Entstehung des europäischen Binnenmarktes und die kontinuierliche geographische Erweiterung sowie eine steigende inhaltliche Tiefe der Märkte erhöhten den Wohlstand in allen beteiligten Staaten. Staatliche Institutionen – in diesem Fall eine Serie von Vertragswerken – sind eine wichtige Grundlage für den Erfolg von privaten Wirtschaftsakteuren. Der Staat kann eine positive Rolle bei der Entwicklung spielen. Regulierungen – insbesondere sektorspezifische Regulierungen – können Wachstumsimpulse verhindern oder unterstützen. Die grüne Biotechnologie, die in den USA zunehmend einen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung leistet, ist in Deutschland faktisch qua Regulierung verboten und Innovationen in diesem Bereich sind ebenso ausgeschlossen wie die Verbreitung entsprechender Technologien in andere Märkte. Alle drei Wachstumskategorien sind abhängig von den staatlichen Regelungsrahmen – vom Arbeitsrecht zur Umsetzung von Produktivitätssteigerungen über die Förderung regenerativer Energien bis zu dem Verbot der friedlichen Nutzung der Kernenergie.

Der Staat ist wichtig für die Zulassung von Wirtschaftswachstum. Die Geister scheiden sich an der Frage, ob der Staat – viele Wissenschaftler sprechen vom aktivierenden Staat – selbst Wirtschaftswachstum erzeugen kann. Insbesondere ohne private Aktivitäten zu verdrängen und zu unterbinden. Die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland im Jahr 2007 ist ein Beispiel, dass der Staat durch seinen Konsum tatsächlich private Konsumausgaben abschöpfen kann. Obgleich die Gesamtwirtschaft in jenem Jahr um 3,6% gewachsen ist, sank der private Konsum – gemessen an den Einzelhandelsumsätzen exklusive Autoverkäufen – um 2,9%, während die staatlichen Konsumausgaben um 5,4% anstiegen. Der Verdacht einer Konsumverdrängung durch das staatliche Abschöpfen von Wachstumsrenditen liegt nahe. Wäre die Mehrwertsteuer nicht erhöht worden, hätte sich nicht nur sehr wahrscheinlich der private Konsum erhöht, sondern der Kapitalstock (das für Investitionen verfügbare Kapital) hätte sich ausgeweitet und mittelfristig positive Wachstumseffekte gezeigt.

Je mehr Kapital zur Verfügung gestellt wird, umso niedriger sind die Kapitalkosten und desto höher können die Investitionsquoten von Unternehmen sein. Ebenso können staatliche Finanzierungsaktivitäten zu einer Verdrängung privatwirtschaftlicher Kapitalquellen führen. Die privaten Banken in Deutschland sehen sich mit den Sparkassen weiterhin einem ungleichen Wettbewerb ausgesetzt, in dem staatlich gestützte Kreditsysteme die Leistungsfähigkeit der

Finanzindustrie verwässern. Mithin tendieren staatlich abgesicherte Systeme dazu, größere Risiken einzugehen als privatwirtschaftliche Finanzinstitutionen (siehe die wagemutigen Investitionsstrategien der Landesbanken in den vergangenen Jahren) – insbesondere, wenn die politischen Akteure daraus Vorteile für ihre eigenen Positionierung zu ziehen wünschen und politischen anstelle von wirtschaftlichen Zielen den Vorzug geben. Auch bei der Commerzbank ist dies erkennbar, wo mit der Beteiligung des Steuerzahlers ein politischer Auftrag verbunden wurde – die Bereitstellung von Krediten für den Mittelstand.

Verfügbares und risikobereites Finanzkapital ist ein ausschlaggebender Produktionsfaktor für alle drei wirtschaftlichen Wachstumsfaktoren. Innovationen erfordern im Vorfeld Investitionen und das Verkräften von gescheiterten Innovationen. Auch die Neuausrichtung von Organisationen und Prozessen in Verbindung mit Innovationen zur Steigerung der Produktivität erfordert in der Regel zunächst den Einsatz von Kapital, bevor ein positiver Beitrag zur Kostenstruktur (bspw. Produktionskosten) zu erwarten ist bzw. eine Steigerung des Outputs generiert werden kann.

Die Bereitstellung von Investitionskapital in Unternehmen kann durch unternehmerisches Eigenkapital, die Aufnahme von Fremdkapital (bspw. Kreditaufnahme, Emission von Anleihen) oder die Einbeziehung von strategischen Partnern erfolgen. Während in Deutschland Risikokapital bei Neugründungen durch spezialisierte Finanzierungsunternehmen (Venture Capital) unzureichend gewährleistet wird und in der Regel die Kreditaufnahme der wichtigste Finanzierungsweg ist, baute insbesondere der deutsche Mittelstand bis zum Jahr 2002 auf die Finanzierung mit Eigenkapital.

