



## AUTOR



**Dr. Henning Vöpel**  
Senior Economist im HWWI  
Tel: 040 - 34 05 76 - 334

## FINANZMARKTKRISE

### Lehren aus der Finanzkrise – regulieren, aber richtig!

Die jetzt vorrangige Aufgabe der Politik ist die schnelle Überwindung der Finanzkrise. Es bleiben ihr jedoch nicht viele Versuche, das Vertrauen in das Finanzsystem wieder herzustellen, denn jeder Fehlversuch bewirkt genau das Gegenteil. Es gilt daher, ein wirksames und kombiniertes Bündel an Maßnahmen sowohl zur Stabilisierung der Finanzmärkte als auch zur Begrenzung der realwirtschaftlichen und konjunkturellen Folgen zu beschließen. Denn die Finanzkrise droht noch einmal zurückzukommen. Dann nämlich, wenn der Dominoeffekt von der „anderen“, der realwirtschaftlichen Seite angestoßen wird und die Banken erneut in Schwierigkeiten bringen kann.

Neben den kurzfristigen „Löscharbeiten“ ist es an der Zeit, Lehren aus der Finanzkrise für die zukünftige Ausgestaltung eines Weltfinanzsystems zu ziehen. Die derzeitige Krise hat viele Ursachen; individuelles Fehlverhalten, mikroökonomische Fehlanreize, aber auch systemische Risiken haben zu ihrer Entstehung beigetragen. Hinzu kommt, dass die weltwirtschaftliche Konstellation aus hohem weltwirtschaftlichen Wachstum, niedrigen Zinsen und globalen Ungleichgewichten, wie dem hohen US-Defizit und den hohen Währungsreserven Chinas. Wenn es also darum geht, Lehren aus der Finanzkrise zu ziehen, müssen ihre Ursachen genau analysiert und auseinander gehalten werden.

Wo individuelles Fehlverhalten zur Krise beigetragen hat, müssen privatwirtschaftliche Arbeitsverträge anreizkompatibel ausgestaltet werden. Insbesondere sind

Zahlungen von Prämien an Bankmanager nicht an kurzfristige Renditeziele, sondern an langfristige Unternehmensinteressen auszurichten. Dies sollte aber einer freien Vertragsgestaltung und nicht staatlicher Regulierung vorbehalten bleiben. Wo aber systemische Risiken die Ursache der Krise sind, versagen notwendigerweise individuelle Anreize. Es ist der immer gleiche Mechanismus der Spekulation: Die Erwartungen steigender Preise führen tatsächlich zu Preissteigerungen, die das Investment unmittelbar rechtfertigen und weitere Spekulation nähren. Es kommt zur Bildung einer spekulativen Blase. Und genau hierin besteht das systemische Risiko:

**Wo Investitionen und Anlageentscheidungen bei spekulativ steigenden Preisen mikroökonomisch noch individuell rational sind, sind sie gesamtwirtschaftlich schon lange ineffizient. Die Folge sind Überinvestitionen und makroökonomische Ungleichgewichte – Vorläufer einer realwirtschaftlichen Krise. Insoweit folgt die gegenwärtige Krise einem typischen, in der Wirtschaftsgeschichte keinesfalls neuen Muster.**

In Marktwirtschaften werden Investitions- und Allokationsentscheidungen dezentral getroffen. Preise sind typischerweise Ausdruck und Indikatoren von fundamentalen Entwicklungen und leiten die Investitionsentscheidungen. Spekulation aber kann einzelne Preise und damit die Einschätzung von Fundamentaldaten verzerren. Darüber hinaus gibt es auch stabilisierende Spekulation, wenn realwirtschaftliche Entwick-

lungen antizipiert und notwendige Anpassungsprozesse zeitlich vorgezogen werden. Eine Identifizierung von Spekulationsblasen ist daher äußerst schwierig. Eine sinnvolle Regulierung aber müsste genau das leisten.

