

IAW-Colloquium
12. 2. 2019 in Bremen

**FINANZMARKTGETRIEBENER KAPITALISMUS:
URSACHEN, NEUE KRISENRISIKEN, REFORMALTERNATIVEN**
Im elften Jahr nach der Finanzmarktkrise

Vortrag und Diskussion

Prof. Dr. Rudolf Hickel



Im elften Jahr nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise:

***Angst vor neuer Krise der Finanzmärkte mit Rückwirkungen auf die Realwirtschaft:
Hohe Volatilitäten auf den Finanzmärkten, Unsicherheit mit Investitionsattentismus***

Zur Erinnerung:

Am 15. September 2008: Lehman Brothers Absturz - Ausbruch eines lang angelegten, weltweiten Absturzes der Finanzmärkte mit der Wirkung einer Systemkrise

Die Ursachen dieser Finanzmarktkrise verstehen, das ist die Voraussetzung, künftige Turbulenzen zu begrenzen bzw. zu beherrschen.

Fragen:

- * Sind die bekannten (alten) Risiken zumindest derart reduziert, dass eine neue Systemkrise ausgeschlossen werden kann?
- * Gibt es neue Risiken – beispielsweise (unkontrollierte) Schattenbanken / faule Kredite?

Meinungen zur und Umgang mit der Gefahr einer neuen Finanzkrise

- * Umfragen bei Unternehmen (auch Ifo-Geschäftsklimaindex): Absturzängste einer neuen Finanzmärkte groß mit Folgen für das Investitionsverhalten**
- * Urteil der Expertinnen und Experten aus Politik: Ein neuer Finanzmarktabsturz wird mit den bisherigen Rettungsfonds nicht mehr zu bewältigen sein**
- * Protestbewegungen: One-issue- Movement der Occupy-Bewegung zusammengebrochen; heute diffuse, politisch hoch explosiven „Gelbwesten-Protteste“**
- * Wachsamkeit der Institutionen Aufsicht Finanzmärkte hoch (Bankenaufsicht EZB; BIZ BaFin; Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht über Banken, Finanzdienstleister, Versicherer und Wertpapierhandel)
Auch die Deutsche Bundesbank in Finanzstabilität-Reports sehr problembewusst (Claudia Buch)**
- * Wahrnehmung in der Wirtschaftswissenschaft: mal wieder sehr gespalten**
 - + Gruppe der Warnenden: im SVR und vereinzelt aus der Wissenschaft (Martin Hellwig)
 - + Kritische Analysen aus den USA (Robert Shiller / Joseph Stiglitz / George Akerlof)
 - + Mainstream: Finanzkrise nur ein „Unfall“, Markteffizienz nach wie vor (Eugene Fama)

Erkennen und verhindern neuer Finanzmarktkrisen verlangt:
Die Ursachen der lang angelegten Finanzmarktkrise von 2007/2008

Es geht um die lang angelegte Entwicklungsdynamik vom **produktionswirtschaftlich basierten Wirtschaftssystem zum finanzmarktgetriebenen Kapitalismus**: Die Anlagestrategien auf den Finanzmärkten dominieren machtvoll die Entwicklung der Gesamtwirtschaft und Politik.

- * Hierarchie der Märkte verschiebt sich zugunsten der Finanzmärkte
Wachsende Abhängigkeit der Produktionswirtschaft
- * Machtkonzentration auf die Megaakteure im Finanzmärktesystem
(Gegen Insolvenz: too big to fail)
- * Mit dem Streit mehr/weniger Markt / Staat sind die fundamentalen Veränderungen nicht zu erfassen.
- * Der Rückgriff bei der Analyse auf frühere Krisen (etwa Tulpenkrise; oder Börsencrashes) hilft wenig.

Es handelt sich um die lang angelegte, erste Krise der finanzmarktgetriebenen Epoche der Globalisierung

Ursachen / Triebkräfte / Fehlentwicklungen

1. Dominanzgewinn der Finanzmärkte gegenüber der Realwirtschaft; Tendenz zur finanzmarktgetriebenen Gesamtwirtschaft mit wachsenden Spekulationsrisiken

Kernprozess der relativen Entkoppelung: Expansion hoch spekulativer Geschäfte

- * Weltfinanzsystem wächst schneller als die Weltwirtschaft! (MacKinsey-Studie:1990 bis 2007)
 - **Weltweites Anlagevermögen:** ver-4,6-facht (von 43 auf 196 Bill. US\$)
 - **Weltbruttosozialprodukt:** ver-2,5-facht (von 22 auf 55 Bill. US \$)

*Volumen der Finanztransaktionen 75-fach so groß wie Weltproduktion

*Volumen Derivategeschäfte 1990-2011: 4-fach BIP / 300-fach

*Volumen Devisengeschäfte 1990-2011: 4-fach BIP / 6,5-fach
(von 147 Mrd. € auf 955 000 Mrd. €).

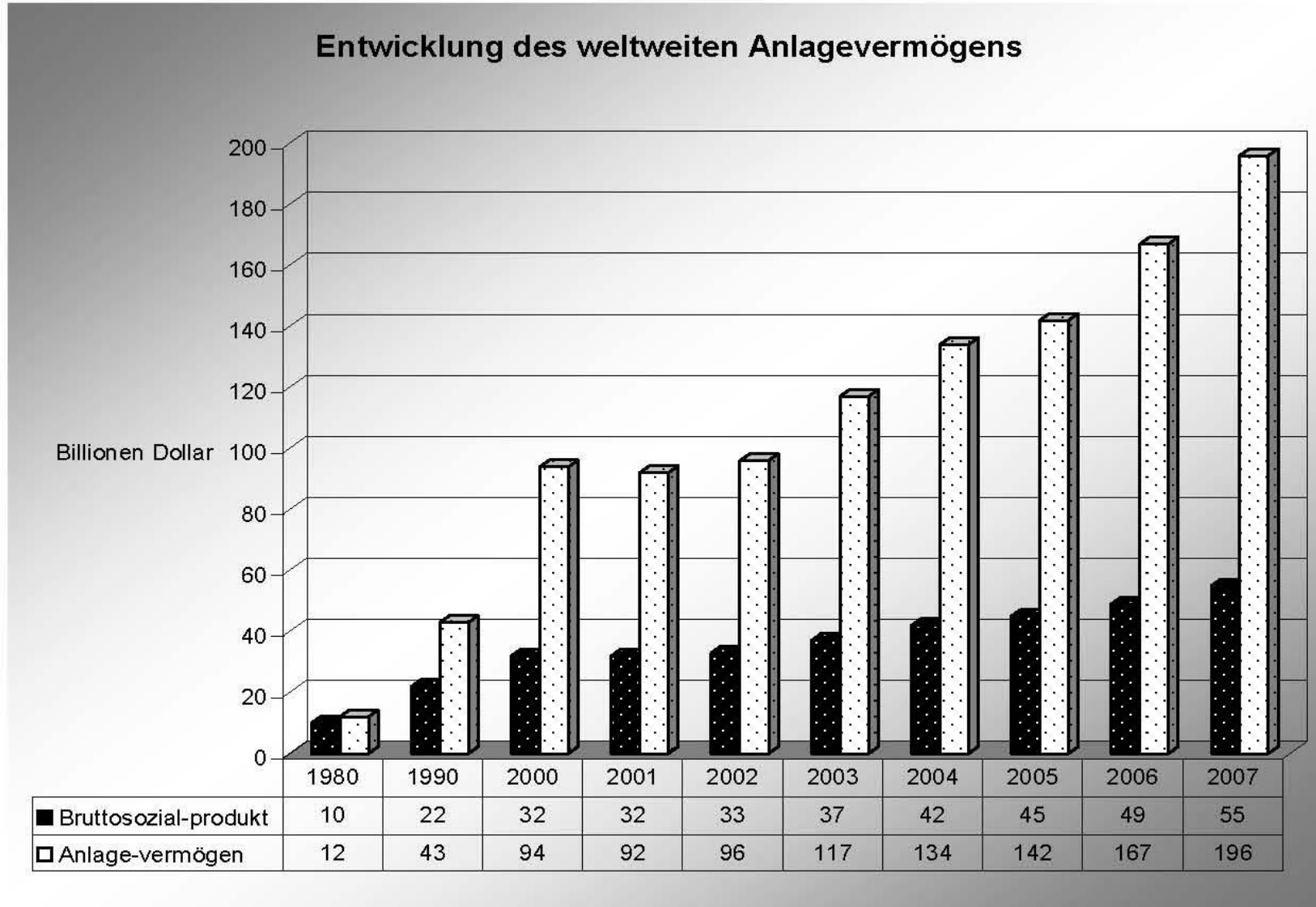
Anteil der Spekulationsgeschäfte mit Devisen gegenüber der normalen Absicherung gegen Wechselkursrisiken der Realwirtschaft nimmt zu.