Über allen Wirtschaftsfaktoren steht die reibungslose Bereitstellung von Kapital. Finanzkapital, das entweder über Aktien oder Anleihen in den Wirtschaftskreislauf investiert wird, ebenso wie die Vergabe von Krediten, erfordert eine besondere Bewertung der mit der Investition verbundenen Risiken. Können die Investoren oder Kreditgeber keine Erwartungen hinsichtlich der mit der Investition verbundenen Risiken bilden, werden sie im Zweifelsfall die Aktivitäten beenden und kein Kapital zur Verfügung stellen. Genau das ist 2008 geschehen.

## 5. Die Verantwortung des Staates

Das Finanzsystem ist zum Stillstand gekommen und für die Mehrzahl der Journalisten und Politiker ist die Verantwortung – und in diesem Zusammenhang wird auch von Schuld gesprochen – eindeutig bei den Finanzmanagern zu suchen, die durch ihre zügellose Gier und ihr unkontrolliertes Verhalten das gesamte System ins Unglück gestürzt haben. Betrüger wie der New Yorker Bernard L. Madoff dienen als Vorzeige-Bösewicht, der maßgeblich zu dem Vertrauensverlust im System beigetragen hat. Härtere Kontrollen und größere Beschränkungen für das Finanzsystem sollen das Kapital in seine Grenzen weisen und damit Stabilität sicherstellen.

Drei wesentliche Elemente werden dabei außer Acht gelassen:

Die Forderung nach stärkerer Regulierung und Kontrolle der Finanzmanager erweckt den Eindruck, dass bisher alle Finanzprodukte ohne staatliche Regulierung in den Vertrieb gegeben wurden und nun erstmalig eine Kontrolle von Finanzprodukten institutionalisiert würde.

Die Regulierung in Europa hat seit 2002 stark vereinheitlichte Mindestkriterien für die Zulassung von allgemein zugänglichen Investitionsprodukten und damit für den Anlegerschutz – der so genannte UCITS<sup>2</sup> III Standard. Erfüllt eine Investitionsstrategie die UCITS III-Anforderungen, ist in der Regel auch die Zulassung zum Vertrieb in Deutschland gewährleistet. Die BaFin lässt kein Investmentprodukt auf den deutschen Markt ohne eine Prüfung durch ihre Beamten. Kein Zertifikat kann emittiert werden ohne die Zustimmung der deutschen Regulierungsbehörde. Auch die sogenannten Riester-Produkte können in Deutschland nicht beworben werden ohne eine Prüfung und die Zustimmung der BaFin.

Selbst für institutionelle Investoren – beispielsweise Versicherungen – ist nicht jedes Papier investierbar, weil die Regulierungsbehörden insbesondere für diese Gruppen enge Grenzen setzen. Dabei spielen privatwirtschaftliche Rating-Agenturen eine herausragende Rolle. Portfolioanforderungen für Versicherungen werden in der Regel in Rating-Bewertungen formuliert. Dies räumt in der Folge diesen Bewertungsgesellschaften eine besondere Stellung und Bedeutung im Prozess der Portfoliokonstruktion ein.

<sup>2</sup> Abkürzung für „Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities“ (Organ für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren).

Durch die Übernahme der Bewertungslogik von Rating Agenturen in regulatorische Vorschriften zur Gestaltung von Versicherungsportfolien und Pensionsfonds wurde diesen Bewertungsagenturen ein Einfluss auf die Zusammensetzung der Finanzpapiere eingeräumt, über die keine andere privatwirtschaftliche Organisation verfügt. Regulierungsbehörden wie die deutsche Allfinanz-Aufsicht BaFin haben sich auf die Bewertungsmethoden von *Moody's* und *Standard and Poor's* stärker verlassen als auf konsistente und stringente Risikosysteme in den Unternehmen. Anstelle einer Methodenbewertung durch die Regulierungsbehörde setzten die häufig unzureichend ausgebildeten und in der Regel den privaten Finanzmarktexperten nicht gewachsenen Beamten der Behörde auf die Einstufungen der Agenturen. In ihren Bemühungen, neue Finanzinstrumente zu evaluieren, blieb die Behörde grundsätzlich hinter den Innovationen der „Finanzingenieure“ zurück und die Bewertungen der Rating-Agenturen, die über internationale Standorte und gut ausgebildete Mitarbeiter verfügen, waren ein leichter Ausweg aus der Evaluierungsproblematik. Nur wenige institutionelle Investoren haben über die Empfehlungen der Rating-Agenturen hinaus eigene Bewertungssysteme aufgebaut. Doch selbst wenn auf Basis dieser Bewertungen eine andere Portfoliokonstruktion zustande kam, konnte diese nur umgesetzt werden, wenn sie auch den Bewertungen der Rating-Agenturen entsprach. Denn die Beschränkungen der Regulierungen orientierten sich eben an deren Evaluation und nicht an dem gegebenenfalls überlegenen Bewertungssystem des Unternehmens.

