

speziell für eine SPD, die in Umfragen bundesweit unter 30 Prozent liegt, leicht zur kommunikativen Falle werden. Umso zentraler wird die Inhaltsfrage und umso wichtiger, dass sie nicht nur mit der Perspektive des Herbstes 2009 beantwortet wird. Gerade weil die Bankenkrise die vermeintlichen Wahrheiten der Marktradikalen widerlegte.

Die SPD ist im Länderdurchschnitt schwach wie selten zuvor. Ein neuer Führungsanspruch lässt sich aber nur aufbauen, wenn über die Länder neue Stärke wächst. Denn eine inhaltlich neu profilierte Politik im Bund braucht eine Bundesratsmehrheit. Deshalb steht der SPD ein

Etappenweg bevor, auf dem das Jahr 2009 als Startphase verstanden werden kann. Die in der Finanzkrise verstärkten rezessiven Tendenzen werden neue Verteilungskonflikte nach sich ziehen, in denen nicht erneut kleine Einkommen einseitig belastet werden dürfen. Zugleich wird deutlich, wie wenig die neoliberalen Wachstums- und Renditeverheißungen mit wirklicher Problemlösungskompetenz zu tun hatten. Aber es muss diese Debatte jetzt offensiv geführt werden: darüber, auf welchen Werten Wirtschaft und Gesellschaft in Zukunft gründen, wer sie prägt und repräsentiert – und wer nicht.

Jörg Asmussen

Politische Antworten auf die Finanzmarktkrise

Die Industrieländer befinden sich inmitten der größten Finanzmarktkrise seit 80 Jahren. Während zunächst richtigerweise das Krisenmanagement Vorrang hatte, muss nun eine dauerhafte Verbesserung der Rahmenbedingungen für stabile Finanzmärkte im Vordergrund stehen. Dazu wurden auf europäischer und internationaler Ebene bereits Grundlagen geschaffen.

Jörg Asmussen

(* 1966) ist Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen.

stefanie.mackowiak@bmf.bund.de



Ausbreitung der Krise

Die Niedrigzinspolitik der US-Notenbank und der vermeintlich unaufhörliche Preisanstieg am US-Immobilienmarkt in Verbindung mit einer zu laxen Finanzaufsicht vor allem in den USA haben dazu geführt, dass der Finanzsektor zu hohe Risiken einging und mit einem zu hohen Kredithebel arbeitete. Damit wurde letztlich das Fundament für die Krise gelegt.

Die Krise nahm ihren Ursprung im relativ kleinen Segment des US-amerikanischen Marktes für zweitklassige Hypotheken. Von dort wurde sie über das Instrument der Verbriefung (*originate-to-distribute*) auf andere Märkte und Regionen übertragen. Die im US-Subprime-Hypothekenmarkt vergebenen Kredite wurden wiederholt gebündelt und tranchiert und dann als strukturierte Finanzprodukte an Investoren, einschließlich Banken, weltweit weiter verkauft. Dabei hatte sich die Emission von solchen *asset backed* und *mortgage backed securities* seit Anfang 2000 bis zum Ausbruch der Finanzmarktkrise mehr als verfünffacht auf über 750 Mrd. US-Dollar. Problematisch war, dass diese strukturierten Finanzprodukte schnell so komplex geworden waren, dass weder die *Originatoren*, noch die *Rating-Agenturen* – die die

Produkte bewerteten, noch die Investoren die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen konnten. Bei den *Rating*-Agenturen waren die Bewertungsmodelle unzureichend und darüber hinaus Interessenkonflikte vorprogrammiert. Die Investoren wiederum hatten sich zu sehr auf die *Ratings* verlassen und das eigene Risikomanagement vernachlässigt. Schließlich wurden die Finanzprodukte vielfach über speziell hierfür gegründete Zweckgesellschaften vertrieben, die sich selbst wiederum sehr kurzfristig refinanzierten und über wenig Eigenkapital verfügten. Als dann die US-Immobilienblase platzte und die Zahl der Kreditausfälle in den USA dramatisch stieg, die strukturierten Finanzprodukte ihre zuvor hohen *Ratings* und damit schnell auch ihren Wert verloren und Zweckgesellschaften von Banken gestützt werden mussten, zeigte sich, dass auch das Eigenkapital-, Risiko- und Liquiditätsmanagement der Banken in weiten Bereichen unzureichend war.