Bei Spekulationsblasen entzieht sich die Frage nach der Verantwortung für die Krise zugleich einer individuellen Schuldzuweisung. Droht dem Markt eine Systemkrise, muss der Staat zu Hilfe eilen. Gerade Finanzmärkte sind anfällig für ein „Gefangenendilemma“; jeder verfolgt – unabhängig vom kollektiven Interesse – seine eigenen Interessen, destabilisiert durch sein Handeln, wo Stabilisierung notwendig ist, oder misstraut, wo Vertrauen hilfreich wäre. Es ist das, was Keynes „Erwartungen zweiter Ordnung“ nennt: Nicht die eigenen Erwartungen bestimmen das Handeln, sondern die Einschätzungen über die Erwartungen der anderen Marktteilnehmer. Dies kann zu Informationskaskaden führen – sowohl in die eine als auch in die andere Richtung. In solchen Situationen muss eine übergeordnete Instanz koordinieren und eine Lösung herbeiführen. Folgerichtig gibt es hier auch keine Form „individueller Lernens“, das die Gefahr von zukünftigen Krisen reduzieren könnte. Im Gegenteil:

**Wo kollektive Mechanismen die Ursache von Krisen sind, muss „kollektives Lernen“ sich in einer institutionellen Regulierung des Systems niederschlagen. Zugleich aber ist es nicht die überlegene Fähigkeit des Staates, mikroökonomische Investitions-**

**entscheidungen zu treffen. Es gilt daher, vor allem das systemische Risiko von Krisen durch eine effektive Regulierung einzugrenzen.**

Die Forderung nach einer Regulierung der Finanzsysteme bedarf aber einer Konkretisierung, welches die Ziele und welches die hierfür eingesetzten Instrumente sein sollen. Mehr Transparenz, strengere Bilanzierungsvorschriften, eine internationale Banken- und Finanzaufsicht, eine höhere Eigenkapitalquote der Banken sowie die Einrichtung und Überwachung von Frühwarnsystemen sind sicherlich sinnvolle Maßnahmen. Auch müssen die bestehenden Asymmetrien zwischen der Privatisierung von Erträgen einerseits und der Sozialisierung von Verlusten und Risiken andererseits vermindert werden, die in der Vergangenheit – gerade auch unter staatlichem Einfluss – zu exzessiver Spekulation beigetragen haben. Hierzu gehört auch, dass Banken keine systemrelevante Größe haben sollten, damit sie kein Bail-out provozieren können.

**Die Forderung, Einlagen bei Banken über einen Einlagensicherungsfonds stärker abzusichern, übersieht, dass man volkswirtschaftlich Vermögen nicht sichern, sondern allenfalls das Risiko versichern und mögliche Schäden (um-) verteilen kann.**

Auch die neuen Finanzierungsinstrumente (Derivate, Zertifikate etc.) sind es nicht – wie häufig behauptet wird –, welche die Finanzkrise verursacht haben. Im Gegen-

teil: Sie haben dazu beigetragen, Risiken zu diversifizieren, Kapital effizient einzusetzen und ein in den letzten Jahren außerordentlich dynamisches Wachstum der Weltwirtschaft zu finanzieren. Aufgrund der enormen Hebelwirkung und internationalen Verflechtung haben die neuen Finanzierungsinstrumente das Ausmaß von Krisen und ihrer potenziellen Folgen zwar erhöht, sie sind aber keinesfalls die Ursache der Krise selbst. Eine bessere Regulierung sollte deshalb daran ansetzen, systemische Risiken zu reduzieren, Krisen rechtzeitig zu erkennen und ihre Folgen beherrschbar zu machen. Es gilt nicht, den unbestreitbaren Nutzen freier Kapitalbewegungen zu beschränken, die maßgeblich zur wirtschaftlichen Entwicklung und zum weltweiten Wachstum der vergangenen Jahre beigetragen haben. Internationale Kapitalverkehrskontrollen waren wesentliche Ursachen für die Weltwirtschaftskrise der 1920er Jahre. Diese Fehler sollten nicht wiederholt werden. Es ist die ureigenste Aufgabe der Banken, Fristen- und Risikotransformation vorzunehmen und damit ihre Funktion als Intermediär zwischen Sparern und Investoren zu erfüllen.

**Regulierung ist notwendig. Eine falsche, vorschnelle und zu weit reichende Beschränkung der Finanzmärkte aber kann das eigentliche Ziel verfehlen und langfristig weit höhere makroökonomische Kosten verursachen.**

*Eine gekürzte Fassung des Beitrags ist am 21. Oktober 2008 auf Spiegel Online erschienen.*