Lediglich vermögende Privatkunden können frei von Regulierung auf Basis ihrer eigenen Bewertung investieren, sind aber durch die steuerlichen Anforderungen des Finanzministeriums beschränkt. Unter dem Schlagwort „steuerliche Transparenz“ werden Buchungsanforderungen an Investitionen definiert, die häufig die Investition in Off-Shore-Konstruktionen durch deutsche Steuerpflichtige verhindert. Denn die Erzeugung der steuerlichen Transparenz ist aufwändig, kostet zu viel Geld in der Umsetzung und bedarf einer kritischen Anlagemasse, um die entstehenden Kosten durch die potentiellen Gewinne zu decken. Die faktischen Investitionsmöglichkeiten sind folglich nicht nur von der Regulierungsbehörde kontrolliert, sondern auch durch den Steuer-Gesetzgeber begrenzt.

Die bestehende Regulierung hat versagt. Sie konnte die Anleger nicht schützen und in der Folge ist nicht nach schärferen Kontrollen – mehr von dem, was nicht funktioniert hat – zu rufen, sondern nach besserer Regulierung. Trotz der Abschirmung deutscher Investoren von vermeintlich riskanten Investitionen sind sie nicht weniger von den Konsequenzen der Vermögensdeflation betroffen. Und obgleich die Regulierungsbehörde bereits heute die Zulassung verweigern kann, wird in der Öffentlichkeit proklamiert, dass der Turbokapitalismus durch

noch engere Regulierung beschränkt werden müsse. Die bisherige Konzeption der Finanzmarktregulierung hat sich als wirkungslos herausgestellt. Nicht aufgrund zu geringer Kontrolle, sondern aufgrund der falschen Kontrolle. Gepaart mit politisch motivierten Interventionen werden durch die Regulierung falsche Anreize geliefert und negative Entwicklungen verstärkt.

Betrug kann durch kein formales System dieser Welt verhindert werden. Auch die Todesstrafe in den USA hält Menschen nicht davon ab, einander umzubringen. Auf das Finanzsystem übertragen ist die Konsequenz, dass bei der Regulierung eine sehr genaue Abwägung getroffen werden muss zwischen berechtigtem Schutzinteresse und dem notwendigen Kapitalfluss. Pointiert formuliert sollten nicht 90% in Schutzhaft genommen werden, weil 10% böse Hintergedanken haben.

Doch besonders bei öffentlichkeitswirksamen Fällen wie Madoff treten die eklatanten Fehler zu Tage. Die Investoren, die teilweise bis zu 50% ihres Vermögens einem einzigen Mann anvertraut haben, gehören mit auf die Anklagebank. Sie haben die Grundlagen eines ordentlichen Kaufmanns verlassen und sind alleine durch die Gewichtung einer einzelnen Investition am gesamten Vermögen grob fahrlässig vorgegangen. Hinzu kommt, dass in den meisten Fällen auch durch institutionelle Investoren keine hinreichende und strukturierte Analyse durchgeführt wird. Die Täuschung von einer bisher unbekanntem Anzahl von Investoren mit einem Gesamtvolumen von etwa 50 Mrd. USD war möglich, indem Gewinne ausgewiesen wurden, die Herr Madoff nie realisierte. Mithin hat er die angegebenen Papiere nie gekauft. Durch eine Trennung von Depotstelle und Investmentmanagement wäre im Fall Madoff zu einem früheren Zeitpunkt aufgefallen, dass keine realen Stücke gehalten wurden. Hätten zudem die Investoren darauf gedrängt, dass in regelmäßigen Abständen die Prüfer gewechselt werden (alle drei bis fünf Jahre), wäre auch dadurch schneller offenbar geworden, dass falsches Spiel gespielt wurde.

