

Zehn Jahre nach dem Crash: Trotz vieler Aktivitäten bleiben die Risiken einer neuen Finanzmarktkrise hoch!

1. Der Lehmann Brothers Schock und der 5. Oktober 2008 in Deutschland: Signal einer finanzmarktgetriebenen Systemkrise

- Der Umgang der vorherrschenden Wirtschaftswissenschaft mit der Krise
- Politik von der Gewalt der Krise geschockt
- Vom Neoliberalismus erzeugt und zugleich verpönt: Rettungsprogramme der Banken
- Kurzfristiger Lerneffekt: Rückkehr zur antizyklischen Politik

2. Die Triebkräfte des finanzmarktgetriebenen Kapitalismus endlich begreifen:

- Relativ starke Entkoppelung der Finanzmärkte von der Erwerbswirtschaft
- Herrschaft der Finanzmärkte
- Vermögenskonzentration treibt Finanzmärkte
- Spekulative Anlagemöglichkeiten durch Entfesselung der Finanzmärkte

Exkurs: Smith, Marx und Keynes Kasinokapitalismus

3. Wann kommt der nächste Finanzmarktcrash? Alte und neue Risiken

4. Die altbekannten Krisenrisiken im Finanzsystem konsequenter abbauen

5. Warnungen vor einer neuen Finanzmarktkrise nehmen zu

Fazit: Finanzmarktkrise ante portas

Zehn Jahre nach dem Crash: Trotz vieler Aktivitäten bleiben die Risiken einer neuen Finanzmarktkrise hoch!

1. Der Lehmann Brothers Schock und der 5. Oktober 2008 in Deutschland: Signal einer finanzmarktgetriebenen Systemkrise

Am ersten Wochenende im Oktober 2008 kursierten in Deutschland Befürchtungen, am darauffolgenden Montag müssten die Banken infolge eines durch Verlustängste getriebenen Sturms auf die privaten Einlagekonten geschlossen werden. Zu diesem „schwarzen Montag“ ist es nicht gekommen. Einen Tag zuvor, am Sonntag, dem 5. Oktober 2008, verkündeten die Bundeskanzlerin und der damalige Bundesfinanzminister Peer Steinbrück, alle privaten Einlagen seien durch den Staat gesichert. Eine überschlägige Erfassung der Bestände an privaten Sicht-, Termin- und Spareinlagen zusammen mit den Sparbriefen ergaben damals 1,5 Billionen Euro. Das waren knapp 60% des Bruttoinlandsprodukts. Diese Wirtschaftspolitik mit beschwichtigenden und moralischen Appellen („moral suasion“), hatte offensichtlich Erfolg. Am darauffolgenden Montag kam es nicht zum Run auf die privaten Einlagekonten, sondern eher zur Verlagerung der Geldvermögen von den Großbanken mit hoch riskanten Spekulationsgeschäften zu Instituten mit dem Schwerpunkt auf den klassischen Bankgeschäften. Beispiele sind die Volksbanken und Sparkassen vor Ort. Der Erfolg dieses Durchhalteappells hatte allerdings auch mit der Ahnungslosigkeit über die Folgen der ausbrechenden Krise der mächtigen Finanzmärkte zu tun. Vor allem aber hat die Bundesregierung signalisiert, sie werde systemrelevante Banken nicht abstürzen lassen, sondern mit staatlichen Hilfen vor dem Absturz retten.

Unmittelbarer Auslöser für die grassierenden Ängste eines Totalzusammenbruchs des weltweiten Finanzsystems mit Folgen bis zum Anleger in der Provinz war die für unmöglich gehaltene Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008. Diesem größten Unternehmenszusammenbruch in der bisherigen Geschichte der USA war ein gigantischer Abschreibungsbedarf im Sommer 2008 von über 3,3 Mrd. US \$ vorausgegangen. Nachdem noch im Jahr zuvor etwa der Zusammenbruch der Bear Stearns- Investmentbank mit einem Rettungspaket durch die US-Notenbank zusammen, mit

der zur Übernahme bereiten Investmentbank JP Morgan Chase & Co aufgefangen wurde, ist Lehman Brothers eine staatliche Rettung aus bis heute nicht geklärten Gründen versagt worden. Der Schock saß tief. Getroffen wurden auch viele Käufer von Lehman Brothers Spekulationspapieren in Deutschland. Deutsche Anleger waren vor allem durch den Besitz von hoch spekulativen Zertifikaten (ca. 200 im Angebot), deren Preis sich aus den dahinter liegenden Vermögenswerten ableitet, betroffen. Plötzlich wurde bewusst, Lehman Brothers bot für die ausgegebenen Zertifikate keinen Emittentenschutz, d.h. bei Insolvenz musste mit dem Totalausfall des Zertifikats gerechnet werden. Den Anlegern blieb nur noch die Chance, durch Gerichtsprozesse gegen die unzureichende Information über die Risiken durch die die Zertifikate anbietende Vermögensberatung der Banken vorzugehen. Die vorliegende Rechtsprechung hat in vielen Prozessen bestätigt, dass oftmals Anleger durch eine unseriöse, von Bonuszielen getriebene aggressive Verkaufspolitik in deutschen Banken gezielt unzureichend über die Risiken informiert worden sind.

Der Tag der Insolvenz der Lehman Brothers-Investmentbank am 15. September 2008 wird auch nach zehn Jahren einem „monetären Urknall“ vergleichbar zur entscheidenden Ursache des nachfolgenden Absturzes der weltweiten Finanzmärkte gedeutet. Diese Ursachenzuweisung greift viel zu kurz. Es handelt sich vielmehr um einen signalhaften Ausbruch eines über Jahre gewachsenen Krisenpotenzials durch die massiven Bedeutungsgewinne der spekulativen Finanzmarktgeschäfte gegenüber der produzierenden, investierenden und konsumierenden Realwirtschaft. Im Mittelpunkt standen Finanzinstrumente zu reinen Spekulationszwecken meistens unter Einsatz der Kreditaufnahme als Hebel. Eines der wichtigsten Finanzinstrumente waren die zu Wertpapieren verpackten Hypothekenkredite, die in den USA ohne ausreichende Bonität der Kreditnehmer vergeben wurden und auch in Deutschland gerne gekauft wurden. Bereits im Sommer 2007 mehrten sich die Anzeichen für die *US-Immobilienkrise*, mit der sich die verpackten Wertpapiere plötzlich als wertlos erwiesen. Wegen der in Wertpapieren verbrieften zweitrangigen Kredite wird die bisher umfassendste Finanzmarktkrise ab 2007 auch als „Subprime-Krise“ bezeichnet. Für jene die Immobilienblase vorantreibenden Hypothekenbanken in den USA, deren Kredite auch durch staatliche Eigenheimförderung unterstützt wurden, steht die Krise der beiden großen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac, die jedoch durch staatliche Hilfen gerettet worden sind.

Der Umgang der vorherrschenden Wirtschaftswissenschaft mit der Krise

Die bisher intensivste global wirkende Finanzmarktkrise in der Geschichte des Kapitalismus hat erstmals zuvor kaum für möglich gehaltene Zusammenhänge und Folgen eines die Realwirtschaft dominierenden Spekulationskapitalismus sichtbar werden lassen. Ratlosigkeit einerseits und marktradikale Arroganz andererseits prägten die Reaktionen. Ja, nach den angebotenen Marktmodellen konnte diese Finanzmarktkrise nicht stattgefunden haben. Denn, so die Dogmatik, Finanzmärkte bewegen sich durch die Verarbeitung aller, auch auf die künftige Entwicklung bezogenen Informationen und einzelwirtschaftlich rationalem Verhalten um ein ehernes Gleichgewicht.

Eugen Famas Hypothese von der Effizienz der Finanzmärkte, die dem Wettbewerbsmarkt für Waren nachgebildet ist, dominierte. Die dagegen von wenigen Kritikern wie Robert Shiller beschriebene systemische Instabilität durch sich bildende und irgendwann platzende Spekulationsblasen vor allem wegen „irrationaler Übertreibungen“ auf den Finanzmärkten wurde von der „mainstream economics“ ignoriert, ja bekämpft. Diese systembedrohende Finanzmarktkrise ist der brutale Beweis für das Scheitern der neoliberalen Ideologie von der Selbststabilisierung spekulativ getriebener Profitwirtschaft. Wie sind die Gralshüter einer auch auf den Finanzmärkten geltenden krisenfreien Selbstoptimierung mit der ab 2007 nicht mehr leugnbaren Krise umgegangen? Im Umgang mit dem Phänomen Finanzmarktkrise lassen sich drei Etappen unterscheiden. Vor dem Absturz der Finanzmärkte war der Zeitgeist durch das neoliberale Effizienzdogma übermächtig. Kritik daran bedeute Exklusion aus der offiziellen Wirtschaftswissenschaft. Als sich dann unübersehbar die Finanzmärkte auf den Absturz hinbewegten, folgte eine allerdings nicht lange währende Phase einer atemraubenden Sprachlosigkeit. Queen Elizabeth II stellte bei einem Besuch der London School of Economics im November 2008 die legendäre Frage: "Wie konnte es passieren, dass niemand diese Krise vorhergesehen hat?" Die Antwort der befragten Professoren dauerte mit dem trostlosen Hinweis auf „die Psychologie des nicht-Hinsehen-wollens“ acht Monate. Auch war im Antwortschreiben vom „Versagen der kollektiven Vorstellungskraft vieler kluger Menschen“ die Rede. Auf die Eigenkritik, gegenüber der durch die neoliberale# Ideologie geprägten falschen Modellierung der Finanzmärkte wurde bis heute verzichtet. Kaum war die Systemkrise allerdings auch durch die marktfundamentalistisch verpönten staatlichen Rettungsprogramme und erste

Regulierungen gestoppt worden, da galt wieder der Spott von Hegel: Schade um die Wirklichkeit, dass sie nicht mit dem Modell übereinstimmt. Lautstark wird die aus der Krise gelehrte Notwendigkeit, die Finanzmärkte durch ordnungspolitische Regulierungen zu bändigen, scharf kritisiert und erneut die Entfesselung der Marktkräfte propagiert. Von Lernfähigkeit aus den Erfahrungen der Krise war nichts zu erkennen. Damit steht jetzt schon fest, diese fundamentalistische Markttreue trägt für die kommende Finanzmarktkrise mit Verantwortung. Ex post wird sicherlich die Frage „Wie konnte das passieren?“ wiederholt werden.

Politik von der Gewalt der Krise geschockt

Die vorherrschende Politik lässt sich ebenfalls in drei Etappen der Problemwahrnehmung einteilen: Die vorherrschende Politik hat sich im Zuge der neoliberalen Indoktrination auf die Illusion der neoliberalen Standardökonomik, die die wohlstandsstiftende krisenfreie Finanzmarktentfesselung beschwört, gestützt. Abgebaut wurden die Regeln und institutionellen Barrieren, mit denen zuvor die Finanzmärkte gebändigt wurden. Die ungehinderte Entfaltung der Renditeinteressen durch die Schaffung und den Handel mit hoch gefährlichen Spekulationsinstrumenten sowie der Ausbau des spekulativen Investmentbankings (Geschäfte ohne Kundenauftrag) ist das Ergebnis aktiver Deregulierungspolitik. Als der Absturz der Finanzmärkte auch durch die vorangegangene falsche Politik der Bändigung der Risiken eingetreten war, konnte die Politik die reale Entwicklung nicht leugnen. Der politische Druck durch den Einbruch der Wirtschaft, den Verlust an Arbeitsplätzen sowie die Belastungen der öffentlichen Haushalte waren zu groß. Aus der größten Not und unter dem Druck der Öffentlichkeit flackerte eine kurze Phase staatlich gestaltender Politik auf. Es trat eine allerdings nur sehr kurze Phase aktiver Wirtschafts- und Finanzpolitik nach keynesianischem Interventionsmuster auf. Im Mittelpunkt standen staatliche Programme zur Rettung von Banken, die das gesamte System gefährden könnten sowie eine aktive staatliche Antikrisenpolitik mit gezielten Programmen zur Stabilisierung der Gesamtwirtschaft.