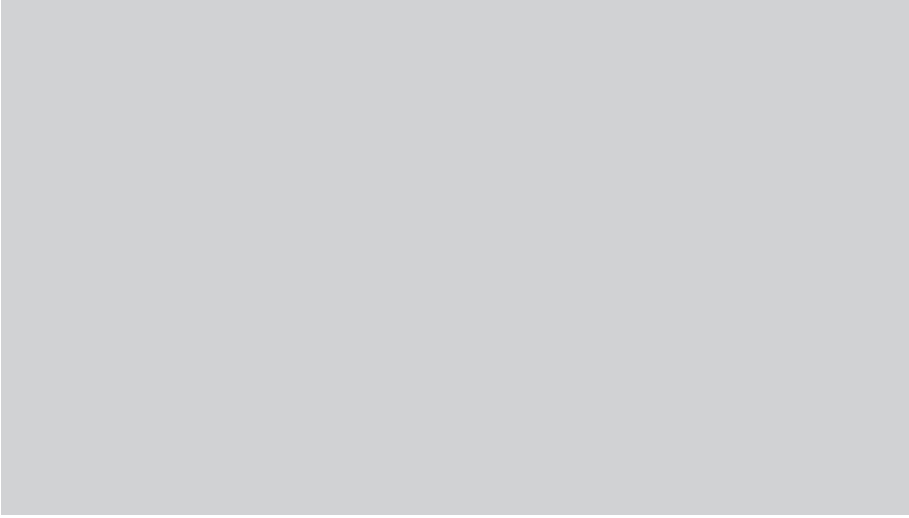
Die Preisverluste bei den strukturierten Finanzprodukten zusammen mit dem Erfordernis, dass diese zum *fair value* – d.h. bei funktionsfähigen Märkten zum aktuellen Marktwert – bilanziert werden müssen, führten zu einem hohen Abschreibungsbedarf bei den Banken. Wegen der hohen Komplexität der Finanzprodukte wusste zudem bald niemand mehr, welche Bank welche Verluste tragen musste, d.h. das Gegenparteirisiko wurde unkalkulierbar. Die Folge dieses dramatischen Vertrauensschwunds zwischen den Banken war und ist, dass der Interbankenmarkt, an dem sich die Banken gegenseitig Geld ausleihen, praktisch zum Erliegen gekommen ist. Die Notenbanken haben zwar mit regelmäßigen und umfangreichen Liquiditätsmaßnahmen seit Beginn der Krise den Geldmarkt funktionsfähig gehalten, allerdings ist dies keine langfristige Lösung, um das Vertrauen wieder herzustellen.

Liquiditätsprobleme hatten dann auch im März dieses Jahres den Beinahe-Zu-

sammenbruch der damals fünftgrößten US-Investmentbank *Bear Stearns* ausgelöst. Die staatlich gestützte Übernahme von *Bear Stearns* durch *JP Morgan Chase* hatte zwar zunächst eine Beruhigung der Märkte bewirkt. Im September erreichte die Krise dann aber einen weiteren Höhepunkt: Innerhalb eines Monats musste die US-Regierung die beiden großen regierungsnahen Hypothekenfinanzierer *Fannie Mae* und *Freddie Mac* sowie das größte US-Versicherungsunternehmen *AIG* mit umfangreichen Mitteln unterstützen. Die traditionsreiche Investmentbank *Lehman Brothers* musste Insolvenzschutz beantragen und die verbliebenen großen Investmentbanken *Merrill Lynch* sowie *Goldman Sachs* und *Morgan Stanley* wurden übernommen oder rechtlich in Geschäftsbanken umgewandelt, nicht zuletzt, damit sie Zugang zu dem für Geschäftsbanken zur Verfügung stehenden Diskontfenster der US-Notenbank erhalten. Anfang Oktober verabschiedete der US-Kongress dann ein Rettungsprogramm zum Kauf problematischer Finanzprodukte im Umfang von 700 Mrd. US-Dollar. Aber auch Europa blieb von der dramatischen Verschärfung der Krise nicht verschont. Mehrere EU-Länder, auch Deutschland, mussten einzelne Banken staatlich stützen.