Seit 1994 wird in Deutschland der Anlegerschutz durch das Wertpapierhandelsgesetz in unterschiedlichen Versionen und europäisch durch die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, MiFID, reguliert. Die Auflagen für die Finanz- und Versicherungsbranche wurden mit jeder Neufassung strenger, der Anlegerschutz intensiviert und in den Vordergrund gestellt. Dennoch konnte keiner der adaptierten Versionen betrügerische Aktivitäten verhindern. Das Zusammenwirken von blauäugiger Fahrlässigkeit an unterschiedlichen Stellen ermöglicht es einem auf Betrug ausgerichteten Finanzmanager aktiv zu werden. Die Regulierungen hätten oft lediglich konsequent angewendet werden müssen, um Betrug, der zu jedem Zeitpunkt wieder stattfinden kann, zu verhindern.

Sollten in der Folge der Finanzmarktentwicklungen Stimmen aus dem politisch linken Spektrum, die nach schärferen Kontrollen und rigideren Grenzen für Finanzmanager rufen, die Oberhand gewinnen, sind die Jahre des Wohlstands vorbei.

Der freie Fluss von Kapital und die Freiheit eine Investition durchzuführen, sind elementare Voraussetzungen für eine prosperierende Wirtschaft. Scheitern ist eine relevante Alternative in einer Marktökonomie, genauso wie Erfolg.

Das steile und imposante weltweite Wirtschaftswachstum hat in den vergangenen Jahren die Welt auf ein bisher unbekanntes Wohlstandsniveau gehoben. Eine Grundvoraussetzung hierfür war die Verfügbarkeit von billigem – sicherlich zu billigem – Geld, was wiederum in der Verantwortung der staatlichen Zentralbanken liegt. Doch ebenso ausschlaggebend waren Finanzinstrumente, die eine breitere Streuung von Kreditrisiken zulassen und damit insgesamt mehr Kapital zur Verfügung stellen. Risikofreie Investitionen gibt es nicht. Die Streuung und Diversifikation des Risikos ist von zentraler Bedeutung für das individuelle Anlageportfolio und für die Kapitalbereitstellung. Somit ist die Betrachtung des Risikos unerlässlich.

Dieser grundsätzlich positive und wichtige Ansatz, der neue Finanzinstrumente in die Hände vieler Investoren gelegt hat, ist zentral für das Wirtschaftswachstum. Es erhöht die Effizienz des eingesetzten Kapitals und die Wirkungsbreite eben dessen in der realen Wirtschaft. Wie jede Investition wird dies erst dann gefährlich, wenn beim Kauf der Papiere ohne eigene Risikobewertung für die individuelle Investition und für das Portfolio insgesamt vorgegangen wird. Der vorsichtige Investor macht die Zusammensetzung der Performance-Struktur von der Risikostruktur abhängig und nicht umgekehrt.

Der amerikanische Staat, der die krisenhafte Situation in Gang gesetzt hat, weil politische Ziele über die Integrität der Märkte gestellt wurden, hat nicht nur bei der zielorientierten Regulierung versagt, sondern sie auch politischen Erwägungen untergeordnet. Jede Familie sollte in ihrem eigenen Haus wohnen, wurde bereits in den 1980er Jahren während der Reagan-Administration proklamiert. Aktiver und aggressiver verfolgte diese Zielsetzung die Clinton-Administration, die zwei halbstaatliche Hypotheken-Finanzierer, Fannie Mae und Freddie Mac, aufforderte, ihre Standards für die Vergabe von Krediten herabzusetzen. Allein in 2005 und 2006 nahmen Amerikaner Hypotheken von etwa 5.000 Mrd. USD auf. Beide Unternehmen decken mehr als 50% dieser US-Hypotheken für Privatimmobilien ab. Als halbstaatliche Organisationen konnten sie ihre Anleihen, die als besonders sicher galten, leicht auf den Kapitalmärkten platzieren und

durch Verbriefung von Hypotheken das zu begebende Gesamtvolumen günstig und problemlos ausweiten. Das staatlich gestützte Schneeballsystem basierte auf der Zahlungsfähigkeit der Kreditnehmer und geriet in Probleme als die Ausfallraten stiegen und die Refinanzierung an den internationalen Finanzmärkten teurer wurde.

Gepaart mit einer Zentralbankpolitik, die auf wirtschaftliche Stimulans abzielt und nicht primär auf Geldwertstabilität, erscheint die Finanzierung besonders einfach, um politische Ziele zu erreichen. Nicht die Manager an der Wall Street setzten diesen Prozess in Gang, sondern politische Bürokraten in Washington D.C.. Und die Fehleinschätzung der mit den begebenen Papieren einhergehenden Risiken auf allen Ebenen der staatlichen Regulierung und der Finanzindustrie setzte einen Domino-Effekt in Gang: Ausfall der Hypothekenspapiere bedingt durch die global vernetzten Finanzmärkte, weltweite Reduktion der Verfügbarkeit von Liquidität aufgrund fallender Vermögenspreise und in der Folge stark fallender Konsum in den USA und damit auch wirtschaftliche Konsequenzen für die Exportindustrie anderer Länder.