Vom Neoliberalismus erzeugt und zugleich verpönt: Rettungsprogramme der Banken

Anstatt der neoliberalen Ideologie folgend die radikal darwinistische Marktauslese durch den Absturz insolventer Banken zuzulassen, sind Rettungspro-

gramme für notleidende Banken in den besonders betroffenen Ländern aufgelegt worden. Als Banken ohne Rettungsmaßnahmen nicht mehr überleben konnten, wurde das zuvor propagierte staatsfreie Wirtschaften ausgesetzt. Damit wurde anerkannt, dass durch die aggressive einzelwirtschaftliche Rationalität ein gesamtsystemisches Bankenrisiko ausgelöst werden kann. In den USA ist das recht erfolgreiche Rettungsprogramm TARP (Troubled Asset Relief Programm) mit einem Volumen von über 700 Mrd. US \$ aufgelegt worden. Übrigens sind im Unterschied zu Deutschland diese Hilfen von den geretteten Banken komplett zurückbezahlt worden. In Deutschland wurde der Finanzstabilisierungsfonds (SoFFin) mit einem Gesamtvolumen von 480 Mrd. € für Kredite und die Rekapitalisierung notleidender Banken aufgelegt (etwa zur Rettung der Hypo Real Estate und Commerzbank).

Allerdings lösten die staatlichen Ad hoc-Programme harsche Kritik aus. Der Vorwurf: Der Privatisierung der zuvor fetten Gewinne folgt in der Krise die Vergesellschaftung der Verluste. Durchaus im Sinne eines Lernprozesses wurde daraus nach langer Diskussion die Konsequenz gezogen, künftig die Eigentümer nach der Haftungsrelevanz (Haftungskaskade) stärker in die Finanzierung der Rettung von Banken einzubeziehen. Dafür steht als Beispiel die geplante Bankenunion der EU.

Die materielle Gewalt der Krise durch den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion und die steigende Arbeitslosigkeit haben zu einem Wechsel der Politik allerdings nur für sehr kurze Zeit geführt. Was heute eher wieder durch marktoptimistische Politik als Sündenfall bezeichnet wird, war der doppelte staatliche Einsatz zur Rettung der Banken sowie der Gesamtwirtschaft. Unübersehbar erwies sich die reduktionistische Sicht des einzelwirtschaftlichen Zusammenspiels auf den Märkten als untauglich, die Ursachen und Folgen der gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der Finanzmarktkrise präventiv zu erkennen und dagegen vorzugehen.

Die Übertragungseffekte von den Finanzmärkten auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wurden systematisch unterschätzt. Die Finanzwirtschaft

produzierte aus ihrer Sicht „externe Effekte“ in Richtung Belastung der Gesamtwirtschaft. Infolge der Finanzkrise stürzt das Wirtschaftswachstum ab, Jobs werden abgebaut und der Staat leidet unter Krisenkosten und Einnahmeausfällen. Die Übertragungsursachen sind klar: Die Kreditfinanzierung

der Wirtschaft bricht zusammen und der sich verstärkende Ausfall an Wertschöpfung belastet die Gesamtwirtschaft. Insgesamt trägt das Misstrauen in die Funktionsfähigkeit des Interbankensystems zur pessimistischen, die Sachinvestitionen belastenden Erwartungsbildung bei. Der Staat verzeichnet Steuerausfälle und wird mit Krisenkosten belastet. Der neoliberale Megairrtum über krisenfreie Finanzmärkte und damit einer stabilen Gesamtwirtschaft fliegt auf. Im Widerspruch zum neoliberalen Schwur auf die Selbstheilungskräfte der Märkte musste der Staat urplötzlich aktiv werden. Weniger durch Einsicht als durch die Ängste vor der gesamtwirtschaftlichen Krise ist die antizyklische Politik gegen die vorherrschende Ideologie wiederentdeckt worden. Die makroökonomische Steuerungspolitik konnte zur Überwindung der Krise in der Realwirtschaft erfolgreich eingesetzt werden. In den USA wurde bereits 2008 der „Economic Stimulus Act of 2008“ mit einem Startvolumen von 152 Mrd. US \$ zur Stützung der Gesamtwirtschaft aufgelegt. Es folgte Mitte Oktober 2008 der „Emergency Economic Stabilization Act“ (EESA) mit einem Volumen von 700 Mrd. US \$. Mit dem Hilfsprogramm sind auch verschiedene Maßnahmen zur Rettung des Finanzsektors (Troubled Asset Relief Program, TARP) realisiert worden. Auch in Deutschland wurde unter dem Druck des sich seit Herbst 2008 durchsetzenden Absturzes der Gesamtwirtschaft (2009 Rückgang des Wirtschaftswachstums um knapp 5%) mit konjunkturpolitischen Maßnahmen erfolgreich gegengesteuert. Im Mittelpunkt standen die Konjunkturprogramme I und II, mit denen auch öffentliche Investitionen vor allem im Bereich von Reparaturen erfolgreich realisiert worden sind. Darüber hinaus war eine arbeitsmarktpolitische Maßnahme besonders erfolgreich. Während in früheren Abschwüngen der Abbau von Jobs schnell folgte, konnte diese Parallelität erstmals entschärft werden. Verantwortlich dafür war die Regelung des Kurzarbeitergeldes, das von normalerweise 12 auf zunächst 18 und dann auf 24 Monate zeitlich befristet verlängert worden ist. Die Wende aus dem Absturz der Finanz- und Produktionswirtschaft wurde überraschend schnell geschafft. Bereits im Sommer 2009 erholte sich das Wirtschaftswachstum nicht nur in Deutschland deutlich. Die wirtschafts- und finanzpolitischen Maßnahmen sind jedoch nicht dauerhaft in die Agenda des Staates aufgenommen worden.

2. Die Triebkräfte des finanzmarktgetriebenen Kapitalismus endlich begreifen¹

Die richtigen Lehren lassen sich aus der Finanzmarktkrise nur ziehen, wenn die Triebkräfte und die zerstörerische Eigendynamik der dominanten Finanzmärkte gegenüber der Realwirtschaft erfasst werden. Erst daraus leiten sich ernsthaft wirksame Maßnahmen zur Bändigung der Finanzmärkte in Richtung der dienenden Funktionen des Bankensystems für die Realwirtschaft ab.

Relativ starke Entkoppelung der Finanzmärkte von der Erwerbswirtschaft: Die massiv expandierten Geschäfte des Finanzsystems durch die Finanzintermediäre wie Banken, Versicherungen und Investmentfonds haben sich von den dienenden Finanzierungsanforderungen durch die Realwirtschaft seit Mitte der 1980er auch in Deutschland relativ stark entkoppelt. Die Finanzialisierung der Wirtschaft ist unübersehbar. Der Anteil der Umsätze aus Finanzmarktgeschäften (Finanzderivate, Aktien und Anleihen) am Weltsozialprodukt stieg von 1550% in 1990 auf 7240% in 2011. Ein weiterer Beleg zum Dominanzgewinn der Finanzmärkte: Während die Weltproduktion von 1990 bis 2011 um das Vierfache gestiegen ist, hat sich das Volumen der Geschäfte mit den eigens für Spekulationsgeschäfte geschaffenen Derivaten 300-fach erweitert. Allein die Devisengeschäfte verzeichneten gegenüber der Vervierfachung der Weltproduktion einen Anstieg um das 6,5-fache (1990 147 Mrd. \$ auf 955 000 \$ in 2011). An der Entwicklung der Devisenumsätze zeigt sich, dass über die dienende Funktion für die Gesamtwirtschaft hinaus Geschäfte zur Erzielung von Spekulationsgewinnen explodiert sind. Dazu lassen sich die dienenden, also „guten“ Spekulationen zur Absicherung von Wechselkursrisiken in der Produktionswirtschaft – etwa mit einem Swapgeschäft eines Importeurs in Deutschland - von produktionswirtschaftlich funktionslosen Wetten auf die Veränderung von Devisenkursen unterscheiden. Die Krisenanfälligkeit wird, durch die von den realwirtschaftlichen Bedingungen entkoppelten systembedrohenden Wetten mit Devisen geprägt.

Die Dominanz des Finanzkapitals gegenüber dem Realkapital lässt sich an den drei durch die OECD ausgewiesenen Indikatoren erkennen: Der Wert der durch

¹ Die Ursachen des Machtgewinns der Finanzmärkte über die Realwirtschaft und Politik und die daraus resultierenden Fehlentwicklungen untersucht:

Rudolf Hickel, Zerschlagt die Banken – Entmachtet die Finanzmärkte, Berlin 2012

den Finanzsektor gehaltenen Vermögenswerte hat bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt vor dem Kriseneinbruch in Deutschland mit 220% einen Spitzenwert erreicht. Auch lässt sich die wachsende Internationalisierung am Ausmaß der grenzüberschreitenden Vermögen und Verbindlichkeiten der Banken ablesen. Schließlich hat der Konzentrationsgrad der fünf größten Banken in ausgewählten Ländern gegenüber dem Bruttoinlandsprodukt vor der Krise einen Spitzenwert erreicht.

Herrschaft der Finanzmärkte: Mit der relativen Entkoppelung gegenüber der Realwirtschaft setzt sich die Herrschaft der Finanzmärkte, die mit ihren profitwirtschaftlichen Geschäftsmodellen die Entwicklung der Gesamtwirtschaft bestimmen, durch. Dabei herrscht dort keine Wettbewerbsidylle. Im Gegenteil, hochkonzentrierte Finanzmarktakteure im Investmentbanking (beispielsweise Goldman Sachs), mit Hedgefonds (an der Spitze der Branche Bridgewater Associates), Private Equity Fonds (an Platz 1 The Carlyle Group), Indexfonds (etwa Blackrock) und andere Investmentfonds stehen für monopolistische Machtstrukturen. Erinnerung sei an die Warnung von Franz Müntefering im Frühjahr 2005 vor diesen „Heuschrecken“, die sich allerdings mangels einer entschiedenen Politik bis heute weiter munter ausbreiten. Die relative Entkopplung von der Realwirtschaft wird durch beherrschende Finanzmarktligapole geprägt.

Durch den Relevanzgewinn vermachteter Finanzmärkte hat sich die Hierarchie der Märkte deutlich verschoben. Im Zeitalter der realen vor allem industriewirtschaftlichen Produktion standen die Investitionsentscheidungen der Unternehmen auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten im Zentrum. Während die Aktivitäten auf den Arbeitsmärkten von der industriellen Produktion abhängig waren, übernahmen die Finanzmärkte dienende Funktionen im Bereich der Finanzierung. Diese Markthierarchie hat sich in der heutigen Phase des finanzmarktgetriebenen Kapitalismus grundlegend verschoben. Die Arbeits- und Produktionsmärkte werden durch die machtvollen Renditeinteressen auf den Finanzmärkten dominiert. Beispielsweise gehen Arbeitsplätze verloren, weil ein Private-Equity-Fonds die Rendite für seine Anleger durch Zerschlagung des gekauften Unternehmens zu erhöhen versucht oder aber das Kapital nicht für Sachinvestitionen, sondern zum Kauf von Spekulationspapieren im Kasinokapitalismus verausgabt.