Eine lange nicht wahrgenommene (Fehl-)Entwicklung:

Weltfinanzsystem wächst schneller als die Weltwirtschaft! (McKinsey-Studie:1990 bis 2007)

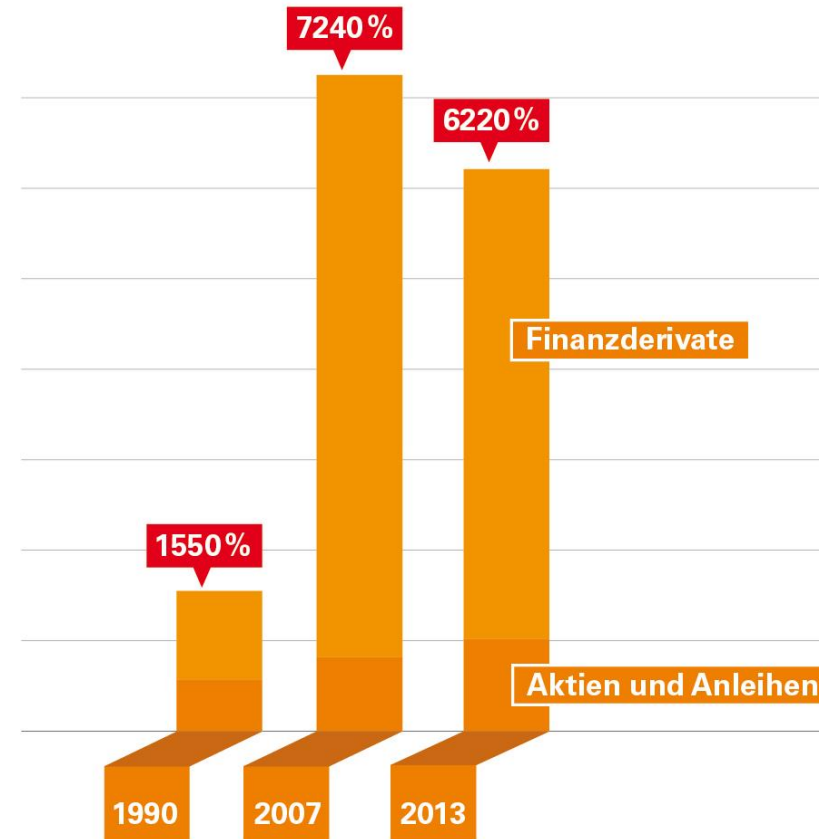
- **Weltweites Anlagevermögen:** ver-4,6-facht (von 43 auf 196 Bill. US\$)

- **Weltbruttosozialprodukt:** ver-2,5-facht (von 22 auf 55 Bill. US \$)



Realwirtschaft tritt in den Schatten

Gemessen am Weltsozialprodukt betragen die Umsätze an den Finanzmärkten ...



Quelle: Schulmeister 2014 | © Hans-Böckler-Stiftung 2014

2. Die alten/ neuen Finanzmarktakteure

Trend: Zuerst haben die traditionellen Großbanken die Spekulationsinstrumente in ihr Geschäftsmodell (Investmentbanking) aufgenommen, dann kamen (unregulierte) Finanzmarktakteure hinzu:

- * Investmentbanking der regulierten Banken (vor der Finanzmarktkrise)
- * Bankenähnliche Fonds: Staubsauger, die weltweit Anlagen mit Renditeversprechungen auf sich konzentrieren und Renditeobjekte suchen / schaffen:
Hedgefonds / Private Equity Fonds / Investmentfonds, Geldmarktfonds, passive Aktienfonds (ETF), Verbriefungsgeschäfte-Zweckgesellschaften

Zwei Eigenschaften

- * Hohe Konzentration auf den Finanzmärkten und mit Marktmacht ausgestattet
- * Mit den über Finanzmärkte vermittelten Anlagegeschäften Einfluss auf die Realwirtschaft nehmen.

Die Trennung zwischen **Produktionswirtschaft** gegenüber den (dienenden) **Finanzierungs-institutionen** verwischt sich.

3. Woher kommt das (überschüssige) Anlagekapital auf den Finanzmärkten?

Drei Quellen, die den Druck im Finanzmarkt-Kessel erhöhen:

- * Vermögens- und Einkommenskonzentration: Sparkapital sucht rentierliche Anlage
- * Unternehmen verwenden immer mehr Gewinne für Finanzinvestitionen statt Sachinvestitionen.
- * Anlagedruck durch die Pensionskassen bzw. Versicherungsunternehmen

Grundtendenz Übersparen!

Die Wohlstandsfrage nach J.M. Keynes: Mit wachsendem Einkommen, das mit der Produktion entsteht, nimmt bei gleichzeitig steigender Einkommens- und Vermögenskonzentration der konsumtive verausgabte Anteil zugunsten der Geldkapitalbildung ab.

Die Folgen: Einerseits fehlt es an konsumtiver Nachfrage nach der Produktion.

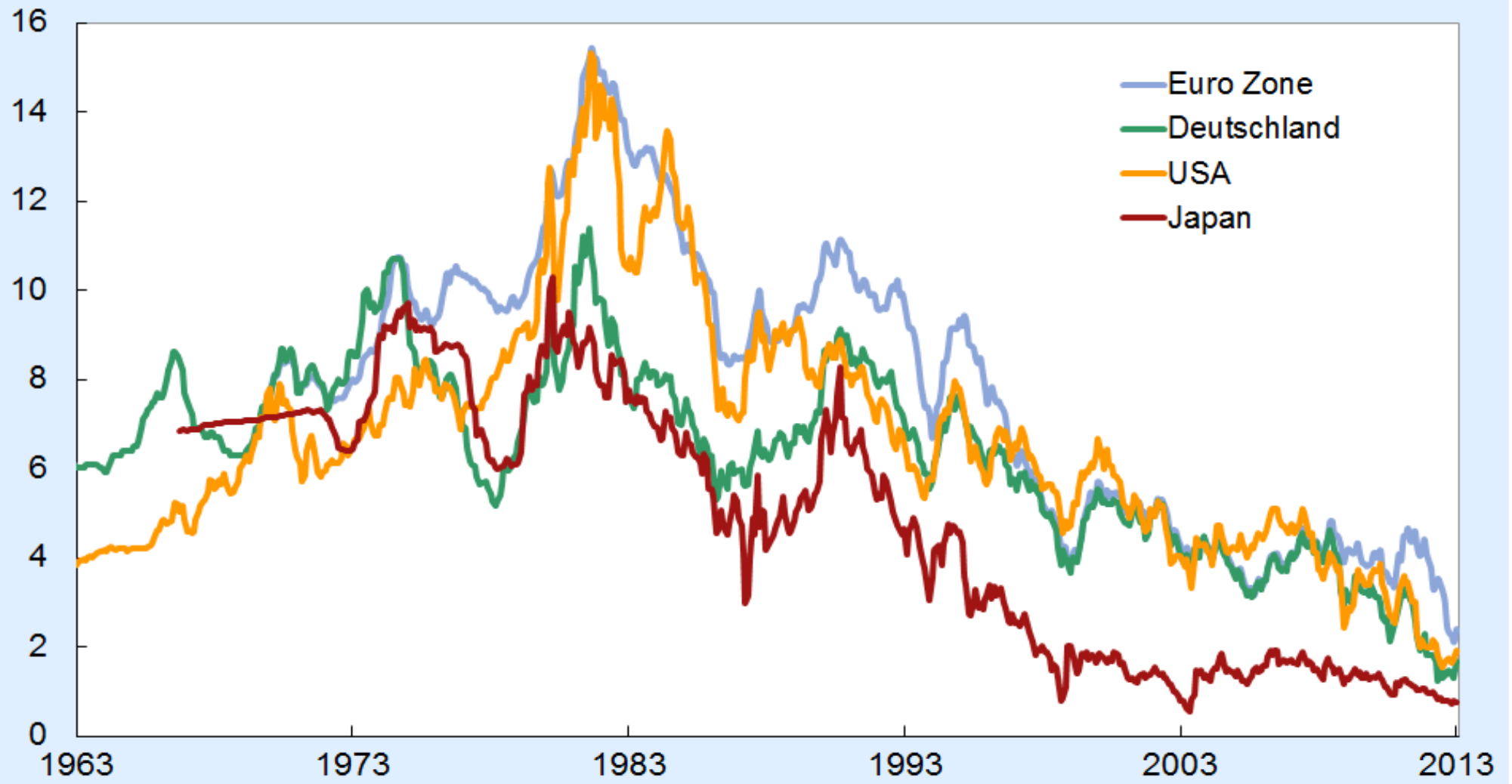
Andererseits füllen private Investitionen die Lücke nicht automatisch aus – und der Staat zieht sich mit Austeritätspolitik auch zurück.