Die Forderung nach staatlichen Rettungsschirmen für jede Branche setzt voraus, dass der Staat über schier unendliche Mittel verfügt. Bislang wurden weltweit Rettungsprogramme für die Finanzbranche im Gesamtvolumen von ca. 8.500 Mrd. Euro sowie Konjunkturprogramme von ca. 1.500 Mrd. Euro verabschiedet bzw. in Aussicht gestellt. Keine dieser Maßnahmen konnte verhindern, dass sich die Auftragslage, insbesondere in der für Deutschland wichtigen Ausrüstungsindustrie, beinahe täglich verschlechtert. Der Staat kann die Wirtschaft nicht ersetzen, sondern entsprechende Rahmenbedingungen herstellen. Dies geschieht bisher nicht und jeder Tag, der verstreicht, bedeutet, dass ein weiterer Tag Wirtschaftswachstum verschenkt wird.

Die alte Logik von Infrastrukturinvestitionen und anderen Aktivitäten wird die wirtschaftlichen Aktivitäten nicht substantiell erhöhen. Denn die Wirtschaftsakteure benötigen Bewertungssicherheit hinsichtlich ihrer Geschäftspartner, der Finanzierungsinstrumente und des Absatzes ihrer Investitionsgüter bei ihren Kunden. Die Erwartungsbildung ist in einer Krise. Die Bereitstellung von kostenlosem Geld wird nicht reichen, sondern verzögert die Bereinigung von strukturellen Problemen im System.

Die Wirtschaft durchlebt Phasen der Innovation und der Stagnation. Und sie reagiert auf Phasen der Übertreibung mit Krisen. Dies ist ein notwendiger, evolutionärer Mechanismus, der regulativ in das Wirtschaftsgeschehen eingreift. Untrennbar mit den Krisen verbunden ist das Scheitern. Es gehört zu dem Erfolg

der Marktwirtschaft, dass Systeme, Institutionen und Organisationen, die nicht mehr funktionieren, von anderen Systemen, Institutionen und Organisationen abgelöst werden, die besser die gewünschten Dienstleistungen und Produkte bereitstellen können. Diesen Prozess der Bereinigung zu verhindern, bedeutet, die Grundprinzipien der Marktwirtschaft außer Kraft zu setzen. Während durch die Sicherung von Spareinlagen gewährleistet wird, dass der Markt weiter aktiv ist – Einleger können sich neue Institutionen für ihr Finanzkapital suchen – führt die Stützung von nicht mehr funktionsfähigen Organisationen zum Gegenteil. Das Vertrauen in die Institutionen bleibt langfristig erschüttert, der Staat wird zum Dauerfinanzier des Missmanagements und glaubt, die Marktfunktionen besser ausführen oder sogar ersetzen zu können. Sozialismus light für eine vermeintliche Rettung der Märkte und damit des Wirtschaftswachstums.

## 6. Ordnungspolitische Konsequenzen

Die Konsequenzen der beschriebenen Entwicklungen sind grundlegend ordnungspolitischer Natur. Die Institutionen – formelle wie informelle – bestimmen das wirtschaftliche Ergebnis. Die Anreize, die durch politische Rahmenbedingungen gesetzt werden, sind zentral für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Diese Unerkenntnis der liberalen Ökonomen ist auch in dieser krisenhaften Situation ein wichtiges Element für die Stabilisierung der Märkte. Denn Liquidität ist hinreichend vorhanden, sie wird nur nicht zur Verfügung gestellt.

Das zentrale Problem liegt in der Identifikation und Steuerung von Risiken. Keine Investition ist risikofrei und in negativen Marktphasen oder gar Turbulenzen wie im Wirtschaftsjahr 2008 findet man wenige Investitionsarten, die von diesen allgemeinen Entwicklungen nicht betroffen sind. Risiko ist ein inhärenter Bestandteil des Umgangs mit Geld und selbst das Deponieren unter der berühmten Matratze führt zu einem kontinuierlichen realen Vermögensverlust durch die Inflation. Wird ein realer Vermögenserhalt oder gar eine Steigerung der Kapitalbasis angestrebt, müssen Risiken eingegangen werden. Die Bewertung dieser Risiken und ihre Zusammensetzung stehen im Zentrum des modernen Finanzmanagements, weil sie nicht mehr den persönlichen Kontakt zwischen den Geschäftspartnern voraussetzen, sondern durch Märkte den anonymisierten Austausch ermöglichen. Genau dieser anonymisierte und standardisierte Markt hat das starke Wachstum der letzten Jahre ermöglicht. Hätte in jedem Fall der Geldgeber, häufig tausende von Anleger, mit dem Kreditnehmer eine persönliche

Beziehung suchen müssen, wären die wenigsten Kredit- und Finanzierungsvereinbarungen zustande gekommen.