Vermögenskonzentration treibt Finanzmärkte: Die entscheidende Frage ist: Woher stammen die Volumina, die auf den Finanzmärkten eingesetzt werden? Es ist die wachsende Konzentration von Vermögenseinkünften und Vermögen, die diese Expansion der Finanzmärkte antreibt. Dahinter steht die „Reproduktion der Vermögenden“ (Ralf Dahrendorf), d.h. Vermögen wird angelegt und aus den erzielten Vermögenseinkommen neues Vermögen gebildet. Die Umsätze für Finanzprodukte belegen, dass immer mehr Reiche ihre Vermögensbildung den Finanzinvestoren anvertrauen. Das Volumen des im weltweiten Finanzsektor angelegten Reichtums ist nach einer Berechnung der ALLIANZ SE in den letzten zehn Jahren von 100 auf über 170 Billionen \$ gestiegen. Zwar traf die Finanzmarktkrise auch die Private-Equity-Branche. Jedoch boomt inzwischen diese Branche mit dem dort verwalteten Vermögen wieder. Dieses Spekulationssegment konnte offensichtlich trotz der vielen Regulierungen nicht gebremst werden. Zu dieser Expansion tragen jedoch nicht nur die vermögenden Privathaushalte, sondern auch die Unternehmen der Produktionswirtschaft bei. Trotz niedriger Zinsen konzentriert sich ihr Engagement wegen der unsicheren, vergleichsweise niedrig erwarteten Renditen weniger in Sach- als in Finanzinvestitionen. Die Vermögensakkumulation durch Unternehmen auf den Finanzmärkten widerlegt die neoliberale Rechtfertigung der Gewinne der Unternehmen als Finanzierungsbasis der Sachinvestitionen. So schlagen sich am Ende gewinnsteigernde Kostensenkungen im Bereich der Arbeitseinkommen in einer Ausweitung der spekulativen Finanzinvestitionen nieder.

Die gegenüber der Realwirtschaft überschüssige Vermögensbildung auf den Finanzmärkten ist Folge eines gesamtwirtschaftlich schädlichen Übersparens. Erwirtschaftete Einkommen werden nicht wirksam in volkswirtschaftliche Ausgaben für Konsum und Sachinvestitionen sowie staatliche Infrastrukturausgaben transformiert, also nicht als Nachfrage nach Waren in die Produktionswirtschaft zurückgegeben. Die weltweiten Megafonds wirken wie Staubsauger, die das Anlage suchende Geldkapital mit dem Versprechen sammeln, lukrative, aber hochgradig spekulative Renditen auf den Finanzmärkten anzulegen.

Das wichtige Fazit zu den Ursachen der Finanzmarktkrise und deren erfolgreiche Bekämpfung: Triebkraft der mit Spekulationsgeschäften aufgeblähten Finanzsphäre ist die wachsende Vermögenskonzentration, über die den

Anlegerfonds das Futter zugeführt wird. So lange diese Vermögenskonzentration und damit der Abbau des Übersparens auch durch vermehrte Investitionen in die öffentliche Infrastruktur nicht erfolgreich angegangen wird, dominiert der durch die Finanzmärkte getriebene Spekulationskapitalismus. Das Risiko neuer Spekulationsblasen, die platzen und die Realwirtschaft belasten, ist diesem System eingepflanzt. Alle noch so intensiven Anstrengungen durch Regulierungen der Finanzmärkte bleiben so lange nur Symptomtherapie, so lange die krisentreibende Vermögenskonzentration und mit dieser das Übersparen nicht abgebaut werden. Erfolgreiche Bändigung des finanzmarktgetriebenen Kapitalismus verlangt eine spürbare Politik der Umverteilung von Einkommen und Vermögen.

Spekulative Anagemöglichkeiten durch Entfesselung der Finanzmärkte: Um die Finanzmärkte für die Expansion von Anlagegeschäften nutzbar zu machen, mussten zuvor die bestehenden institutionellen Barrieren abgebaut werden. Sie wurden mit der aus der

Geschichte von Spekulationskrisen und Bankenzusammenbrüchen zuvor gelernten Notwendigkeit, Finanzmärkte zu regulieren, unter der Erwartung neuer Profitfelder verdrängt. Druck in Richtung Entfesselung der Finanzmärkte durch Deregulierungen ist seit Mitte der 1980er Jahre aus verschiedenen Gründen erzeugt worden. Zum einen zeigt sich seit Mitte der 1980iger Jahre auch in Deutschland ein Trend zu sinkenden Renditen beim klassischen Anlageinstrument wie staatliche Anleihen (tendenziell sinkende Umlaufrenditen). Zum anderen wächst das Interesse, den vergleichsweise niedrigen Renditen aus Sachinvestitionen in Unternehmen durch Finanzanlagen auszuweichen. Darüber hinaus treibt die Vermögenskonzentration die Suche nach alternativen Anagemöglichkeiten an. Neue Finanzmarktgeschäfte mussten generiert und die Geschäftsmodelle der Banken umgebaut werden. Die Stichworte sind die Produktion von „Finanzmarktinnovationen“ und die Schaffung neuer Geschäftsmodelle sowie die Einrichtung einer Abteilung für das spekulative Investmentbanking. Beschleunigend wirkte die Vorgabe von Zielrenditen, die mit soliden Geschäften nicht zu erzielen sind. Bei der Deutschen Bank hat sich gezeigt, wie die Vorgabe einer Kapitalrendite von 25% (nach Steuern) zu extrem riskanten Geschäften, ja, auch kriminellen Praktiken führen musste.

Wenn es ein Stichdatum für den Ausbruch der jüngsten Finanzmarktkrise seit 2007 gibt, dann ist dies der 27. Oktober 1986. An diesem Tag wurden am Finanzplatz London einem monetären Urknall vergleichbar über Nacht zentrale Regulierungen bei den Finanzmarktgeschäften von Maggy Thatcher außer Kraft gesetzt. Dazu gehört die Aufhebung der Trennung zwischen den kundenbezogenen Geschäften und dem spekulativen Investmentbanking, die Abschaffung der kontrollierenden Kommissionen und deren Gebühren sowie die Aufhebung zwischen den Brokern (Händlern) und Jobbern (Marktmachern). Dieser „Big Bang“ hat einen internationalen Wettbewerb um Deregulierungen ausgelöst. Die Internationale der Deregulierung verbreitete sich. Bill Clinton hat beispielsweise 1994 die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken, die mit Glass-Steagall Act aus den Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise von 1932/33 eingeführt worden ist, aufgehoben. 2000 kam in den USA die Entriegelung der Warentermine Märkte und damit die Zulassung reiner Spekulationsgeschäfte mit Nahrungsmitteln hinzu. Bereits seit 1994 sind schrittweise auch in Deutschland mit Finanzmarktgesetzen Deregulierungen durchgesetzt worden. Lockerung der Regelungen zu den Investmentfonds, Zulassung von Hedgefonds, die Freigabe von Leerverkäufen und Erleichterungen von Verbriefungen bildeten den Beitrag Deutschlands zur Finanzmarkt-Internationalen.

Durch die vielen Aktivitäten zur Entfesselung der Finanzmärkte ist ein Potenzial für bisher nicht gekannte spekulative Anlageinstrumente geschaffen worden. Wer in diesem Klima blinden Vertrauens dem Lob auf die „Finanzinnovationen“ wegen der hohen Risiken widersprach, galt als rückständig. Vergleichbar mit Wetten sind Spekulationsinstrumente ohne Bezug zur realen Wertschöpfung produziert worden. Die großen Geschäftsbanken schufen mit dem riskanten Investmentbanking den Ort, an dem die Wettinstrumente produziert und ohne Kundenauftrag im Eigenhandel vertrieben worden sind. Um sich endgültig der Regulierung auf den offiziellen Börsen zu entziehen, ist der Handel mit den neuen Finanzinstrumenten vorwiegend außerhalb der Börse abgewickelt worden. Heute laufen in Deutschland über 60 % dieses Handels „over the counter“.

Das Wirrwarr stiftende Kürzel für die Wetten vergleichbarer Spekulationsinstrumente - wie CDO, CDS - sind bekannt. Die Kürzel stehen für eine Vielfalt an Derivaten. Ein Derivat ist ein abgeleitetes Finanzprodukt, dessen Preis vom Preis eines anderen Finanzproduktes, zum Beispiel einer Aktie, des Wechselkurses

oder von Rohstoffen, abhängt. Mit einem Derivat wird darauf spekuliert, ob der Preis eines bestimmten Produktes in Zukunft steigen oder fallen wird. Einfach erklärt: Ein Derivat ist eine Wette, bei der Geld auf eine bestimmte zukünftige Entwicklung mit dem Risiko des Totalverlustes gesetzt wird. Im Mittelpunkt der Erzeugung der jüngsten Finanzmarktkrise stand das Derivat CDO (Collateralized Debt Obligation): Immobilienkredite für Wohnhauseigentümer mit schwacher Bonität wurden von der Hypothekenbank nicht als Forderung in der Bilanz geführt und gegen Verluste durch Eigenkapital abgesichert. Vielmehr sind die Kredite in verschiedene Tranchen mehrfach verpackt und dann als Wertpapiere, deren Risikosubstanz am Ende nicht mehr erkennbar war, verkauft worden. Auch deutsche Investoren haben diese bald wertlosen „Wertpapiere“ meistens auch noch durch den Einsatz kurzfristiger Fremdfinanzierung gekauft. Als die Hypothekenkredite nicht mehr bedient werden konnten und die Immobilienblase platzte, wurde endgültig die ökonomische Wertlosigkeit sichtbar. Die Banken gerieten in Schieflage. Das gesamte Bankensystem ist vergleichbar einer Kettenreaktion in Mitleidenschaft gezogen worden. Die Übertragung auf die Realwirtschaft vor allem durch die ausfallende Kreditvergabe war unvermeidbar. Schließlich sind wegen der systemischen Auswirkungen staatliche Rettungsprogramme aufgelegt worden. Dabei wäre die Vermeidung dieser wegen der minderwertigen Hypothekenkredite „Subprime-Krise“ einfach gewesen. Durch eine gesetzlich kontrollierte Regel hätten die Hypothekenkredite zumindest einen Anteil von 50 % in der Bankbilanz gehalten und mit Eigenkapital unterlegt werden sollen. Dieser Grundgedanke zur Vermeidung von Spekulationskrisen lässt sich auf die vielen neuen Wetten (Kreditversicherungen, Zinswetten und vieles mehr) übertragen.

Exkurs: Smith, Marx und Keynes Kasinokapitalismus

Die jüngste Finanzmarktkrise ist die Folge der sich endgültig seit Mitte der 1980er Jahre durchsetzenden Verlagerung von der in der Güter- und Dienstleistungsproduktion eingesetzten Erwerbsarbeit zur Dominanz der durch (arbeitslose) niedrige und unsichere Renditeerwartungen in der produzierenden Wirtschaft. Unternehmensgewinne werden in wachsendem Umfang aus der Verwendung für Sachinvestitionen auf die Finanzmärkte mit lukrativen Renditeversprechungen gelenkt. Hinzu kommt die Vermögenskonzentration, durch die sich der Druck, rentable Anlagen auf den Finanzmärkten zu finden, erhöht. Der Preis hoher Renditeerwartungen ist die Inkaufnahme extremer Risiken. Um

neue Geschäftsfelder öffnen zu können, müssen die ordnungspolitischen Regulierungen auf den Finanzmärkten demontiert werden. Einem Staubsauger vergleichbar ziehen machtvolle Fonds das Anlage suchende Geldkapital an. Dieser Dominanzgewinn des **Finanzkapitals** gegenüber dem **Realkapital** erzeugt eine höhere Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte, die sich auch in der produzierenden Realwirtschaft niederschlägt.