Also, wachsender Anteil an erwirtschafteten Einkommen nicht zur Finanzierung realwirtschaftlicher Ausgaben, sondern Abwanderung auf die Finanzmärkten.

Geldkapitalbildung > produktive Verwertung!

Beispiel einer Folge des Übersparens: Weltweit tendenzieller Fall der Realzinsen

Langfristige Zinsen ¹⁾



1) Government Bond Yields (10 Jahre)
Quelle: EcoWin

4. Auf der Suche nach neuen Finanzmarktprodukten (Finanzmarktinnovationen, Warren Buffet „Massenvernichtungswaffen“)

Kreation **hochriskanter, virtueller Finanzmarktprodukte** („Alchemisten“ auf den Finanzmärkten):
Derivate, Mehrverfachverpackung von Forderungen,
Mortgage Backed Securities (durch Hypotheken gesicherte Wertpapiere);
CDO- Collateralized Debt Obligation; CLO- Collateralized Loan Obligation,
CDS-Credit Default Swaps

Kern der Subprime Crises: Mehrfach verpackte und damit versteckte Risiken von Hypothekenkrediten

- * Zertifikate (Wetten auf Indexentwicklung), Leerverkäufe, Zinsdifferenzwetten (Spread Ladder swaps eingesetzt auch in deutschen Kommunen, Pforzheim)
- * **Zinswetten** (Derivategeschäfte) auch durch deutsche Bundesländer (Berliner Flopp: Kauf von 132 Derivaten mit Gesamtvolumen 7,7 Mrd. €; September 2018 Barwert minus 1,7 Mrd. €)

Die Folgen:

- * Über die Finanzmarktgeschäfte wird die Gesamtwirtschaft volatiler /instabiler/krisenanfälliger.
- * Verlust an Determinismus / Krisendynamik der Finanzmärkte

Vier Länder zocken ganz besonders

Derivateeinsatz in den Bundesländern in Mrd. Euro

Land	ja/nein	seit	Anzahl	Nominalwert	Barwert
Hessen	ja	1993	182	20,56	-4,20
Baden-Württemberg	ja	1990	50	7,97	-4,10
Bremen	ja	1994	164	30,20	-3,20
Berlin	ja	1996	137	7,70	-1,70
Rheinland-Pfalz	ja	1990	116	12,90	-0,58
Hamburg	ja	1996	36	2,52	-0,38
Brandenburg	ja	1998	127	10,44	-0,31
Niedersachsen	ja	1993	27	6,65	-0,15
Schleswig-Holstein	ja	1994	343	32,30	-0,12
Sachsen-Anhalt	ja	1996	345	13,53	0,47
Nordrhein-Westfalen	ja	1990	500	36,30	1,00
Bund	ja	2002		249,30	4,1*
Bayern	nein				-
Mecklenburg-Vorpommern	nein				-
Sachsen	nein				-
Thüringen	nein				-
Saarland	ja	1996	46	2,42	nicht bekannt

5. Wie sind für das Anlage suchenden Geldkapital Geschäftsmodelle geschaffen worden? Neue Finanzmarktprodukte durch die Politik der Deregulierung und Privatisierung

Abbau der Regulierungen an den Mega-Finanzplätzen

* Auslöser für die weltweite Finanzmarktkrise:

27. Oktober 1986: BigBang am Finanzplatz London durch Maggy Thatcher

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).

* Folgewirkung: Internationaler Wettbewerb um Deregulierungen

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 Warenterminmärkte** und damit die Zulassung reiner Spekulationsgeschäfte mit Nahrungsmitteln hinzu.

In Deutschland setzt die Deregulierung verzögert und weniger aggressiv ein.

6. Die Folgen der Finanzmarktkrise in Deutschland

Als auch mit Wirkungen in Deutschland (nach dem 15.9. 2008) die weltweite Spekulationsblase platzte...

Zuerst der moralische Appell (Moral Suasion) durch Merkel/Steinbrück am 5. Oktober 2008:

„Ihre Einlagen sind sicher“ – geschätztes Gesamtvolumen ca. 1,5 Bio. €

Der Sturm auf die Bankkonten („schwarzer Montag“) blieb aus, eher Wechsel der Einleger zu den (dienenden) Sparkassen / Volksbanken

Vertrauenskrise in das Bankensystem

* Banken brechen zusammen bzw. müssen gerettet werden:

Zahl der Notfälle vergleichbar niedrig. Eine Ursache: stabiler Sparkassen- und Volksbankensektor

* Rettungsfonds für systemische Banken bei weitem nicht voll ausgeschöpft: Von 500 Mrd. € bis Ende 2017 nur 59 Mrd. € (am Ende ca. 69 Mrd. €) beansprucht

Erfolgreiche Politik nach dem Absturz der Realwirtschaft in Deutschland

* Bruttoinlandsprodukt 2009 um knapp 5% abgestürzt; schnelle Erholung ab Sommer 2009

* Erfolgreich gegengesteuert mit den keynesianischen Konjunkturprogrammen I und II

* Verlängerung des Kurzarbeitergeldes zur Vermeidung des Jobabbau

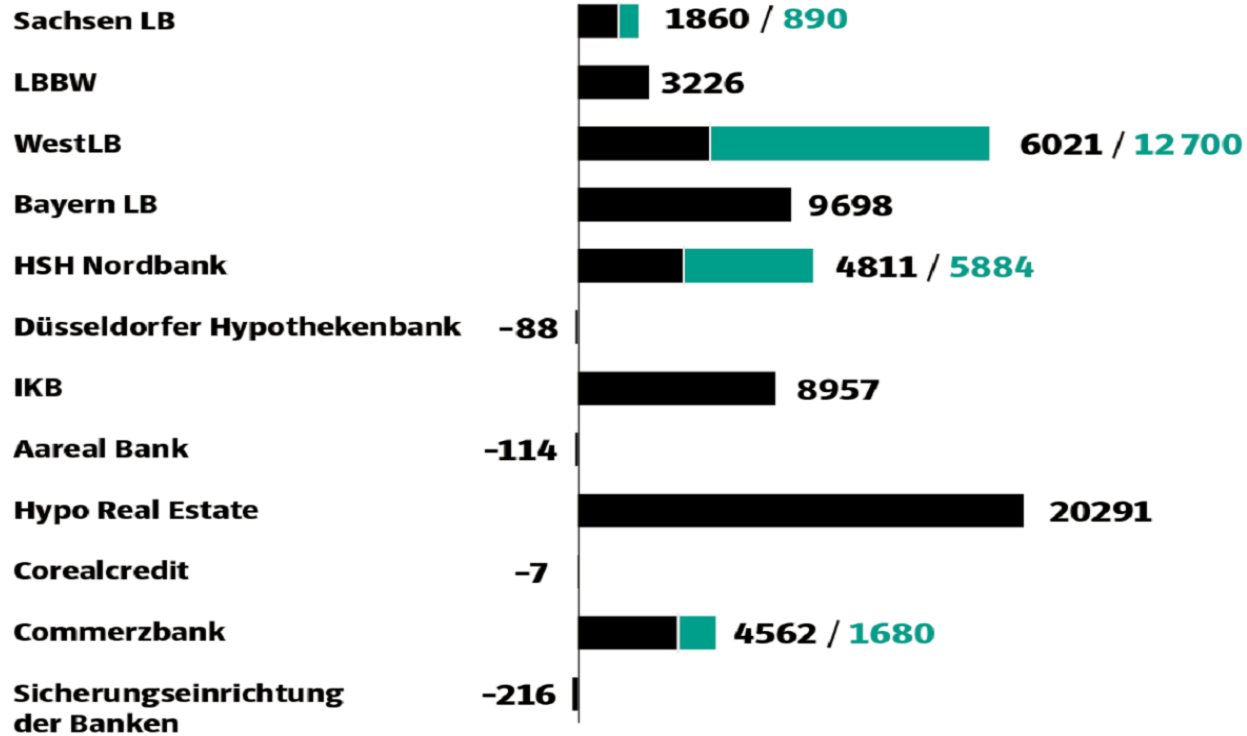
Was die Bankenrettung kostet

Gesamtkosten bis heute



Kosten und Risiken je Bank*
Angaben in Millionen Euro

■ Gesamtkosten
■ offene Risiken



7. Exkurs: Rolle der Wirtschaftswissenschaft beim Erkennen und Erklären der Finanzmarktkrise

Fast eine Parabel: „Versagen der kollektiven Vorstellungskraft“

Queen Elizabeth II fragt auf einer Veranstaltung der London School of Economics im November 2008: „Wie konnte es passieren, dass niemand diese Krise vorhergesehen hat?“