An dieser Stelle müsste die Regulierung ansetzen. Bisher wurde die Risikobewertung – insbesondere durch die Regulierungsbehörden – faktisch auf die Rating-Agenturen übertragen. Das Rating eines Papiers ermöglichte für viele Investoren, auf eine eigene Risikobetrachtung zu verzichten und keine eigene Analyse der jeweiligen Papiere durch zu führen – sie wurden geradezu ermutigt sich ausschließlich auf die Ratings zu verlassen. Die Portfoliokonstruktion wurde häufig ausschließlich auf die Rating-Struktur der vorhandenen Papiere konzentriert und weniger auf eine Evaluation der unterliegenden Risiken.

Die Regulierungsbehörden verfügen international bisher nicht über die notwendige Kompetenz, sich auf die Prinzipien der Risikobewertung zu konzentrieren und nicht auf die individuelle Zusammenstellung der Portfolien. Risikomanagement beschränkt sich auch heute in weiten Teilen auf eine ex post-Betrachtung und vernachlässigt die Bewertung vor dem Erwerb eines Portfolios auf Basis von vorher definierten Prinzipien. Im Ergebnis wurden die Fähigkeiten der Regulierungsbehörden und der Ratingagenturen überschätzt und damit die übernommenen Risiken unterschätzt. Selbst wenn ausgefeilte quantitative Bewertungssysteme vorhanden sind, wurde die qualitative Bewertungslogik häufig vernachlässigt. Mithin wurde diese „weiche“ Bewertung unstrukturiert, ziellos und willkürlich vorgenommen – und die Anbieter haben sich darauf eingestellt.

Die formellen Regeln zur Risikobewertung und -betrachtung durch die Regulierungsbehörde muss geändert werden, soll die BaFin effektiv und nachhaltig auf die Finanzinstitutionen einwirken ohne den wichtigen Kapitalfluss zu unterbinden. Die Bedeutung der Rating-Agenturen und ihr Einfluss auf die Marktergebnisse würde sofort reduziert, wenn die Risikobewertung durch die Regulierungsbehörden prinzipiengesteuert ist und sich auf die Instrumente zur Portfoliokonstruktion der einzelnen Anbieter fokussiert und nicht zwingend auf das Ergebnis, das die Beamten in der Regel nicht selbst bewerten können. Der einfache Leitsatz, nicht alle Eier in einen Korb zu legen, gilt auch bei der Portfoliokonstruktion und stellt für sich bereits ein Prinzip bei der Risikosteuerung da. Die Definition solcher Prinzipien, ihre Unterlegung mit messbaren und strukturierten Kennzahlen sowie Kriterien, ermöglichen die systematische Zusammenstellung eines ausgewogenen Portfolios.

Die formellen und informellen Regeln und Institutionen, die von staatlichen Organen aufgebaut wurden, haben wenige oder keine Anreize dafür geschaffen, auf Basis einer eigenständigen intellektuellen Leistung ein Risikoprofil zu er-

stellen, das nach menschlichem Ermessen die Risiken minimiert. Die Delegation der Risikobewertung auf privatwirtschaftliche Akteure ist ein Schlüsselproblem der Regulierung. Die Forderung nach mehr Regulierung wird ins Leere führen, wenn die Struktur des Risikos nicht auf allgemeinen Prinzipien, sondern Individualentscheidungen basiert.

Eine weitere wichtige ordnungspolitische Komponente sind die informellen Institutionen. Basierend auf dem Erbe der Bundesbank ist die Europäische Zentralbank bisher nicht in die gleiche Verantwortung gerutscht wie die Federal Reserve Bank – nämlich die Sicherung des allgemeinen wirtschaftlichen Wachstums zu gewährleisten. Durch die Art des informellen Umgangs der staatlichen Institutionen untereinander tragen die politischen Akteure eine zentrale Verantwortung für das wirtschaftliche Ergebnis. Das Wirtschaftssystem des 21. Jahrhunderts baut noch stärker als das System des 20. Jahrhunderts auf der Erwartungsbildung der Wirtschaftsakteure auf. Fast keine Währung ist durch reale Waren hinterlegt, sondern lediglich durch einen fiktiven Warenkorb dessen Zusammensetzung auf statistischen Methoden basiert. Die Werthaltigkeit einer Geldeinheit basiert auf den Erwartungen der Währungsnutzer, dass die Bäckerei um die Ecke die gleiche Erwartung hinsichtlich des Geldwertes hat wie man selbst. Dies ist die Voraussetzung für eine funktionierende Wirtschaft und erstreckt sich auch auf andere Bereiche. Ebenso ist die Erwartung, dass das Finanzsystem in seinen Grundlagen stabil ist, zentral für die Bereitstellung von Liquidität.