Diese jüngste Modifikation des Kapitalismus hat **Karl Marx** im dritten Band seines dreibändigen Buchs „Das Kapital“ bereits erkannt. Er spricht gegenüber dem fungierenden, wirklichen (industriellen) Kapital auf der Basis des Einsatzes von Erwerbsarbeit vom fiktiven (zinstragenden) Kapital. Ein Beispiel: Die durch Finanzmärkte getriebenen spekulativen Veränderungen der Kurse der Eigentumstitel an Aktiengesellschaften „wird mehr und mehr das Resultat des **Spiele**s, das an der Stelle der Arbeit als die ursprüngliche Erwerbsarbeit von Kapitaleigentum erscheint.“² Marx hat mit seiner Anatomie der kapitalistischen Entwicklungsdynamik den wachsenden und für Krisen anfälligen Spekulationskapitalismus vorhergesehen.

John Maynard Keynes hat dann aus den Erfahrungen der Ende der 1920er Jahre ausgebrochenen Weltwirtschaftskrise in seiner „Allgemeinen Theorie“ von 1936 den Wandel vom Produktions- zum Spekulationskapitalismus analysiert. Was passiert, wenn nicht mehr die „Kapitalentwicklung“, sondern das „Spielkasino“ dominiert? Dabei unterscheidet er zutreffend zwischen systembedrohenden und dienenden Spekulationen. Wenn sich etwa Exporteure von Gütern mit Swapgeschäften gegen Wechselkursrisiken absichern, dann dient das dem unternehmerischen Zweck der Gewinnerzielung. Dagegen wird das von der Realwirtschaft abgetrennte reine Spekulantentum für das Wirtschaftssystem gefährlich: „Spekulanten mögen als Seifenblasen auf einem steten Strom des Unternehmertums keinen Schaden anrichten. Aber die Lage wird ernst, wenn das Unternehmertum die Seifenblase auf einem Strudel der Spekulanten wird. Wenn die Kapitalentwicklung eines Landes zum Nebenerzeugnis der Tätigkeiten eines Spielkasinos wird, wird die Arbeit voraussichtlich schlecht getan werden.“³

² Karl Marx, Das Kapital, Dritter Band, Berlin (Band 25 der Ausgabe der Werke von Karl Marx und Friedrich Engels), S. 495

³ John Maynard Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, zehnte verbesserte Auflage, Berlin 2006, S. 135

Karl Marx und John Maynard Keynes lassen sich durch eine frühe Erkenntnis von Adam Smith ergänzen. Adam Smith hatte in seinem Klassiker „Wealth of Nations“ (1776) am Beispiel eines damals geplanten Bankgesetzes erklärt, warum die persönliche Freiheit durch staatliche Ordnungspolitik vor den selbstnegatorischen Folgen einer entfesselten Marktwirtschaft geschützt werden muss: „Man könnte nun einwenden, es sei eine handfeste Verletzung der persönlichen Freiheit, die das Gesetz ja im Grunde schützen anstatt einschränken sollte [...] Solche Vorschriften mögen, ohne Zweifel, in gewisser Hinsicht als eine Verletzung der persönlichen Freiheit betrachtet werden, doch wenn einige wenige dieses Naturrecht so ausüben, dass sie die Sicherheit des ganzen Landes gefährden können, so schränkt jede Regierung, die liberalste wie die diktatorischste, dieses Recht gesetzlich ein, und zwar ganz zu Recht. Auch die Vorschrift zum Bau einer gemeinsamen Brandmauer, um das Übergreifen von Feuer zu verhindern, verletzt die persönliche Freiheit genau auf die gleiche Weise, wie das hier vorgeschlagene Bankgesetz.“⁴ Diesen ordnungspolitischen Imperativ zum Schutz des ökonomischen Gesamtsystems sollten diejenigen, die auch durch Interessen der Bankenlobby geleitet einer erneuten Entfesselung der Finanzmarktkräfte das Wort reden.

Es gibt mittlerweile eine große Gruppe renommierter Forscherinnen und Forscher zum Spekulationskapitalismus, wie den zitierten Robert Shiller (Animal Spirits), George Akerlof (Informationsasymmetrien), Josef Stiglitz (Theorie des Marktversagens). Allerdings werden diese wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse in der vorherrschenden Lehre kaum berücksichtigt. Die empirisch abgesicherte und analytisch fundierte Kritik prallt an der Mainstream Economics ab. Eugene Fama steht für das vorherrschende Modell ultrastabiler Finanzmärkte durch die Verarbeitung auch der risikoreichen, unsicheren Informationen.⁵

Reale Krisen und Zusammenbrüche von Banken können immer noch nicht dieses marktfundamentalistisch rechthaberische Denken nicht erschüttern.

⁴ Adam Smith, Wohlstand der Nationen, London 1789 (nach der deutschen Ausgabe München 3. Auflage 1983, S 267

⁵ Eugene Fama, Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work; in: The Journal of Finance, Mai 1970 (2)k

3. Wann kommt der nächste Finanzmarktcrash? Alte und neue Risiken⁶

Die bisherige Debatte sowie selbst die ergriffenen Maßnahmen zeigen, dass die Triebkräfte der jüngsten Finanzmarktkrise immer noch nicht begriffen worden sind. Dafür steht vor allem die offiziell beratende Wirtschaftswissenschaft, die trotz der Krisenerfahrungen weiterhin von den aus sich heraus krisenfreien Finanzmärkten ausgeht. Publikationen in den einschlägigen Zeitschriften und zu Konferenzen in den vergangenen zehn Jahren widmen sich nicht einer schonungslosen Analyse der Ursachen und der Bewertung des politischen Umgangs mit den Krisenfolgen. Die Frage, ob eine neue Finanzmarktkrise droht, wird nicht gestellt. Zugespitzt heißt es, der Absturz seit 2007 sei nicht die Folge eines entfesselten Spekulationskapitalismus. So haben die meisten Träger des Ökonomie-Nobelpreises bei ihrem Treffen in Lindau am Bodensee im August 2014 die systemische Krisenkraft der Finanzmärkte schlichtweg geleugnet. Die Begrüßungsrede von Angela Merkel mit viel Kritik an der peinlichen Rolle Beratungsökonomik ist eher belächelt worden. Eugen Fama, der behauptet, die Finanzmärkte wüssten alles und würden auch Informationen zur künftige Entwicklung rational verarbeiten, schreibt unerschütterlich seine Ideologie von der Ultraeffizienz unter breiter Zustimmung fort. 2013 erhielt er für seine Effizienzmarkthypothese den Nobelpreis für Ökonomie. Dass gleichzeitig der Kritiker dieses unglaublichen Marktoptimismus, Robert Shiller, den Nobelpreis erhielt, zeigt den Opportunismus der Preisvergabekomitees. Denn Robert Shiller hatte die Theorie Famas als einen der „bemerkenswerten Irrtümer in der Geschichte des ökonomischen Denkens“ kritisiert. Mit der Theorie der „irrationalen Übertreibungen“ auf den Spekulationsmärkten konnte Shiller die Immobilienblase, die vor mehr als zehn Jahren platzte, erfassen. Dagegen macht die vorherrschende Marktorthodoxie den Fehler, die Finanzmarktprodukte wie Güter mit realwirtschaftlicher Qualität zu behandeln. Auf den Finanzmärkten dagegen werden riskante, von der Produktionswirtschaft entkoppelte Spekulationsobjekte gehandelt. Herdentrieb, „irrationaler Übertreibungen“ und Gefühlslagen prägen diesen Kasinokapitalismus. Vor allem aber werden wegen der Kurzsichtigkeit der Preisbildung die marktzerstörerischen Folgen einzelwirtschaftlicher Renditespekulationen nicht gesehen. Wenn schließlich die Spekulationsblasen platzen, dann wird die gesamte Wirtschaft mit in die Krise gerissen.

⁶ Vgl. die umfassende und tiefgreifende Analyse von Stephan Schulmeister, *Der Weg zur Prosperität*, Salzburg 2018.

Im Unterschied zur Mehrheitsökonomik konnte die Politik die Finanzmarktkrise nicht ignorieren. Vernetzte Banken mussten wegen ihre Rolle für das gesamte System gerettet werden. Hinzu kamen Programme gegen die gesamtwirtschaftliche Krise mit dem Einbruch der Produktion und den Jobverlusten. Regulierungen auf den Finanzmärkten sind durchgesetzt worden. Wichtiger Antrieb war die Sorge, dass bei einer nächsten Krise die Bevölkerung eine erneute Sozialisierung der Verluste nach vorangegangenen privatwirtschaftlichen Gewinnen nicht mehr tragen würde. Nach zehn Jahren Finanzmarktkrise lassen sich zwei Beobachtungen machen: Zum einen weisen durchaus viele gesetzliche Regulierungen in die richtige Richtung. In der Gesamtheit reichen diese jedoch nicht aus, die von der Suche nach rentablen Anlagen durch Vermögende und Unternehmen angetriebene Spekulationswirtschaft nachhaltig zu stoppen. Zum anderen gewinnen wieder die marktorthodoxen Kritiker der Regulierungspolitik nach und nach an Einfluss. Von schlecht gemachter, zu wenig differenzierter Regulierung, ja von Überregulierung ist die Rede. Sicherlich sind durch die vielen Maßnahmen Ineffizienzen und Ungerechtigkeiten im Finanzsystem entstanden. So werden etwa die Sparkassen und Volksbanken mehr oder weniger wie die Großbanken mit dem hoch riskanten Investmentbankinggeschäft bei der Regulierung ohne Unterschiede behandelt. Sie müssen also Regulierungskosten tragen, obwohl diese Institute mit ihrer Geschäftspolitik vor Ort keine systemgefährdenden Spekulationsgeschäfte betrieben haben. Aber anstatt die Feinabstimmung zu optimieren, wird daraus ein großangelegter Angriff auf die Ordnung der Finanzmärkte. Die Bankenlobby leistet erfolgreiche Arbeit. Unterstützt wird die Politik der schleichenden Deregulierung von der beratenden, marktorthodoxen Wirtschaftswissenschaft, die trotz der unübersehbaren Krisenanfälligkeit keinen Zweifel gegenüber den entfesselten Finanzmärkten kennt. Dabei sind die Signale einer neuen Krise erkennbar. Zu den nicht gebannten alten Krisenursachen treten erkennbare neue Risiken hinzu. Stichworte sind die Anhäufung maroder Kredite in den Unternehmensbilanzen sowie derzeit das Risiko der Zunahme von Zinssätzen nach einer längeren Phase von Null-, bzw. Minuszinsen. Das größte Risiko bilden die Schattenbanken mit ihren bankenvergleichbaren Funktionen ohne Kontrolle. Viele Finanzmanager haben diese regulatorische Arbitrage genutzt. Da sie mit dem regulierten Bankensystem verbandelt sind, werden sie bei einer Pleite zum Systemrisiko.