Der versammelte Sachverstand blieb ihr eine Antwort schuldig. Erst Monate später schickten die renommiertesten Professoren der Königin einen Brief: „Ihre Majestät, es war ein Versagen der kollektiven Vorstellungskraft vieler kluger Menschen.“

Die Kontroverse innerhalb der Wirtschaftswissenschaft zum Umfang mit der Finanzmarktkrise

Vergleichbar der Politik: unmittelbar nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise

- * Heftige Diskussionen über die Ursachen, Folgen und Therapien in der Ökonomik**
- * Mit wachsendem zeitlichem Abstand zur jüngsten Finanzmarktkrise gewinnt die Interesselosigkeit wieder die Oberhand (business as usual).**
- * Im Zuge der Regulierungen wird das Problem der Überregulierungen entdeckt.**

Die drei Strömungen in der Ökonomik:

1. **Marktoptimistische Ökonomik** mit Modellen, die Unsicherheiten und mathematisch nicht kalkulierbare Risiken ignorieren. Vom „Homo oeconomicus“ abweichendes, durchaus realistisches Verhalten wird ignoriert. Die Finanzmarktkrisen gelten als singulärer „Unfall“.

Finanzmärkte werden als sich am Ende immer **selbststabilisierende Systeme** betrachtet. Unterstellt wird, die Märkte verfügten etwa bei Börsenkursen über die Fähigkeit, vollkommene Informationen - auch über künftige Wirkungen einzelwirtschaftlicher Entscheidungen heute - zu verarbeiten. Zentral ist die Effizienzmarkthypothese, nach der spekulative Preise in den aktuellen Marktfindungsprozess durch die Einzelakteure „eingepreist“ seien. Dafür steht Eugene Fama. Es gibt keine Blasen, also irrationale Preisbildung. Dieser „Mythos vom rationalen Markt“ (E. Famas Behauptung: „der Markt weiß alles“) ist nicht erst durch die Finanzmarktkrise widerlegt worden.

2. Moderne, realistische Finanzmarktanalyse in der Tradition des durch J.M.Keynes entwickelten Spekulations- bzw. **Kasinokapitalismus**: Animal Spirits, irrational Exuberance mit der Dominanz des Herdentriebs stehen im Vordergrund. Entwickelt wurde die „behavioral economics“ (u.a. Minsky/ Shiller / Stiglitz / Akerlof). Hinzukommt der Einfluss von Propaganda / Erzählungen (Robert Shiller „narrative Economics“). Die Behavioral Finance Theorie widerspricht dem in vielen wirtschaftswissenschaftlichen Lehrbüchern postulierten Homo oeconomicus. Spekulationen lassen sich in Modellen nicht abbilden.

Fazit: Die **finanzielle Instabilität** heute nicht mehr, wie erklärt, umkehrbar. Die neue Krisenanfälligkeit zur „Natur“ des Wirtschaftssystem. Determinismus (Gewinnsteigerung → höhere Investitionen) schwindet!

Exkurs: Marx, der Vordenker des finanzmarktgetriebenen Kapitalismus (Kasinokapitalismus)

- * Vor allem im 3. Band „Das Kapital“ wird die Suche nach neuen profitwirtschaftlichen Verwertungsmöglichkeiten auf den Finanzmärkten beschrieben (neue Bewegungsspielräume).
- * Geld dient nicht mehr nur dem Prozess der Mehrwertschaffung in der Produktionssphäre.
- * Es geht um den sich selbstverwertenden Wert, um „Geld heckendes Kapital“ :

„Das gesellschaftliche Verhältnis ist vollendet als Verhältnis eines Dings, des Geldes, zu sich selbst. ... Es wird ganz so Eigenschaft des Geldes, Wert zu schaffen, Zins abzuwerfen, wie die eines Birnbaums, Birnen zu tragen.“ K. Marx, Kapital III, MEW 25, 404f.

Produktionskapitalismus:

G – W – G´: Einsatz von Geld (G) schafft Wert (W), der mehr bringt als der Geldeinsatz (G´)

Die Illusion des Kasinokapitalismus:

G – G´: Geld schafft Geld (durch Spekulationen); also ohne Wertschöpfungsbasis

Das Beispiel: Volatilität der Aktienkurse

Durch die Finanzmärkte getriebenen Veränderungen der Kurse der Eigentumstitel an Aktiengesellschaften

„ ...wird mehr und mehr zum Resultat des **Spiels**, das an der Stelle der Arbeit als die ursprüngliche Erwerbsarbeit von Kapitaleigentum erscheint“ (in: Das Kapital, 3. Band. MEW Band 25, S. 495 S- 495 .

8. Was ist nach dem Schock durch die Finanzmarktkrise passiert?

Politik der Ordnung der Finanzmärkte durch Regulierungen

Makroprudenzielle (gegen Systemrisiken) und mikroprudenzielle Instrumente

Die Aktivitäten

- * Eigenkapitalanforderungen erhöht / Leverage Ratio
- * Strengere Regeln bei der Kreditvergabe (Bonitätsanforderungen)
- * Ansätze zur Trennung von Kundengeschäften gegenüber spekulativem Investmentbanking
- * Regulierung der Derivategeschäfte sowie des „over-the-counter“-Handels
- * Regulierung der Arbeit der Ratingagenturen
- * Einschränkungen beim Hochfrequenzhandel (Handel in Millisekunden, das ist eine Tausendstel Sekunde oder in Mikrosekunden)
- * Verschärfte Pflichten bei der Beratung für Anlageprojekte (Abbau der Bonusregeln)
- * Beteiligung der Banken an der Einrichtung eines Rettungsfonds (demnächst in der EU)

Die Kritik

- * Eine Flut von teils nicht ausreichend treffsicheren Regulierungen / Bürokratieaufwand
- * Zu wenig Differenzierung nach dem Ausmaß der Krisenverursachung
(etwa Gleichbehandlung von krisenverursachenden Großbanken gegenüber Sparkassen)

Die Finanztransaktionsteuer: Bisher am Widerstand der Interessen der Finanzmarktlobby gescheitert!

Idee: Preis für den Handel mit Finanzmarktinstrumenten (Beispiel Aktien) so verteuern, dass die Umsätze zurückgehen!

Ideengeber:

- * **John Maynard Keynes:** Die Einführung einer nicht unerheblichen Verkehrssteuer auf alle Transaktionen könnte sich als die brauchbarste Reform im Hinblick auf die Abschwächung der Vorherrschaft der Spekulation über Unternehmen in den Vereinigten Staaten, die zur Verfügung steht, erweisen.“ („The General Theory of Employment, Interest and Money“ 1936)
- * **James Tobin** 1972 (sog. Tobinsteuer) zuerst nur auf Devisen (0,05-1,0% Steuersatz) zur Stabilisierung der Wechselkurse; in einem späteren Interview („SPIEGEL“ 2001) stark relativiert.

Vorschlag der EU-Kommission von 2011: 0,1% auf Aktien und Anleihen, 0,01% Derivate von Aktien und Anleihen (Devisenumsätze herausgenommen)

Auch Realisierung durch Ländergruppe innerhalb der EU bisher gescheitert.