Die Sicherung der Einlagen durch die Bundesregierung zu Beginn der negativen Entwicklungen war ein wichtiger Schritt zur Stabilisierung der Erwartungen. Aber es hat nicht gereicht, weil die Institutionen an sich – Banken, Vermögensverwalter usw. – in Frage gestellt wurden. Mit Ausnahme der Rettung in sich maroder Institutionen wurde nichts unternommen, um die Erwartungen zu stabilisieren. Entschlossenes Handeln ist notwendig, um den anonymisierten Kapitalkreislauf zu aktivieren. Das Vertrauen in die grundlegende Stabilität muss wieder hergestellt werden und dazu gehört, dass formelle Institutionen scheitern. Das Argument dagegen lautet, die Rezession würde dadurch massiver und nachhaltiger werden. Der Gegenbeweis kann momentan nicht erbracht werden, aber es ist fraglich ob eine private Bank, die staatlich gezwungen wird Mittelstandskredite zu vergeben, ein vertrauenswürdiger Partner für Anleger ist.

Ein dritter wichtiger Faktor ist die kritische Überprüfung des Systems der Universalbanken in Deutschland. Nicht selten sind es diese Institutionen, die ahnungslosen Bankkunden Produkte aus der bankeigenen Produktmaschinerie ans Herz legen, um die eigenen Gebühreneinnahmen zu erhöhen. Der Mangel an ökonomischem Know How und Verständnis durch den Endanleger macht prak-

tisch die gesamte Bundesrepublik zu einem leichten Opfer der häufig ebenso ahnungslosen Bankberater, die sich nun dem Ärger ihrer Kunden gegenübersehen. Eine Trennung von Beratung und Produktion würde die Transparenz dramatisch erhöhen. Im Zweifelsfall würde der Kunde zukünftig für Beratung Geld zahlen und im Umkehrschluss geringere Gebühren für die eigentlichen Investitionen aufbringen müssen, da die Beratung nicht mehr vom Produzenten bezahlt würde. Bei einem Autokauf würde sich wahrscheinlich kein Deutscher ausschließlich auf die Meinung eines Markenvertreters verlassen, in der Finanzindustrie ist dies der Standard. Die Beraterbank losgelöst von der Produktbank kann andere Kriterien an die Portfoliokonstruktion des Mandanten anlegen und freier beraten. Aber sie muss auch mehr Kompetenz bereithalten, die sich nicht nur auf die tägliche Lektüre der Frankfurter Allgemeinen Zeitung stützt.

Die politischen Akteure haben alle Möglichkeiten, durch klare und entschlossene Maßnahmen die Erwartungen zu stabilisieren und den Kapitalfluss wieder zu aktivieren. Das Einsetzen der deutschen Steuergelder ist dabei weniger relevant als die Strukturierung und Formulierung der formellen Institutionen. Sektorspezifische und allgemeine Marktregulierungen können durch das politische Berlin verändert werden. Der Staat muss sich auf seine Kernaufgabe besinnen, nämlich die Setzung kluger Rahmenbedingungen und darf nicht versuchen die individuellen und insgesamt rationalen Entscheidungen der Marktteilnehmer zu ersetzen. Der neue Modus Vivendi, den die privaten Wirtschaftsakteure suchen, kann nur durch eine ordnungspolitische Offensive der jeweiligen Staaten hergestellt werden. Die Rahmenbedingungen müssen die gewünschten Anreize setzen, um die Erwartungsbildung zu stabilisieren – nicht umgekehrt.

## Über die Autoren:

**Dr. Susanne Maria Schmidt** promovierte in Volkswirtschaft mit einem Stipendium der Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit über die institutionelle Umsetzung von Währungswettbewerb. Nach ihrer Promotion begann sie ihre Karriere als Unternehmensberaterin bei Accenture, leitete später operativ als Geschäftsführerin das DIW Berlin (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung) und arbeitet heute für eine führende Privatbank Europas.