4. Die altbekannten Krisenrisiken im Finanzsystem konsequenter abbauen⁷

Die Schock durch die jüngste Finanzkrise sowie die Ängste vor neuen Eruptionen mit realwirtschaftlich negativen Auswirkungen hat auch angetrieben durch den Druck aus der Öffentlichkeit die Politik international, in der EU und national zum Handeln gezwungen. Es setzte sich die Erkenntnis durch, dass nicht mehr nur die altbekannten Regulierungen und Kontrollen der einzelnen Finanzintermediäre wie Banken, Versicherungen und Investmentfonds wichtig sind. Ansatzweise sind die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes erkannt worden. Gegenüber dem auf die einzelnen Institute bezogenen, mikroprudenziellen Handeln lehrt die Finanzmarktkrise die notwendige makroprudenzielle Stabilisierung des Finanzsystems. Gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen werden mit dem Ziel, die makroökonomischen Risiken des monetären und realwirtschaftlichen Systems abzustellen, ins Visier genommen. Beispiele sind die Gefahr einer sich bildenden Immobilienblase, grundlegende Zinsänderungen sowie systemisch relevante Banken, deren Absturz auf das Gesamtsystem Auswirkungen haben könnte. Dazu wurden nationale und supranationale Finanzstabilitätsräte eingerichtet. Das durch die G-20-Gruppe geschaffene „Fiscal Stability Board“ (FSB) hat über mehrere Jahre wichtige Untersuchungen vorgelegt. Zu der makroprudenziellen Kontrolle gehören auch die Stresstests beispielsweise bei den Banken. Unter der Annahme eines Krisenszenarios – etwa Einbruch der Aktienkurse und Zinsanstieg – wird geprüft, ob eine Bank in der Lage ist, diesen Stress aus eigener Kraft zu bewältigen. Insgesamt ist dieses makroprudenzielle Kontroll- und Handlungskonzept bei den zuständigen Institutionen nicht konsequent genug angelegt. Blickverengend gegenüber der Wahrnehmung der Systemrisiken wirkt sich die Überschätzung der den freien Märkten zugesprochenen Selbststabilisierungskraft aus.

Sicherlich sind in den zehn Jahren nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise viele wichtige Regulierungen durchgesetzt worden. In Deutschland wurden entsprechende Gesetze zum Abbau von Defiziten auf den Finanzmärkten realisiert. In der Summe ist die Wirkung gegenüber den Triebkräften zur Finanzmarktkrise unzureichend. Hinzu kommt, dass viele Regulierungen in die richtige Richtung unter dem Druck der finanzindustriellen Lobby wieder eingeschränkt, zum Teil auch zurückgenommen werden. Die unzureichende Intensität zusammen mit

⁷ Rainald Ötsch/Axel Troost, Zehn Jahre Finanzmarktkrise und Regulierung der Finanzmärkte – Eine Bilanz; in: Analysen der Rosa Luxemburg Gesellschaft 2018

der Verwässerung der Maßnahmen lassen durchaus die Entwicklung zu einer neuen Finanzmarktkrise begründen. Denn der in keiner Weise gebremste Druck der Vermögenden, rentable Anlagemöglichkeiten zu finden, treibt unerbittlich die Expansion der Spekulationsgeschäfte mit wachsenden Systemrisiken an. Die nachfolgenden Beispiele zeigen, wie zum Teil wenig durchdringende Regulierungen eingeführt und oftmals wieder zum Teil zurückgenommen worden sind:

- Die **Eigenkapitalquote**, die das Eigenkapital zu den nach Risiken gewichteten Forderungen einer Bank ins Verhältnis setzt, dient der Doppelfunktion: riskante Geschäfte je nach verfügbarem Eigenkapital einzuschränken, um im Falle von Verlusten über Auffangmittel zu verfügen. Mangel an Eigenkapital gegenüber Geschäftsrisiken war der häufigste Grund für Banken Krisen. Deshalb wurde auf EU-Ebene die Eigenkapitalquote in den letzten Jahren deutlich erhöht. Ab 2019 gilt in der EU für die Banken eine gegenüber den letzten zehn Jahren deutlich erhöhte Eigenkapitalquote je nach Institut bis zu 18%. Darin enthalten ist auch ein antizyklischer Puffer bis zu 2,5%, der Systemrisiken auffangen soll. In der kritischen Wirtschaftswissenschaft wird diese Eigenkapitalquote von 18% als nicht ausreichend beschrieben und eine Erhöhung auf mindestens 30% gefordert. Eine wichtige Lehre aus der Finanzmarktkrise ist darüber hinaus die Beschränkung des Gesamtengagements einer Bank gegenüber ihrem Eigenkapital. Angestrebt wird durch das Basel-III-Rahmenwerk und dessen Umsetzung in der Europäischen Union (EU) eine Quote der Verschuldung (Leverage Ratio) von 3% gegenüber der Bilanzsumme ab 2018. Ein Anstieg ab 2020 ist geplant (nach dem Rechenmodell wären das bei der Deutschen Bank 4 %). In den USA liegt schon seit Jahren die Leverage Ratio bei 4%. Im Unterschied zur gewichteten Eigenkapitalquote werden bei dieser ungewichteten Quote die Forderungen aus der Kreditvergabe nicht nach Risiken gewichtet. Das aufsichtsrechtlich vorgeschriebene Kernkapital einer Bank (Zähler) wird in Beziehung zu ihrem Gesamtengagement für Kredite (Nenner) gesetzt. Eine geringe ungewichtete Eigenkapitalquote geht demnach mit einer relativ zum Kernkapital hohen Verschuldung einher. Auch der „Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“ (SVR) hält die Bändigung des Gesamtengagements gegenüber ihrem Eigenkapital mit 3% für zu niedrig.

Bei der Berechnung der Eigenkapitalquoten wird der Verzicht auf die Berücksichtigung der Staatsschulden kritisiert. Staatsschulden werden heute als kom-

plett risikofrei eingerechnet, also nicht mit Eigenkapital unterlegt. Nach den Erfahrungen mit den durch Staatsschulden in die Bankenbilanzen transportierten Risiken wird zu Recht gefordert, diese künftig auf der Basis einer Risikogewichtung anteilig mit Eigenkapital zu unterlegen. Dies dient der Entkoppelung der Banken vom Finanzierungsrisiko von Staaten.

- Nachdem die Bankenzusammenbrüche vor allem durch die Produktion und den Handel von Spekulationsinstrumenten im Geschäftsbereich des Investmentbankings ausgelöst worden sind, ist nach dem Ausbruch der jüngsten Finanzmarktkrise in vielen Ländern die Lehre gezogen worden, das **Trennbankensystem** wieder einzuführen. Die Einlagen- und Kreditgeschäfte werden gegenüber den Risiken aus dem auf eigene Rechnung vorgenommenen Handel mit Wertpapieren abgeschottet. Dieses Trennbankensystem war ursprünglich aus den Erfahrungen der „großen Depression“ erstmals in den USA mit dem Glass-Steagall Act in zwei Schritten 1932 und 1933 eingeführt worden. Es war Bill Clinton, der 1999 im Zuge seiner massiven Deregulierungspolitik das Trennbankensystem aufgegeben hat. Wie beispielsweise die Gründung der City Group zeigt, folgte der Entregulierung eine massive Bankkonzentration. Das sich schließlich ab 2007 entladende Krisenpotenzial ist durch das spekulative Investmentbanking aufgebaut worden. Barack Obama hat schließlich mit der „Wall-Street-Reform“ auf der Basis des Frank-Dodd-Gesetzes unter anderem die Trennung der Geschäftsbanken vom Investmentbanking mit der nach Paul Volcker bezeichneten Volcker-Rule wieder eingeführt. Heute tritt Donald Trump mit seiner Trumponomics, die dem Prinzip „America first“ dienen soll, den Rückzug an. Ganz oben auf der Agenda steht die erneute Deregulierung des Bankensystems in den USA. So soll in einem ersten Schritt eine „proportionale Regulierung“ gelten. Dadurch würde die Grenze für die Gültigkeit des „Frank-Dodd-Gesetzes“ nur noch bei großen, grenzüberschreitenden Banken ab einer Bilanzsumme von 250 Mrd. \$ gelten. In diesem Zusammenhang beschreibt der Begriff „Small Banking Box“ regulatorische Erleichterungen für mittelständische und weniger komplexe Institute. Diese Trump-Politik präferiert hoch konzentrierte, machtvolle Komplexe auf den Finanzmärkten. Auch in der EU gibt es Initiativen, die Trennung zwischen Geschäfts- und Investmentbanking zumindest zu lockern. Bestimmte Institutstypen sollen komplett

herausgenommen werden. Durch die geplante Deregulierung gegenüber dem die Finanzmarktkrise erzeugenden Investmentbanking nehmen die Risiken eines neuen Zusammenbruchs zu.

- Einige Typen von **Derivaten**, die als reine Spekulationsinstrumente mit der Finanzierung der realwirtschaftlichen Produktion nichts zu tun haben, erwiesen sich in der Finanzmarktkrise plötzlich als hoch giftig. Deshalb konzentrierte sich die Politik auf die Bändigung dieser Wertinstrumente durch unterschiedliche Regulierungen bis hin zu Verboten. Eine beliebte Methode der „Finanzalchemisten“, Derivate zu produzieren, ist die Verbriefung. Dazu wird ein Bündel von Forderungen aus Krediten in handelsfähige Wertpapiere nach Tranchen verpackt („Asset-backed Securities“). Ein Beispiel sind die „Collateralized Debt Obligation“ (CDO). In dieser Gruppe berühmt berüchtigt wurde das als „Mortgage Backed Security (MBS)“ bezeichnete, handelbare Wertpapier, das auf einem Pool an großteils minderwertigen Hypothekendarlehen basiert. Diese MBS, die wegen ihrer geringen Bonität platzten, haben die Finanzkrise ab 2007 maßgeblich vorangetrieben. Der Spott über die „stupid German Bankers“, die diese Papiere ohne Bewertung der Risiken sammelten, machte die Runde. Die Lektion über die Krisenanfälligkeit von Derivaten, die der Politik erteilt worden ist, scheint in den letzten Jahren verdrängt worden zu sein. Vorschläge zur Einregulierung machen die Runde. Der Handel mit diesen Verbriefungsprodukten nimmt in den letzten Jahren wieder zu. Selbst die EZB hat im Rahmen ihres Schuldenaufkaufprogramms derartige Verbriefungsprodukte in ihre Bilanz genommen. Dadurch nehmen die Risiken für das gesamte Finanzsystem, sollten die Derivate wertlos werden, zu. Um diese „finanziellen Massenvernichtungsmittel“ (George Soros) zu entschärfen, müssen klare Regeln mit Auflagen und Kontrollen eingesetzt werden.

- Eine weitere Fehlentwicklung hat die jüngste Finanzmarktkrise offengelegt: Die ordentlich regulierten und kontrollierten Börsen haben beim Handel mit Wertpapieren an Bedeutung eingebüßt. Heute werden über 60% des Handels mit Finanzanlagen „**over-the-counter**“, also per Telefon und Internet über den „Tresen“, abgewickelt. Gehandelt werden börsen- und nicht börsennotierte Wertpapiere sowie Derivate. Die Nachteile durch fehlende Referenzmärkte und

mangelnde Markttransparenz überwiegen die Vorteile gegenüber den notierten Börsen vor allem durch die Anonymität und den Verzicht auf Gebühren. Am Ende schafft die Anonymität auch für die Handelsbeteiligten Risiken, die in Pleiten enden können. Um die Aufträge und Abwicklung nachvollziehbar zu machen, ist zwischenzeitlich eine Meldepflicht eingeführt worden. Um die Infrastruktur und Markttransparenz zu sichern und damit mehr Kalkulierbarkeit in das System einzubauen, ist regulatorisch eine zentrale Gegenpartei eingeführt worden. Konsequenter wäre es, diese außerbörslichen Geschäfte entschieden zu regulieren, ja, zum Teil auch zu untersagen.