Dilemma:

Lenkungsfunktion: Je höher Steuersatz, um so stärker sollen Spekulationsgeschäfte eingeschränkt werden

Finanzierungsfunktion: Niedrige Steuersätze, kaum Veränderung der Umsätze, hohe Steuereinnahmen

Finanztransaktionsteuer sehr ergiebig (Finanzmittel für weltweite Sozialprojekte, Robin Hood Steuer)

1. Ein wichtiges Beispiel der Bankenregulierung: Die Eigenkapitalvorschriften nach „Capital Requirement Regulation (CRR)“ durch Basel III

Gesamtrisikobetrag aus den Kreditrisiken, dem operationellen Risiko, dem Marktpreisrisiko und dem Risiko einer Anpassung der Kreditbewertung (sog. CVA-Risiko) im Verhältnis zum Eigenkapital (im Kern: Eigenmittel zu risikogewichteten Aktiva).

Ermittlung der Kapitalquote

$$\text{Kapitalquote} = \frac{\text{Kapital (Eigenmittel)}}{\text{Gesamtrisikobetrag}} \\ \text{(Kreditrisiko + operationelles Risiko + Marktrisiko + CVA-Risiko)}$$

Deutsche Bundesbank

Nach Artikel 92 CRR müssen Institute zu jedem Zeitpunkt folgende Eigenmittelanforderungen erfüllen:

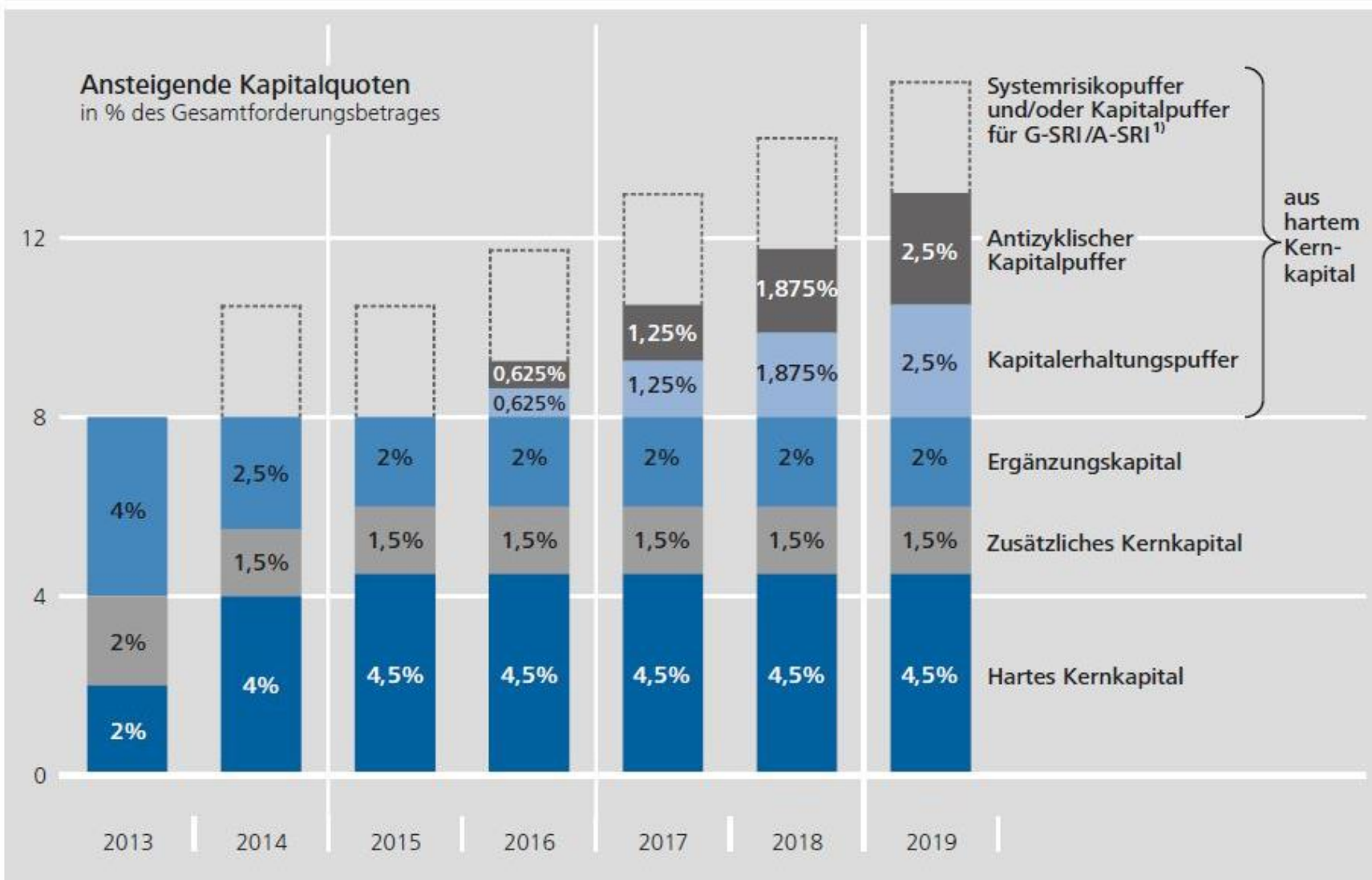
- eine harte Kernkapitalquote von 4,5 % (Tier 1)
- eine Kernkapitalquote von 6,0 % (nachrangig) (zusätzliches Kernkapital; Additional Tier 1 Capital)
- eine Gesamtkapitalquote von 8,0 % (Ergänzungskapital zum Gläubigerschutz bei Insolvenz)

Kritik: Eigenkapitalquoten zu niedrig (M. Hellwig): Forderung bis zu 30%

2. Nach Ermessen der Aufsicht wird Leverage Ratio berücksichtigt:

Aufsichtsrechtliches Kernkapital : Gesamtengagement (Bilanzsumme) = 3 % (derzeit)

Übergangsvorschriften für Kapitalquoten und Kapitalpuffer



Makroprudenzielle Maßnahmen:

Puffer machen das System krisenfester und schützen die Realwirtschaft!

Zielgrößen:

- * Kapitalerhaltungspuffer: 2,5%
- * Puffer für antizyklische Risiken 2,5%
- * Puffer für global systemrelevante Banken: 1-3,5%
- * Puffer für national systemrelevante Banken: 2%

¹ G-SRI = global systemrelevante Institute, A-SRI = anderweitig systemrelevante Institute. Falls ein Institut mehreren dieser Puffer unterliegt, gilt grundsätzlich nur der höchste dieser Puffer. Gilt der Systemrisikopuffer jedoch nur für Risikopositionen, die in dem Mitgliedsstaat belegen sind, der den Puffer festlegt, so ist die Anforderung additiv zu einem ggf. anwendbaren Kapitalpuffer für G-SRI oder A-SRI.

Eine wichtige Lehre aus der Krise
des hoch spekulativen
Finanzmarktsystems:

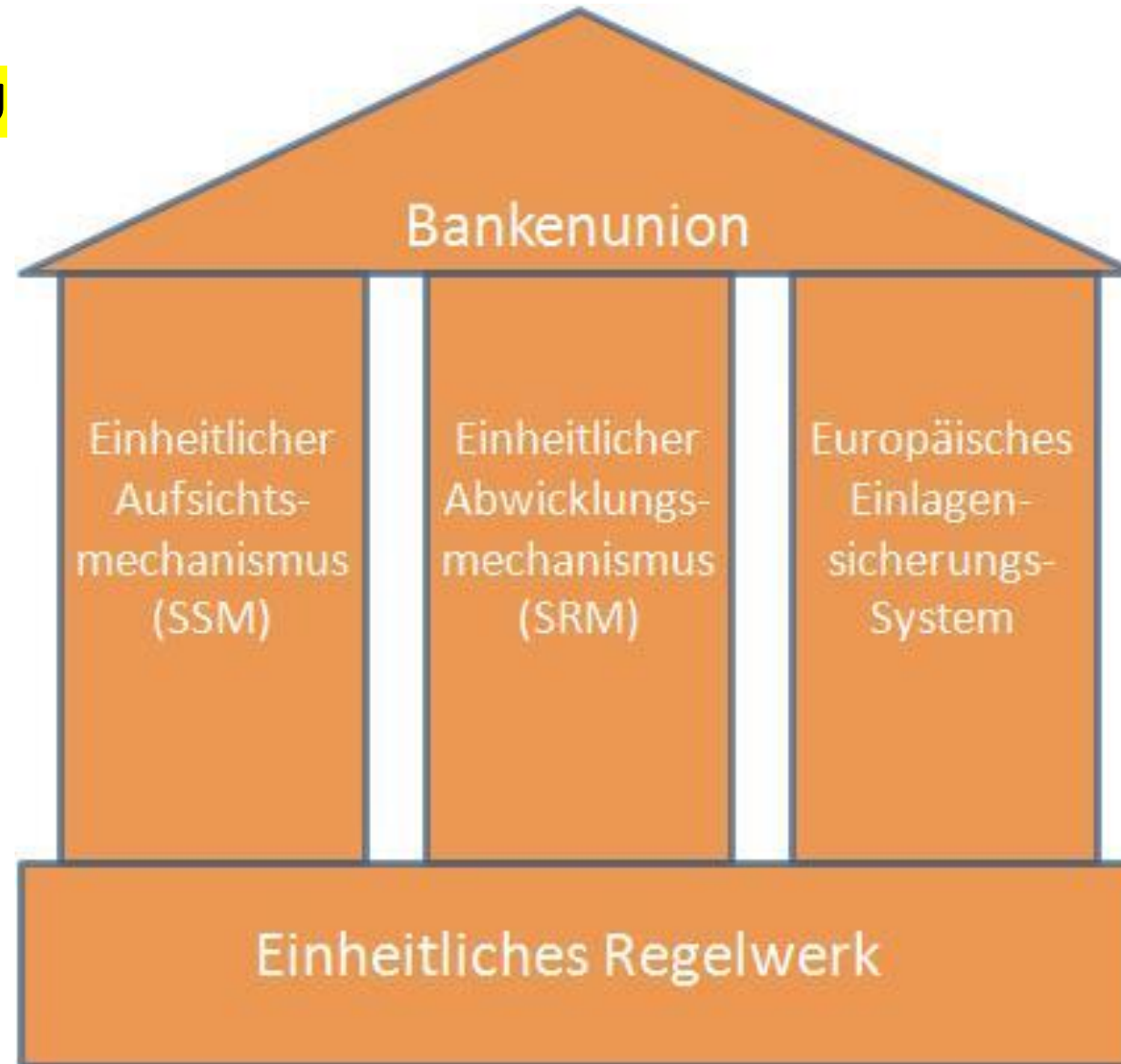
Die Bankenunion der EU

Einheitlicher Abwicklungsfonds:

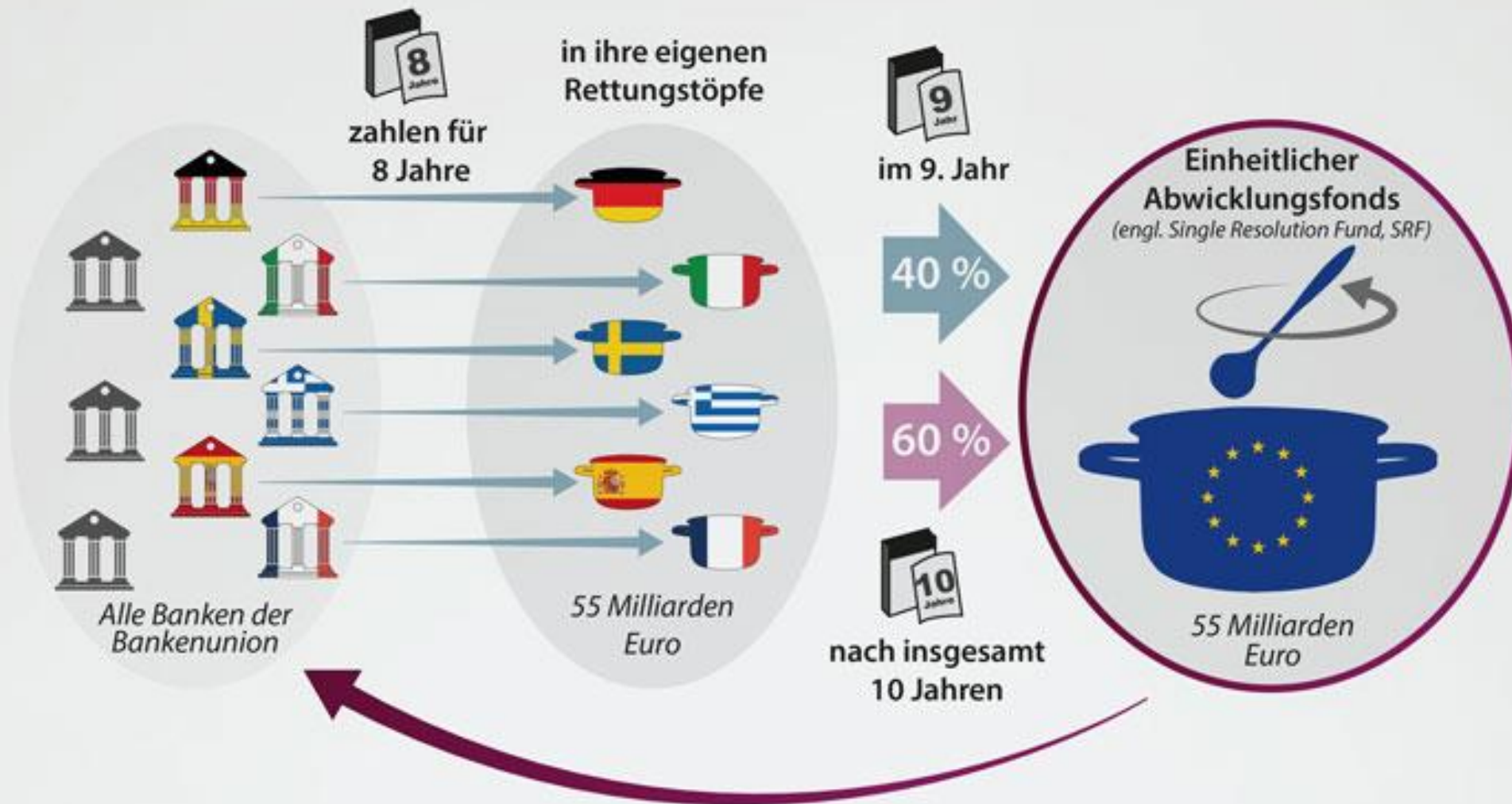
Statt „bail-out“-jetzt
„bail-in“-Prinzip

Mindestens bis 8% der
Bankengläubiger
werden an Abwicklung
beteiligt!

Einheitlicher Abwicklungs-
fonds bis 55 Mrd. €



Füllung des Abwicklungsfonds SRF



Zur Rettung von Banken der Bankenunion
die in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind

9. Die aktuellen Risiken einer erneuten, systemgefährdenden Finanzmarktkrise

1. Die bisher bekannten Risiken sind nur unzureichend eingedämmt worden.
2. Kehrtwende der Politik unter dem Druck der Finanzmarktlobby: Zurück zur Deregulierung!
Vor allem in den USA (Trump kippt Obama-Reform von 2010 mit Volker-Regel)
3. Instabilität der EU /EWS(Renationalisierung – Bremse beim Ausbau der Vergemeinschaftung)
Sonderproblem BREXIT: 26 Institute wollen nach Frankfurt a.M. umziehen.
Wird der EU-Pass für Banken in London abgeschafft?
4. Neue Krise des Eurosystems (EWS) (Krisenzentrum Italien?)
3. Die Wucht neuer Risiken der Finanzmärkte ist unübersehbar.

Bei der Ursachenanalyse zu den Finanzmarktkrisen wird übersehen:

Der Druck im Kessel entsteht durch Anlage suchende Vermögende und Einkommensstarke.