**Olaf Steglich** arbeitet seit mehr als zehn Jahren in diversen Funktionen in der Finanzbranche. Als versierter Fachmann in der Finanzplanung und Vermögensverwaltung konzentriert er sich heute auf die Strukturierung komplexer Vermögen und die Analyse von Anlagestrategien. Sein fachlicher Schwerpunkt liegt in der operativen Umsetzung der Portfoliotheorie.

Wenn Sie unsere Arbeit unterstützen wollen:  
Commerzbank Berlin  
BLZ 100 400 00  
Spendenkonto: 266 9661 04  
Spendenbescheinigungen werden ausgestellt.

## **PositionLiberal**

Positionspapiere des Liberalen Instituts der Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit  
Weitere Publikationen unter [www.libinst.de](http://www.libinst.de)

- [75] Detlef Parr (2008)  
**LEISTUNGSSPORT UND BREITENSPORT: GESELLSCHAFTLICHE AUFGABEN?**
- [74] Reto Steiner (2008)  
**GRUNDLAGEN UND KRITISCHE ERFOLGSFAKTOREN VON BENCH-MARKING IM ÖFFENTLICHEN SEKTOR – DARGESTELLT AM BEISPIEL DER SCHWEIZ**
- [73] Gary Merrett (2007)  
**MARKTWIRTSCHAFT IN SCHULBÜCHERN**
- [72] Thomas Straubhaar (2007)  
**EINWANDERUNGSLAND DEUTSCHLAND**
- [71] Klaus Bünger (2007)  
**ZUR EROSION DER MARKTWIRTSCHAFTLICHEN WIRTSCHAFTSVERFASSUNG DER EUROPÄISCHEN UNION**
- [70] Peter A. Henning (2007)  
**ZUR INTERNATIONALISIERUNG DER DEUTSCHEN HOCHSCHULEN**
- [69] Roland Vaubel (2007)  
**IDEEN ZU EINEM VERSUCH, DIE TÄTIGKEIT DES STAATES ZU BEGRENZEN**
- [68] Otto Graf Lambsdorff (2006)  
**MEHR BETEILIGUNGSKAPITAL – MEHR MARKTWIRTSCHAFT**
- [67] Rainer Erkens (2006)  
**ENTWICKLUNG KANN MAN NICHT KAUFEN**
- [66] Eckhard Behrens (2006)  
**FÖDERALISMUSREFORM UND BILDUNGSPOLITIK**
- [65] Thomas Volkmann (2008)  
**ARGUMENTE ZUR INHALTLICHEN AUSEINANDERSETZUNG MIT DER POLITIK DER LINKEN**
- [64] Dirk Maxeiner/Michael Miersch (2005)  
**IST DIE LINKE NOCH LINKS?**
- [63] Horst Wolfgang Boger (2005)  
**DAS DEUTSCHE SCHULSYSTEM: AM ABGRUND ODER IM AUFSCHWUNG?**
- [56] Thomas Lenk (2008)  
**REFORM DES DEUTSCHEN LÄNDERFINANZAUSGLEICHS – EINE UNENDLICHE GESCHICHTE?**
- [50] Jutta Braun (2008)  
**FUSSBALL UND POLITISCHE FREIHEIT – HISTORISCHE ERFAHRUNGEN DES GETEILTEN DEUTSCHLAND**
- [48] Tom G. Palmer (2008)  
**FREIHEIT WOHL VERSTANDEN**
- [26] James Bartholomew (2005)  
**SCHULBILDUNG OHNE DEN STAAT – PRIVAT- UND ARMENSCHULEN IM GROSSBRITANNIEN DES 19. JAHRHUNDERTS UND DANACH**
- [18] Jean Redpath (2006)  
**UNABHÄNGIGE SCHULEN IN SÜDAFRIKA: ASCHENPUTTEL ODER GUTE FEE?**
- [17] Kenneth Minogue (2006)  
**BILDUNG UND DIE FREIE GESELLSCHAFT**
- [15] Jennifer Marshall (2006)  
**WAHLFREIHEIT DER ELTERN IM BILDUNGSWESEN DER USA – EIN ÜBERBLICK**
- [14] Peter A. Henning (2006)  
**DIE AUSWIRKUNG VON DEZENTRALISIERTEM WISSEN AUF DIE BILDUNG**
- [13] David C. Berliner (2006)  
**DER STAAT UND DIE ARMEN**
- [12] Jaap Scheerens (2006)  
**DIE ANWENDBARKEIT VON INTERNATIONALEN VERGLEICHSTUDIEN IM SCHULBEREICH**
- [11] Richard D North (2005)  
**NACHHALTIGE ENTWICKLUNG: EIN KONZEPT MIT ZUKUNFT?**