- Mit ihrer Produktion von Aussagen über die Bonität von den Finanzmärkten sind die **Ratingagenturen** massiv in die Kritik geraten. Im Zentrum stehen die Big Three, die 90 % des Marktes oligopolistisch beherrschen: Standard & Poor's (S&P), Moody's und die Fitch Group. 1994 ist als gezielte Konkurrenz gegen die USA-Machtkonzentration in China die Agentur Datong in China, die gleich mal die Bonität der USA abgesenkt hatte, hinzugekommen. Das Rating bezieht sich im Finanzwesen auf die Einstufung der Bonität von Unternehmen und Staaten, vor allem aber auch der Finanzprodukte. Neben den Ratingagenturen geben auch Kreditinstitute derartige Bewertungen ab. Die jeweilige Agentur nutzt Ratingklassen, die nach der in der EU geltenden Kapitaladäquanzverordnung (CRR) „Ratingstufen“ genannt werden. Als Ratingsymbole (Ratingcodes) werden spezifisch verwendete Buchstabenschlüssel, die das Ausfallrisiko darstellen sollen, ausgewiesen (bei S&P beste Note AAA). Nicht ganz unproblematisch wird das komplexe Risikomuster auf einen einzigen Buchstabenschlüssel als Indikator für die Bonität reduziert. Die richtigerweise gewollte Funktion dieser Ratingdienstleistung ist es, systematische Informationsdefizite zwischen Anbieter und Nachfrager über die Bonität vor allem bei den Kunden abzubauen. Die jüngste Finanzmarktkrise lehrt, dass die Ratingagenturen ihre Aufgabe, Informationsasymmetrien zu Lasten der Käufer von Finanzmarktprodukten zu reduzieren, massiv missbraucht haben. So sind von Investmentbanken konstruierte, hoch riskante Finanzprodukte, die sich später als toxisch erweisen sollten, wider besseres Wissen positiv bewertet worden. Den Anreiz dazu schafft die Art der Bezahlung dieser Ratingdienstleistungen durch die Institution, die die Finanzmarktprodukte emittiert und somit Interesse am Verkauf hat. Die extreme

Konkurrenz um gut bezahlte Ratingvoten führt dazu, dass wegen manipulativem Verhalten der Markt versagt. Auch haben zum Teil willkürliche negative Wertungen für Staaten bezogen auf ihre Verschuldungsinstrumente die Krise verschärft. Gewinner waren die Spekulanten, die auf einen Kursverfall der Staatsanleihen gewettet hatten. Aus diesen negativen Erfahrungen sind jedoch nicht ausreichend die Lehren in Aktivitäten zur strengen Regulierungen umgesetzt worden. Immerhin verlangt heute die EU eine Registrierung der Ratingagenturen. Auch sollten Bewertungsgeschäfte streng vom Aufgabenbereich der Beratung bei den Agenturen getrennt werden. Diese Regel lässt sich jedoch leicht umgehen. Keine Ratingnoten dürfen an Firmen vergeben werden, die mehr als 10% an der jeweiligen Ratingagentur beteiligt sind. Das entscheidende Problem ist der immer noch ungelöste

Bezahlmechanismus. Der IWF schlug 2010 vor, Emittenten sollten für die Bonitätsbeurteilung in Raten zahlen. Spätere Raten würden erst fällig, wenn sich die Bewertung als korrekt herausgestellt haben sollte. Weitere Vorschläge zur Vermeidung von Fehlanreizen bei der Bezahlung setzen auf eine strukturierte Zufallsauswahl oder die Finanzierung über einen von Emittenten per Umlage finanzierten Fonds. Immerhin ist eine Rotationspflicht im kleinen Segment der Wiederverbriefungen eingeführt worden. Emittenten müssen nach vier Jahren die Agentur wechseln.

- Zum aggressiven Krisenbeschleuniger entwickelte sich der **Hochfrequenzhandel** (High-Frequency-Trading, HFT) auf der Basis extrem schneller Hochleistungscomputer. Genutzt werden algorithmische Handelssysteme, die in Bruchteilen von Sekunden Informationen verarbeiten. Ein Vorteil ist, dadurch lassen sich extrem schnell Preisdifferenzen auf den Märkten auszunutzen. Marktdaten und Marktzugang mit dem Weiterleiten von Wertpapieraufträgen bestimmen das Geschäft. Ein völlig unkontrollierter Hochfrequenzhandel neigt dazu, den Wertpapierhandel zu irrationalisieren. Die Möglichkeit, einen „Flash Crash“, also den extrem schnellen Absturz von Kursen auszulösen, wird durch den Hochfrequenzhandel verstärkt. Der Irrationalisierung des Handels im Zuge des Abgebens und der nachfolgend ausbleibenden Realisierung von Aufträgen entgegenzutreten, ist eine Aufgabe der Regulierung des Handelssystems. Seit Mai 2013 gibt es in Deutschland ein Gesetz, das die Erlaubnispflicht, System- und Risikokontrollen und die Meldung von veränderten Computeralgo-

rithmen vorsieht. Zusätzlich sollen eingebaute Volatilitätsbremsen die erratischen Ausschläge von Kursen begrenzen. Die Vorteile für das Gesamtsystem etwa über die Bereitstellung von mehr Liquidität lassen sich nicht bestätigen. Dass diese Systeme reguliert werden müssen, die mit der Schnelligkeit nur Renditeeinnahmen gegenüber anderen frühzeitig mitnehmen wollen, ist unstrittig. Denn die Gefahr ist groß, dass die Algorithmen der Blitzhändler ausgespäht werden und deshalb die Flucht in „dark pools“ vorgenommen wird. Leider zeigt sich in jüngster Zeit ein abnehmendes Interesse an der Eingrenzung des gefährlichen Hochfrequenzhandels. Dadurch erhöht sich das Risiko riesiger Kursschwankungen mit brutalen Abstürzen („flash crash“).

- Schon vor dem Ausbruch der jüngsten Finanzmarktkrise war zur Verlangsamung der Handelsumsätze mit Risikoinstrumenten die Einführung einer **Finanztransaktionssteuer (FTT)** intensiv diskutiert worden. Obwohl in den vergangenen Jahren zehn Mitgliedsstaaten der EU durch verstärkte Zusammenarbeit eine zügige Realisierung beschlossen hatten, scheuen sich jetzt die Regierungen vor dem endgültigen Beschluss, die FTT einzuführen. Selbst bei den äußerst niedrigen Steuersätzen von 0,1 Prozent auf Aktiengeschäfte und 0,01% auf den Handel mit Finanzderivaten ließen sich in der EU 22 Mrd. € jährlich erzielen. Dabei geht es um die doppelte Zielsetzung: Zum einen sollen die auf den Finanzmärkten destabilisierenden Spekulationsgeschäfte per Preisaufschlag zurückgedrängt werden. Zum anderen ist das verbleibende Handelsvolumen immer noch eine ergiebige Einnahmequelle. Erst wenn die Steuersätze ausreichen, prohibitiv wirken, kann das derzeit gigantische Handelsvolumen reduziert werden. Insoweit geht es um mehr als nur „Sand ins Getriebe“ (James Tobin) zu streuen. Aus dem Aufkommen ließe sich Armut („Steuer gegen die Armut“) bekämpfen. Die elende Geschichte der Verhinderung der FTT wird zum Beleg dafür, wie Politik durch die engstirnigen einzelwirtschaftlichen Interessen der Finanzmarktprofiteure ohne Rücksicht auf systemische Schäden bestimmt wird.

- In einem Bereich sind in den letzten zehn Jahren durchaus wichtige Lehren aus dem Absturz von Banken gezogen worden. Soweit die Banken in der drohenden Insolvenz als „to big too fail“ eingestuft wurden, sind diese durch die vom Staat bereit gestellten öffentlichen Rettungsgelder über speziell

einggerichtete Fonds etwa in den USA und Deutschland unterstützt worden. Es handelte sich um ein „bail out“, d.h. die Geldgeber der Bank sind durch staatliches Geld herausgepaukt, die Verluste also sozialisiert worden. Um künftig Bankenzusammenbrüche prophylaktisch zu verhindern und vor allem die durch Steuergelder vorgenommene Sozialisierung der Verluste von zuvor privatwirtschaftlich hoch profitablen Banken auszuschließen, ist in der EU die Arbeit an einer **Bankenunion** vorangetrieben worden. Die drei unterschiedlich realisierten Säulen der Bankenunion sind: Mit dem Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) überwacht die Europäische Zentralbank direkt die größten Banken und stellt die übrigen unter die Aufsicht der durch die EZB kontrollierten nationalen Aufseher. Die zweite Säule dient der Sicherung eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Board, SRB). Damit ist das Verfahren im Falle einer Bankeninsolvenz auf der Basis eines zuvor erstellten Testaments geregelt. Gegenüber dem bisherigen „bail-out“ sind nach dem „Bail-in“-Prinzip künftig zumindest bis maximal 8 Prozent die Bankeigentümer an den Verlusten zu beteiligen (nach einer Haftungskaskade vom Eigentümer über nachrangige Gläubiger und so weiter). Erst am Ende der ausgeschöpften Haftungskaskade springt der einheitliche Abwicklungsfonds, der aus den Beiträgen von Banken finanziert wird und am Ende allerdings nur auf 55 Mrd. € ausgelegt ist, ein. Bei der dritten Säule schließlich ist wegen der Interessenkonflikte zwischen den Staaten die Lösung noch strittig. Mit dem vorgeschlagenen Einlagesicherungssystem (European Deposit Insurance Scheme, EDIS) werden in der EZ die Einlagen bis zu 100 000 € abgesichert. Während die derzeitige Einlagesicherung in Deutschland heute im Prinzip höher ausfällt, besteht die Bundesregierung darauf, vor dem Einsatz der Einlagesicherung die faulen Kredite mit derzeit weit über einer Billion € in der EU abzubauen.

Dieses Dreisäulenmodell der Bankenunion geht in die richtige Richtung. Stabilität und Vertrauen lassen sich durchaus gewinnen. Allerdings zeigen sich heute schon zwei Defizite: Zum einen halten sich die Länder nicht an das Reglement. So ist die italienische Bank Monte dei Paschi di Siena nicht nach den geltenden Regeln gerettet worden. Dagegen hat sich die spanische Bank Banco Popular Espanol bei ihrer Abwicklung an das Regelwerk gehalten. Zum anderen greifen

die Instrumente zu kurz. So gibt es keine Hebel zur Verhinderung von monopolistischen Bank-Machtzentren, die sich an die regulatorischen Vorgaben nicht halten.

5. Warnungen vor einer neuen Finanzmarktkrise nehmen zu

Auf die Frage, ob eine neue Finanzmarktkrise droht, gibt es keine ernst zu nehmenden Experten, die mit Nein antworten. Dagegen ist die Zahl der Warnungen von Kennern und Akteuren der jüngsten Finanzmarktkrise groß. George Soros, der Multimillionär und durchaus eigennützig Kenner dieses Kasinoökonomismus, sieht viele Anzeichen für eine neue Krise. Auch sieht Ben Bernanke, der ehemalige US-Notenbankpräsident, handfeste Gründe für die Entstehung einer bald platzenden Blasenbildung auf den Finanzmärkten. Ihm stimmt Timothy Geithner zu. Er war US-Finanzminister unter Präsident Barack Obama und zuvor als CEO der Federal Reserve Bank für mehrere wichtige Entscheidungen während der Finanzkrise 2008 verantwortlich. Henry Paulson, von 2006 bis 2009 ehemaliger Finanzminister bei G.W. Bush, beklagt eine schrecklich „Amnesie“, also einen kollektiven Gedächtnisverlust über die „Erinnerung, was wir durchgemacht haben“. Es fehlten noch die geeigneten „Werkzeuge“, um den Krisenfall zu vermeiden. Auch in den offiziellen Berichten zur Finanzmarktstabilität der G 20-Gruppe, der EZB und der Deutschen Bundesbank wird differenziert auf die Risiken eines erneuten Zusammenbruchs der Finanzmärkte hingewiesen. Der „Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“ in Deutschland, der gegenüber dem sonst durch die Vierermehrheit verbreiteten neoliberalen Credo in Sachen Bändigung der Finanzmärkte angenehm offensiv auftritt, wird nicht müde, zu fordern, die Regulierungen zielgenauer zu schärfen. Der durch seine wissenschaftlichen Expertisen renommierte Martin Hellwig, der von 2004 bis 2017 Direktor und wissenschaftliches Mitglied am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn war und der zusammen mit Anat Admati das Buch „Des Bankers neue Kleider: Was bei Banken wirklich schief läuft und sich ändern muss“ 2013 veröffentlichte, stellt lapidar fest: „So etwas kann jederzeit wieder kommen“.