10. Die dominierenden neuen Risikokomplexe

- Wachsendes **Kreditrisiko**: So lange Wirtschaftswachstum stabil bleibt und Niedrigzinspolitik anhält bewältigbar
 - * Die **Schuldenberge** wachsen (globale Schulden 250% der Weltwirtschaftsleistung)
 - * **Notleidende (non-performing-loans, faule) Kredite** nehmen zu (allein in der EU über 700 Mrd. € faule Kredite)
 - * **Gelockerte Kreditvergabe** (covenant-lite-loans; Cov-lite)
 - * **Zombie-Unternehmen** belasten die Kreditwirtschaft (Hoher Anteil kurzfristiger Kredite an Fremdkapital, permanente Verluste, Anteil in Deutschland ca. 7%)
- Risiko Staatsschulden (auch durch steigende Zinssätze schlägt auf Banken durch. Daher: **Entkoppelung der Staatsschulden von Bankenrisiken**)

Ein erster Schritt: Eigenkapitalhinterlegung durch Risikogewichte nach Basel III für Staatskredite in den Bankenbilanzen (ab Rating A+ mit 20 % Eigenkapital, ab BB+ 100% Eigenkapital):
Gegenüber dem Status quo müssten Deutsche Banken ihr Eigenkapital um mehr als 1,8 Mrd. € erhöhen.

Auf dem Hintergrund der wachsenden Kreditrisiken:

Risiko der Zinsänderung: Wechsel aus dem Nullzinsregime zum geldpolitisch gewollten Zinssatzanstieg

Gewinner: Vor allem Kreditgeber und Sparer erhalten höhere Zinsen.

Verlierer: Kreditnehmer wie Staat, Unternehmen und andere

Gesamtwirtschaftliche Risiken: Geldpolitische Steuerung über Verteuerung der Liquidität belastet Investitionen; Gefahr einer Deflation

Ist mit einer restriktiven Geldpolitik durch Leitzinserhöhung zu rechnen?

Ein nachhaltiger Anstieg der Zinssätze durch eine restriktive Geldpolitik ist nicht in Sicht:

Überschussliquidität auch wegen der Einkommens- und Vermögenskonzentration hoch.

Künftig wächst eher der Druck auf die Finanzmärkte durch Anlage suchendes Geldkapital!

Zinsgefälle zu den USA bleibt eher gering: Spekulationen im Dollarraum bei steigendem Dollar-Wechselkurs?

Rückblick auf die Nullzinspolitik der EZB: Welche Rolle spielte Geldpolitik für Finanzmarkt-/Eurokrise

Zur Erinnerung

Erfolgreiche Geldpolitik der EZB mit vierfacher Zielsetzung für die Nullzinspolitik

1. Kostsenkung der Kredite zur Stärkung der Sachinvestitionen

2. Politik gegen die drohende Gefahr der Deflation, Umkehr mittelfristig verankerter rückläufiger Inflationserwartungen:
Bis zur Zielinflationsrate von 2% mehr Inflation erzeugen

3. Verschärfung der Eurokrise durch Abschirmung gegen Spekulationsgeschäfte auf den Finanzmärkten ausgebremst

Geldpolitik gegen Spekulanten im Eurosystem *Draghis Ceterum censeo*

(... *Carthaginem esse delendam*“). Am 26. Juli 2012 in London vor einer kleinen Gruppe weltweit für die Finanzmärkte relevanter Investoren: *Whatever it takes!*

(“...was auch nötig ist, um den Euro zu retten. Und glauben Sie mir, es wird genug sein“)

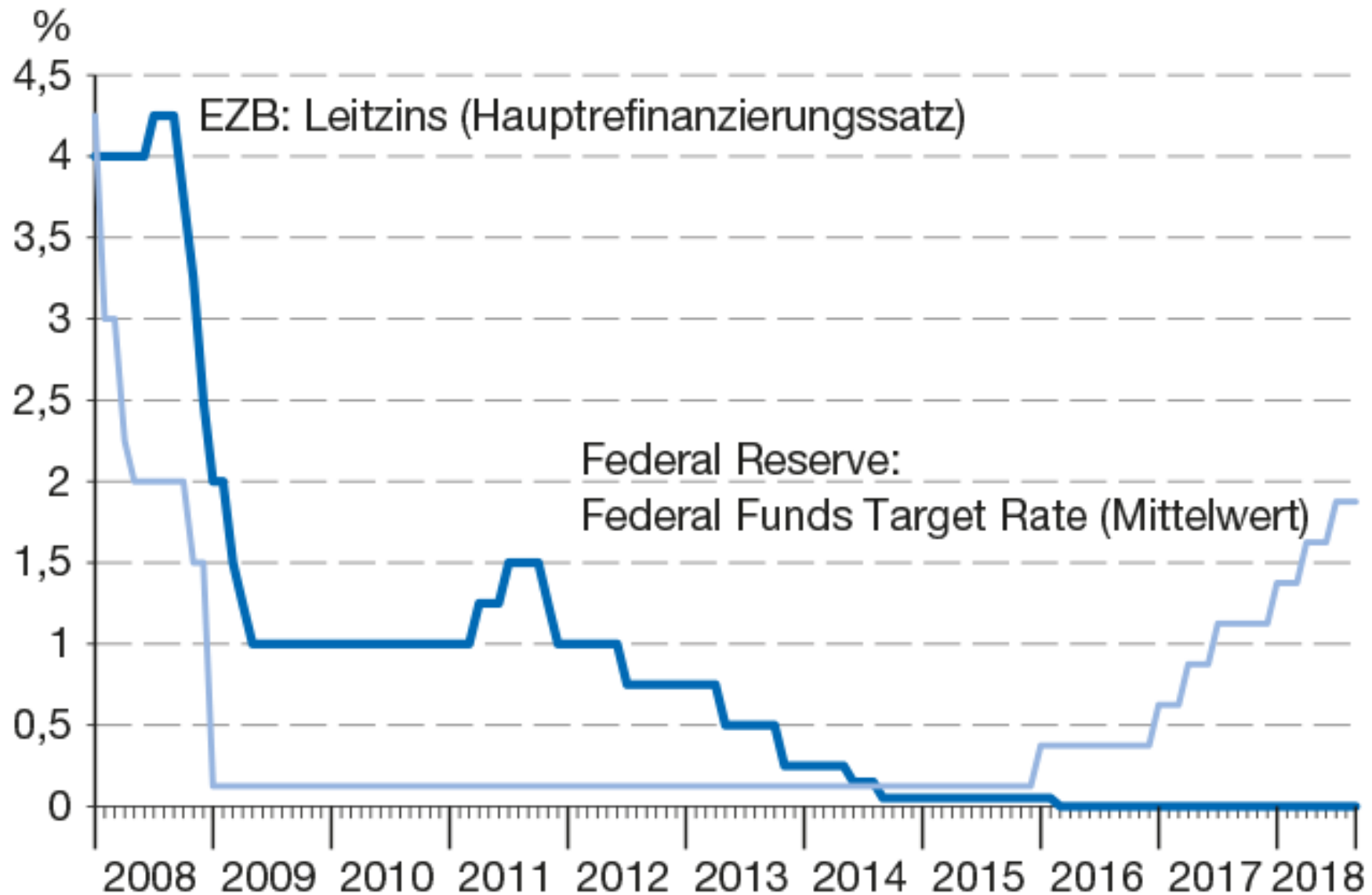
4. *Stabilisierung* des Euro-Finanzsystems: übernimmt auch Funktionen des immer noch nicht funktionierenden Interbankenmarktes, Vertrauen in die Stabilisierung des Währungssystems – trotz Krise!

Der Instrumtenkasten

- **Leitzins** (Hauptrefinanzierungssatz) bei 0,00% (kostenlose Liquidität für Banken)
 - * **Strafzins** für Einlagen der Banken bei der EZB bei -0,40 %
 - * **Anleihkaufprogramm** (Staatsanleihen, gedeckte Schuldverschreibungen, Untenehmensanleihen und ABS) bis Ende des Jahres 2018 pro Monat 30 Mrd.€; Gesamtsumme Anfang Mmai von 2,5 Bio. €.
 - * **Spannendes Programm**: Zielgerichtete langfristige Refinanzierungsgeschäfte (4 Jahre) mit den Banken bei Nutzung für die Kreditvergabe: Zinssatz 0%; beim Überschreiten einer Kreditvergabeschwelle gibt es Rabatte bis zu 0, 4% (orientiert am Strafzins)

Wirkungsanalyse: Zielinkompatibilität : Sinkende Kreditkosten steigende fremdfinanzierte Investitionen wirtschaftlicher Expansion

Entwicklung der Leitzinssätze in den USA und in der Eurozone (Quartalsätze):
EZB wird sich verständlicherweise eher im Niedrigzinsniveau bewegen!