Allein schon der Blick auf die Indikatoren zur Entwicklung der Finanzmärkte zeigt, dieser Sektor, der in der Krise geschrumpft ist, hat sich längst wieder er-

holt und strebt zum Spitzenniveau der Vorkrisenzeit zurück. Die gehaltenen Vermögenswerte der Finanzinstitutionen, die Internationalisierung durch grenzüberschreitende Geschäfte sowie die Konzentration durch Anteilsgewinne der fünf größten Banken bei den Vermögenswerten zeigen, dass die relative Entkoppelung von der Produktionswirtschaft wieder neue Höhen erreicht. Damit ist das Krisenpotenzial nach zehn Jahren Finanzmarktkrise wieder groß. Ein wesentlicher Grund für die Wiederkehr eines „monetären Urknalls“ liegt in der von Anfang an auch durch Kompromissbildungen mit der Bankenlobby unzureichenden Systematik sowie der mangelnden Treffsicherheit der Regulierungsinstrumente im Einzelnen. Darüber hinaus kommt die schleichende Rücknahme von Ge- und Verboten im Finanzmarktsystem dazu. Anstatt erkennbare Ineffizienzen und Ungerechtigkeiten abzubauen, droht ein Generalangriff gegen die Maßnahmen zur Bändigung der Finanzmärkte. Eine Regulierungspause darf es nicht geben. Schließlich werden die unzureichend abgebauten Altlasten durch neu hinzukommende Risiken überlagert. Diese neuen Risiken, die durch aktive Steuerungspolitik gebändigt werden müssen, sind:

- Die **Schulden** von Staaten und Unternehmen sind nach Angaben des IWF weltweit auf 164 Bio. US \$ und damit 225% der globalen Wirtschaftsleistung gestiegen. Das Euroland verzeichnet von 2007 bis 2016 eine Schuldenausweitung um 25 Prozentpunkte auf 90% des Bruttoinlandsprodukts. In den USA hat der Zuwachs um 43 Prozentpunkte die Schuldenquote auf 108 % erhöht (2016 48,1 Bill. US\$). In China ist von 2010 bis 2016 der Schuldenberg um 1 400 % auf 25,2 Billionen US \$ gestiegen. Allein im Unternehmenssektor Chinas sind es knapp 20 Bill. US \$. Dabei agieren mit aggressiven Kreditangeboten viele dubiose Fonds („Debt Fonds“). Sie konzentrieren sich auch auf den Kauf von Firmen per Fremdfinanzierung. Aus dieser hohen Verschuldung können die Tilgungs- und Zinslasten nur bei ausreichend wachsenden Wirtschaften finanziert werden. Käme es zu einer tiefen Rezession, müsste das Schuldengebäude in sich zusammenbrechen. Risiken ergeben sich jedoch nicht nur aus der absoluten Höhe, sondern auch aus der Zusammensetzung der Schulden. Eine dramatische Zunahme von „faulen Krediten“ (Non performing Loans“) ist unbestreitbar. Allein bei den Banken der EU wurden Anfang 2017 - allerdings sehr unterschiedlich auf die Mitgliedsländer verteilt- über 950 Mrd. € „faule Kredite“ mit steigender Tendenz festgestellt. Platzen diese „faulen“ Altlasten, dann hat das

über Bilanzverluste der Banken belastende Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft. Bisher ist keine Strategie in Sicht, nachhaltig diese problematischen Kredite abzubauen und die allgemeinen Schuldenberge weltweit beherrschbar zu machen. Dieser Schmelbrand kann schnell ein Großfeuer auf den Finanzmärkten auslösen.

- Die Krisengefahr durch die Schuldenberge wird durch eine neue bedrohliche Herausforderung verstärkt. Nach der lang anhaltenden Niedrigzinsphase vieler Notenbanken muss mit einem bedrohlichen **Zinsänderungsrisiko** gerechnet werden. Es gibt viele Zeichen, dass die Zinssätze auf den Geld- und Kapitalmärkten parallel anziehen. Die Leitrolle bei der Zinswende liegt bei den Notenbanken. Die US-Notenbank hat bereits in bisher zwei Schritten den Schlüsselzinssatz für die Geldversorgung auf die Bandbreite von 1,75 bis 2 % erhöht. Weitere Erhöhungen sollen trotz der Drohungen von Donald Trump gegen steigende Zinsen folgen. Derzeit ist der genaue Terminplan der Europäischen Zentralbank für den Abschied von der Nullzinspolitik zusammen mit der Rückführung des Aufkaufs von Wertpapieren der Unternehmen und des Staats durch die EZB noch nicht abzusehen. Dass es allerdings bald zu einer moderaten Zinswende kommen wird, ist gewiss. Mit dem spürbaren Zinsanstieg verteuert sich dann die Refinanzierung der Altkredite ebenso, wie die Kapitaldienstkosten für die Neukredite steigen werden. Dieser Belastung der Kreditnehmer stehen Zinsgewinne auf den Einlagenkonten gegenüber. Allerdings werden steigende Marktzinsen zu Kursverlusten bei Staats- und Unternehmensanleihen führen. Der Kursverfall wird das Interesse am Umstieg auf andere Anlageobjekte wie Aktien steigern. Neben der allgemeinen Zinssatzerhöhung geht ein zusätzliches Risiko von den Zinssatzdifferenzen etwa im Euro- gegenüber dem US-Dollarraum aus. Strömt mit den höheren Zinsen Finanzkapital in den US-Dollarraum, dann wird mit einer Aufwertung des US \$ gegenüber dem Euro zu rechnen sein. Exportvorteile durch die Euroabwertung würden den Handelsbilanzüberschuss Deutschlands erhöhen und das Handelsbilanzdefizit der USA vertiefen.

Donald Trump wird dann noch aggressiver von der gezielten Währungsmanipulation gegen die USA fabulieren. Mit einer Verstärkung des

„America First“- Protektionismus müsste gerechnet werden. Da die Zinssatzdifferenzen zwischen dem Euro- und Dollarraum schon lange für

spezielle Spekulationsgeschäfte genutzt werden, erhöhen sich die Risiken auf den Finanzmärkten. Im Mittelpunkt stehen die „Currency Trades“, die derzeit massiv von Hedgefonds eingesetzt werden: Unter Nutzung der Hebelwirkung durch Fremdfinanzierung werden die Kredite zu niedrigen Zinssätzen im Niedrigzinsland besorgt und damit vergleichsweise hoch rentierliche Staatsanleihen in den USA gekauft. Allerdings steht das Währungsrisiko diesem Spekulationsinstrument entgegen. Aus der Melange von insgesamt gegenüber der ökonomischen Wertschöpfung zu hohen Unternehmensschulden zusammen mit einem erschreckenden Umfang maroder Kredite und den Wetten auf Zinsdifferenzen wächst ein Risikopotenzial heran, das eine neue Finanzmarktkrise stärkt.

- Die unzureichend gebändigten alten und die sich abzeichnenden neuen Risiken einer Finanzmarktkrise werden durch den bedrohlichen Bedeutungsgewinn der **Schattenbanken** verstärkt. Dabei handelt es sich laut Definition der Deutschen Bundesbank um „Finanzmarktakteure, die nicht der Gruppe der regulierten Banken“ angehören, also auch nicht der gesetzlichen Aufsicht unterliegen. Zu den „Shadow Banks“ gezählt werden vor allem Geldmarktfonds, offene und geschlossene Investmentfonds und sonstige Finanzinstitute wie Verbriefungszweckgesellschaften, Wertpapierhändler, kreditgewährende Kapitalgesellschaften, Kredit- und Versicherungstätigkeiten, firmeneigene Finanzeinrichtungen und Kapitalgeber (insbesondere reine Holdinggesellschaften). Die hoch konzentrierten Hedgefonds, die Investorengelder einsammeln und als Gegenleistung Renditen aus rentablen Anlage versprechen, sind im Schatten der regulierten Banken tätig. Als Reaktion auf die eingeführten Regulierungen im offiziellen Bankensektor haben die Schattenbanken expandiert. Die Indikatoren Umsätze sowie das dort gemanagte Finanzvermögen belegen die Flucht in den Schatten der regulierten Bankenwelt.

Nach dem Zusammenbruch ihrer Investitionsfonds haben die dortigen Manager das noch vorhandene Finanzvermögen an andere Standorte verlagert. Ziel der Flucht aus dem regulierten Sektor war es, die „Regulierungsarbitrage“ abzusahnen. Schattenbanken haben vorzugsweise Möglichkeiten der

Steuerhinterziehung genutzt. Standorte in Steueroasen wie Irland, Delaware, Kaimaninseln oder Jersey im Bereich der Kanalinseln wurden häufig gewählt. Die Frage, welche Risiken sich im Schattenbankenbereich konzentrieren, ist nicht einfach zu beantworten, denn einige Geschäftsbereiche sind nicht durch systemrelevante Risiken geprägt. Der „Fiscal Stability Board“ (FSB) der G-20-Gruppe versucht in seinen jährlichen Berichten (Global Shadow Banking – Monitoring Report) den Grad der Gefährdung des Finanzsystems zu spezifizieren. Es fällt auf, dass allgemein das Finanzvermögen mit 149 Bio. \$ nur noch fast zur Hälfte durch die regulierten Banken bewegt wird. Am Ende des Jahres 2015 wurde das gesamte Geschäftsvolumen der Banken im Schatten auf 75 Bio. \$ geschätzt. Innerhalb des unregulierten Sektors gelten weltweit 34 Bio. \$ im engeren Sinne als extrem risikoreich. Das sind 13 % der gesamten Finanzaktivitäten und 70% des weltweiten Bruttoinlandsprodukts. Risikoreich für das gesamte Finanzsystem sind besonders die Finanzakteure im Schatten mit hohen Verschuldungsgraden und der vorrangigen Nutzung eingesamelter und kurzfristig angelegter Investitionsgelder, die dann zur Ausleihe von langfristigen Krediten genutzt werden.

Insgesamt zeigt sich, das Umsatzvolumen der Schattenbanken wächst seit Jahren deutlich schneller als die Gesamtwirtschaft. Eine besondere Gefahrenquelle bilden die bankenähnlichen Institutionen, die in den letzten Jahren in China vor allem als Fonds von Unternehmen der Produktionswirtschaft separiert und für Spekulations- und Kreditgeschäfte geschaffen worden sind. Ende 2016 wurde das Geschäftsvolumen mit zunehmender Tendenz auf 9,6 Bio. \$ geschätzt.

Das Systemrisiko Schattenbanken leitet sich konstraintentional aus dem Krisenpotenzial, das die entfesselten Finanzmärkte auslösen, ab. Die in dieser Marktlogik schlummernden Krisenursachen, die wenigstens zum Teil durch Regulierungen nach 2007 gebändigt wurden, leben in den Schattenbanken wieder auf. Die Gefahr eines sich panikhaft verstärkenden Abzugs von Finanzmitteln aus den Fonds kann schnell zum Zusammenbruch führen. Wegen des Runs der Anleger mussten nach dem Beginn der jüngsten Finanzmarktkrise

Geldmarktfonds kurzfristig geschlossen werden. Ein weiteres Risiko ergibt sich aus der Transformation von kurzfristig angelegtem Geld zur Vergabe von

längerfristig laufenden Krediten. Absturzrisiken durch den Verzicht auf eine kontrollierte Eigenkapitalausstattung bei Spekulationsgeschäften liegen auf der Hand. Entscheidend ist die komplett unkontrollierte und durch Eigenkapital nicht abgesicherte Kreditvergabe der Schattenbanken auch an regulierte Banken. Das kontrollierte System ist mit der unregulierten Schattenwelt über derartige Geschäfte existenziell verbandelt. Mangelnde Eigenkapitalabsicherung und auch nicht auf Kompetenz überprüfetes Managerpersonal lassen hochriskante, auch dubiose Geschäfte erwarten. Zusammenbrüche bei den Schattenbanken schwappen schnell auf das Gesamtsystem über. Dort wo keine kontrollierten gesetzlichen Auflagen existieren, fehlt den Schattenbanken auch der geldpolitische Schutz: Kein Zugang zum Zentralbankgeld, keine Möglichkeit der Geldschöpfung, kompletter Ausfall einer gesetzlich regulierten Sicherung der Geldeinlagen bei den Banken sowie keine Mittel im Insolvenzfall aus dem öffentlichen Abwicklungsfonds. Deshalb müssen Schattenbanken vor allem im Bereich hoher Risiken reguliert und kontrolliert werden. Das gesamte Finanzsystem lässt sich dadurch stabilisieren. Schattenbanken schaffen vor allem mit den extrem riskanten Geschäften, wie die jüngste Geschichte lehrt, ein Potenzial für eine neue, wuchtige Finanzmarktkrise mit Belastungen der Gesamtwirtschaft und des Staates.

Fazit: Finanzmarktkrise ante portas

Die jüngste Finanzmarktkrise mit dem zugespitzten Signal der Lehman Brothers-Insolvenz am 15. September 2008 hat in der Politik und Wirtschaft zu tiefen Erschütterungen geführt. Zumindest in der Politik ist die Ideologie der Wohlstand stiftenden entfesselten Finanzmärkte erst einmal aufgekündigt worden. In diesen Sog geriet auch die marktfundamentalistische Ordnungspolitik, die staatlich-gestaltende Interventionen ablehnte. Milliarden schwere Rettungsprogramme für die Banken und kurz zuvor noch verpönte Konjunkturprogramme mit arbeitsmarktpolitischer Flankierung wurden aufgelegt. Selbst die marktoptimistischen Mehrheitsmedien schalteten urplötzlich auf die Krisenanfälligkeit des Finanzsystems um. Zum Versagen der Medien gehörte auch die mangelnde Berichterstattung über frühe Krisenanzeichen vor 2008. Daher konnte die Lehman Brothers Pleite nur als völlig unerwarteter, vom Himmel fallender Schicksalsschlag wahrgenommen werden. Dagegen hat sich die vorherrschende Mainstream-Economics nicht einmal von dem Schock

zusammenbrechender Finanzmärkte in ihrer neoliberalen Ideologie erschüttern lassen. Wenn überhaupt Krisenursachen genannt wurden, dann waren es nicht die endogen wirkenden, zerstörerischen Kräfte der Finanzmarktdynamik, sondern exogene Schocks wie staatliche Interventionen.

Auf den jüngsten Finanzcrash mit schweren Belastungen für die Gesamtwirtschaft hat die Politik reagiert. National wie international und vor allem durch die EU wurde in den Folgejahren gefordert: ein professionelles Krisenmanagement, eine stärkere Absicherung der Banken gegen Verluste mit Eigenkapital, die Beteiligung der privaten Eigner an der Abwicklung von Banken sowie die vielen Maßnahmen zur Regulierung der Spekulationsinstrumente und Techniken auf den Finanzmärkten. Nach zehn Jahren lässt sich sagen, dass die Vorschläge im Einzelnen oftmals nicht spürbar genug durchgesetzt worden sind. Deshalb konnte in der Gesamtwirkung die Krisendynamik nicht lahmgelegt werden. Ein Grund ist die bereits im Gesetzgebungsverfahren erfolgte Abschwächung durch die machtvolle Lobby für die Finanzmärkte. Auch wurde die Behauptung von der bereits geschaffenen Überregulierung dazu genutzt, künftig rückwärtsgewandte Korrekturen vorzunehmen. Dazu kommt die Wiederentdeckung entfesselter Finanzmärkte nicht nur durch Donald Trump in den USA, der dabei ist, den Frank-Dodd-Act zur Finanzmarktregulierung scheinbarweise zu demontieren. Dabei zeichnen sich gegenüber den alten, nicht nachhaltig genug bekämpften Krisenursachen neue Risiken ab. Hier stehen die weltweit agierenden Schattenbanken, denen die Flucht aus dem regulierten Bankensektor gelungen ist, im Zentrum.

Bis heute greift jedoch die Suche nach den ökonomischen Ursachen der jüngsten Finanzmarktkrise zu kurz. Zweifellos notwendig, aber nicht ausreichend sind die Regulierungen der Institute und Instrumente. Ins Visier genommen werden müssen die Ursachen des auf den Finanzmärkten Anlage suchenden Geldkapitals. Im Zentrum steht die Frage, woher das Geldkapital, das die Finanzmärkte überflutet und zur Kreation von neuen Anlageinstrumenten geführt hat, kommt. Die Ursache liegt in der wachsenden Konzentration von Vermögen und Vermögenseinkünften. Die Zuwächse werden nicht in die

Finanzierung von privaten und öffentlichen Sachinvestitionen, sondern auf die Finanzmärkte gelenkt. Dazu gehören auch Unternehmen, die wegen der im

Vergleich niedrigen und unsicheren Renditen für Sachinvestitionen an die Spieltische des internationalen Kasinokapitalismus drängen. Dort werden vergleichsweise hohe Renditen, die den Blick auf Risiken verstellen, mit den speziell kreierten Spekulationsinstrumenten angeboten. Die Folge ist ein Übersparen, d.h. erwirtschaftetes Geld fließt unzureichend in die Finanzierung volkswirtschaftlicher Ausgaben. Gibt es einen Ausweg aus der Dynamik der Finanzmarktkrise? Ja, durch Umverteilung müssen die Vermögen und Einkommen reduziert werden. Es geht um die Stärkung der realwirtschaftlichen Produktion durch lukrative privatwirtschaftliche Sachinvestitionen, wachsenden Massenkonsum bei Teilhabe der Einkommensschwachen sowie die dringend erforderliche Ausweitung öffentlicher Investitionen. Durch eine tiefgreifende Umverteilung einerseits und die Stärkung eines nachhaltigen Wirtschaftens andererseits lässt sich der Druck der Finanzströme auf die Finanzmärkte reduzieren. Die vorherrschende Politik hat sich bisher viel zu wenig auf die Ursachen der expandierenden Finanzmassen konzentriert. Im Gegenteil, durch Veränderungen im sozialen System ist die Abhängigkeit von den Finanzmärkten erhöht worden. Zu erinnern ist an die gesetzlich geschaffene Abhängigkeit vor allem der Rentenzahlungen von den Finanzmärkten. Hier gilt es, einen folgenreichen Systemfehler der Politik zu beseitigen. Im Zuge der Systemveränderung des Rentensystems vor allem durch die Schröder-Bundesregierung mit Walter Riester ist die gesetzliche Rente gezielt so reduziert worden, dass sie im Durchschnitt zur Existenzsicherung im Alter eine private Kapitalvorsorge erzwingt. Als diese Abhängigkeit von der privaten Kapitalvorsorge gesetzlich geschaffen wurde, herrschte noch große Euphorie gegenüber den als ultrastabil missverstandenen Finanzmärkten. Die seit zehn Jahren prägenden Erfahrungen mit der Krisenanfälligkeit von Finanzmärkten lehren, gesetzliche Sicherungssysteme müssen aus dieser Kapitalmarktabhängigkeit befreit werden. Wie das Konzept der sozialen Marktwirtschaft lehrt, müssen unverschuldete, nicht aus eigener Kraft bewältigbare soziale Risiken in einer lohnzentrierten Gesellschaft staatlich aufgefangen werden. Die im Rentensystem eingerichtete Riesterrente, die aus Steuerzahlungen finanziert wird, kann, wie die Realität zeigt, diesen grundlegenden Systemfehler nicht heilen. Eine neue Krise zu vermeiden ist allerdings nicht nur wegen der ansonsten entstehenden ökonomischen Kosten wichtig. Eine neue

Finanzmarktkrise würde die politischen Verhältnisse noch tiefer erschüttern und parlamentarische Demokratie beschädigen. Eine umfassende Studie des „Instituts für Weltwirtschaft“ (Kiel) zeigt auf der Basis der Untersuchung von 20 Ländern seit 1870:⁸ Durch Finanzkrisen gewinnt vor allem die Rechte bis hin zu ihren radikalen Ausprägungen an politischer Bedeutung. Der Zusammenhang Weltwirtschaftskrise und Anfang der 1930er Jahre folgenden Aufstieg des Nationalsozialismus wird wieder virulent. Heute stehen Österreich mit der FPÖ, Deutschland mit der AfD, die italienische Liga, die Le Pen-Bewegung in Frankreich, aber auch der Rechts-rutsch der Republikaner mit Donald Trump für das Erstarken rechtspopulistischer Parteien auch infolge der Krise auf den Finanzmärkten. Finanzkrisen gelten als Versagen des politischen Systems, das die Bürgerinnen und Bürger nationalstaatlich nicht schützt. Auch frustriert die Erfahrung, den Banken würden Rettungsgelder über Steuereinnahmen zugeschoben, während Gelder für „kleine Leute“ nicht verfügbar sein sollen. Schließlich lassen sich Opfer der anonymen Gewalt des Finanzkapitals beim Namen nennen. Denn es gibt es eine wachsende Zahl von Menschen, die durch das neoliberale Geschäftsmodell ihren Job verloren haben. Auch die Sparer mit ihrer Not (realer) Minuszinsen prägen die allgemeine Stimmungslage. Dass die Niedrigzinspolitik gesamtwirtschaftlich bei drohender Deflationsgefahr geboten sein kann, entzieht sich der Schelte. Auch wird geflissentlich übersehen, dass in Deutschland 40% vom „deutschen Volk, vor allem die sozial Schwachen, über kein Sparvermögen verfügen. Der geschürte politische Hass gilt der schwer durchschaubaren Finanzoligarchie, die wieder als Herrschaft des Judentums diffamiert wird. Also, die Aufgabe lautet, die Finanzmärkte ihrer spekulativen Aktivitäten zu berauben und durch Regulierungen die dienenden Finanzierungsfunktionen für die Wirtschaft und Gesellschaft zu stärken. Das nützt der ökonomischen wie demokratischen Stabilisierung. Eine lebenswerte Zukunft verlangt die Zivilisierung der Finanzmärkte durch eine sozial gerechte Einkommens- und Vermögensverteilung, mit der der Zufluss von Geldkapital gebremst und die Finanzierung der Realwirtschaft mit nachhaltigem Wachstums gestärkt wird.+++

⁸ Manuel Funke, Moritz Schularick, Christoph Trebesch,, **Going to extremes: Politics after financial crises, 1870–2014**; in: [European Economic Review](#), 2016, vol. 88, issue C, 227-260