Gefährliche Nebenwirkungen: Die negativen Folgen der Null- bzw. Minuszinspolitik

1. Die durch die EZB geschaffene Liquidität wird nicht zur intendierten Kreditnachfrage, sondern zum **Kauf etwa von Finanzmarktprodukten** (vor allem Aktien) eingesetzt. Geldpolitik treibt Börsenkurse. Der Deflation auf den Warenmärkten steht eine Vermögenspreisinflation (Asset Price Inflation) gegenüber. Mit Kursabstürzen muss gerechnet werden.

2. Die **realen Sparvermögen** verlieren an Wert („Enteignung der Sparer“):

- * Realzinsverluste gab es auch zu Zeiten der Bundesbank (Anfang der 1970er bis Anfang 1980er Jahre Realrendite auf Sparbücher über minus 2%)
- * Besteht kein politisch gesicherter Anspruch auf Marktzinsen
- * Alternativkosten eines Deflationsszenarios (Jobverluste)
- * Folge: Mindestsicherung der Altersvorsorge nicht von Finanzmärkten abhängig machen

Achtung: **Anlageverhalten der privaten Haushalte** ändert sich in Richtung risikostärkerer Anlageformen

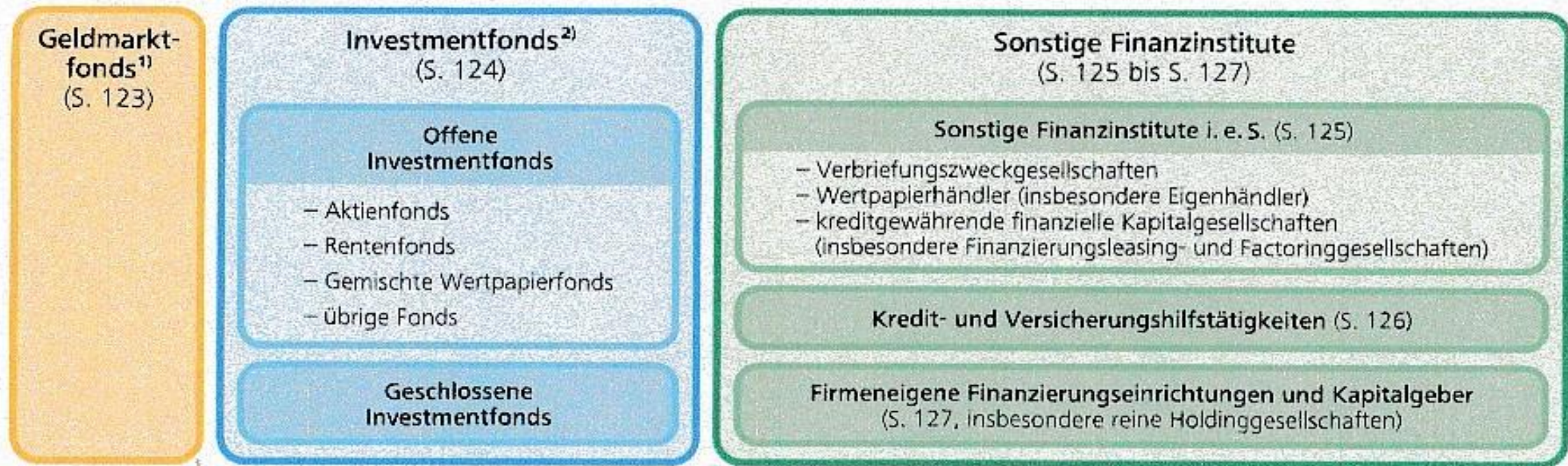
3. Kritik zur **ungerechten Verteilungswirkung**: Geldpolitik belastet die Kleinsparer und fördert die Vermögenskonzentration zugunsten der Reichen (Hinweis durch die Präsidentin der US-Notenbank, Janet Louise Yellen).

Neue Risiken durch Schattenbanken: Bankenähnliche Funktionen außerhalb der Bankenregulierung – Folge der „regulatorischen Dialektik“

2016 mit 7,6% auf 45,2 Billionen US\$ (Financial Stability Board) gestiegen
China mit 7 Billionen US\$ gut 15% Anteil an globalen Schattenbanken

Struktur des Schattenbankensystems^{*)}

Schaubild 1.4.1



* Sektoren S. 123 bis S. 127 nach ESVG 2010. **1** Diese sind in Deutschland vernachlässigbar klein. **2** Ohne Geldmarktfonds.

Deutsche Bundesbank

Das unheimliche Wachstum der Schattenbanken:

Schattenbankensektor umfasst 13 % der finanziellen Vermögenswerte in 29 untersuchten Ländern; Schattenbanken konzentrieren 72 % der Anlagevehikel mit hohen Risiken wie offene Anleihe-, Kredit- oder Hedgefonds auf sich!

Größte Risikoproduktion: Wiederverbriefung von Verbindlichkeiten und Kreditvergabe!

Beispiel BlackRock: größte Schattenbank der Welt

- * ca. 6,3 Bio. \$ Assetvolumen,
- * 15. 000 Unternehmen mit Geldanlagen bei BlackRock,
- * umfangreiche Beteiligungen an Aktiengesellschaften (auch an DAX-Unternehmen bis zu 9% Kapitalanteil)

Charakterisierung von Schattenbanken:

- * Keine Geschäftsbeziehungen zur Zentralbank
- * Keine Einlagensicherung
- * Investmentfonds: mit Run-Risiko
- * Immobilienfonds: Blasenbildung
- * Verbandelt mit reguliertem Finanzsektor

Was passiert, wer haftet, wenn systemisch relevanter Megaplayer der Schattenbanken zusammenbricht?

Erinnerung: **LTCM stürzte 1998** wegen geplatzter Spekulationsgeschäfte ab

Rettungsgelder von US-Notenbank und einem Bankenkonsortium (auch Deutsche Bank)

Gefahr durch Schattenbanken

Assetvolumen weltweit 99 Bio. \$; Risikobezogen 45 Bio. \$

Schattenbanken mit bankenähnlichen Geschäften ohne Regulierungen

(siehe Abbildung: „Struktur des Schattenbankensystems“ der Deutschen Bundesbank)

Beispiel Hedgefonds BlackRock: größte Schattenbank der Welt

- * ca. 6,3 Bio. \$ Assetvolumen,
- * 15. 000 Unternehmen mit Geldanlagen bei BlackRock,
- * umfangreiche Beteiligungen an Aktiengesellschaften (auch an DAX-Unternehmen bis zu 9% Kapitalanteil)

Charakterisierung von Schattenbanken:

- * Keine Geschäftsbeziehungen zur Zentralbank
- * Keine Einlagensicherung für Kunden
- * Investmentfonds: mit Run-Risiko
- * Immobilienfonds: Blasenbildung
- * Gefährlich verbandelt mit reguliertem Finanzsektor

Was passiert, wer haftet, wenn systemisch relevanter Megaplayer der Schattenbanken zusammenbricht?

Erinnerung: **LTCM stürzte 1998** wegen geplatzter Spekulationsgeschäfte ab

Rettungsgelder von US-Notenbank und einem Bankenkonsortium (auch Deutsche Bank)

Zusammenfassung:

Wie kann die Instabilität und damit die Krisenintensität der Finanzmärkte reduziert werden?

Ziel: Dienende Finanzmärkte für Gesamtwirtschaft („Making Banking Boring“, Paul Krugman)

1. Allgemeine und nach Typen differenzierte **Regulierungen** der Institutionen und Produkte (Instrumente) auf den Finanzmärkten
2. **Geschäftsmodelle** der Banken: Von den verselbstständigten Spekulationsgeschäften zurück zur dienenden Funktion für die reale Wertschöpfung
3. Eine attraktive **Produktionswirtschaft** stärken und innovationsfähig halten
4. Speziell: **Finanz- und Geldpolitik** im Dienste eines inflationsfreien und ökologisch fundiertes Wirtschaftswachstums konzentrieren.
5. Triebkraft aus der Einkommens- und Vermögenskonzentration auf den Finanzmärkten durch **Umverteilung** bremsen und damit die effektive Produktionsnachfrage stärken (Abbau der sozialen Spaltung der Gesellschaft, Einkommensstarke und Vermögende massiver in die Besteuerung einbeziehen, Beitrag durch eine Finanztransaktionsteuer, staatliche Sozial- und Infrastrukturpolitik)

Danke für Ihre Aufmerksamkeit mit dem Wunsch
auf eine intensive Diskussion!