Krisenmanagement und Krisenbewältigung

Angesichts dieser dramatischen Verschärfung der Krise haben sich die EU und die Gruppe der sieben führenden Industriestaaten (G7) Anfang Oktober auf grundlegende Prinzipien und Instrumente verständigt, wie der Finanzsektor durch abgestimmte nationale Rettungsprogramme gestützt werden kann. Vorrangige Aufgabe der Politik ist es dabei, das Vertrauen der Finanzmarktakteure untereinander und das Vertrauen der Investoren und Bürger in das internationale Finanzsystem wieder



herzustellen. Es geht nicht darum, Bankmanager, die grobe Fehler gemacht haben, »freizukaufen«; es geht darum, dass die Banken ihre wesentlichen Funktionen wieder wahrnehmen, d.h. unter anderem Investitionskredite an Unternehmen zu vergeben, damit diese für Wachstum und Beschäftigung sorgen können. Die Prinzipien und Instrumente, auf die sich die EU und die G7 geeinigt haben, beinhalten vor allem, dass systemrelevante Finanzinstitutionen vor einem Zusammenbruch geschützt werden, dass das Finanzsystem mit ausreichend Liquidität versorgt wird, dass Banken – wo nötig – ihre Kapitalausstattung und ihre Bilanzen verbessern können und dass die Einlagen privater Sparer gesichert werden. Dabei sollen zum Schutz der Steuerzahler staatliche Hilfen an strenge Bedingungen geknüpft werden, wie z.B. die Beteiligung des Staates an den Banken und damit an künftigen Wertzuwächsen und Einschränkungen bei Abfindungen, Boni und Dividendenzahlungen.

Die Bundesregierung hat in Abstimmung mit ihren europäischen und internationalen Partnern am 13. Oktober ein konsistentes Maßnahmenpaket geschnürt, das in die auf europäischer und internationaler

Ebene getroffenen Vereinbarungen eingebettet ist. Über einen »Finanzmarktstabilisierungsfonds« des Bundes kann jedes Finanzinstitut innerhalb eines begrenzten Zeitraums Garantien zur Sicherstellung seiner kurz- bis mittelfristigen Refinanzierung und Mittel zur Rekapitalisierung erhalten. Darüber hinaus kann die Bundesregierung über den Fonds Risikopositionen ankaufen. Die Bereitstellung der Garantien und von Kapital erfolgt zu angemessenen Gebühren und Konditionen und ist an Bedingungen geknüpft, die insbesondere die Interessen der Steuerzahler wahren und die bisherigen Eigner sowie das Management in die Verantwortung nehmen. Darüber hinaus wird die Bundesregierung u.a. nachdrücklich auf eine rasche internationale Angleichung der geltenden Bilanzierungsvorschriften einwirken, damit die ökonomische Werthaltigkeit der Finanzinstrumente in dieser fundamentalen Krise besser und ohne Wettbewerbsverzerrungen abgebildet wird. Für Deutschland bedeutet das Stabilisierungsprogramm – mit Garantien in Höhe von bis zu 400 Mrd. Euro und Rekapitalisierungsmitteln bzw. Mitteln für den Ankauf von Risikopositionen in Höhe von bis zu

80 Mrd. Euro – eine Kraftanstrengung in bisher nicht gekanntem Ausmaß. Neben den USA und Deutschland haben auch eine Reihe anderer EU-Länder nationale Rettungsprogramme beschlossen in Einklang mit den Vereinbarungen innerhalb der EU und der G7. Die Vereinbarungen sowie die Ankündigung und zügige Umsetzung nationaler Maßnahmenpakete sollte dann auch zu einer Beruhigung an den internationalen Finanzmärkten führen.

Krisenprävention

Während in den letzten Wochen richtigerweise das Krisenmanagement im Vordergrund stand, wurden bereits vor Monaten auf europäischer und internationaler Ebene umfangreiche Arbeiten auf den Weg gebracht, damit die Rahmenbedingungen für stabile Finanzmärkte dauerhaft verbessert werden. Der EU-Finanzministerrat hatte bereits im Oktober 2007 ein Arbeitsprogramm, die so genannte *ECOFIN Roadmap*, zur Stärkung der Effizienz und Stabilität der internationalen Finanzmärkte beschlossen. Die G7 hatten ebenfalls bereits im Herbst 2007 das *Forum für Finanzstabilität* (FSF) beauftragt, Empfehlungen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu erarbeiten, die das FSF mit seinem Bericht vom April dieses Jahres vorlegte. In beiden Arbeitsprogrammen geht es vor allem darum, die Aufsicht über das Eigenkapital-, Risiko- und Liquiditätsmanagement zu stärken, die Transparenz, die Bewertungsstandards und den *Rating*-Prozess zu verbessern sowie die Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden und das grenzüberschreitende Krisenmanagement zu stärken. Ziel ist es, die Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte so zu verbessern, dass diese künftig mit einem geringeren Kredithebel operieren, mit vernünftigen Anreizen und bei höherer Transparenz. Wie der EU-Finanzministerrat in seinen Schlussfolgerun-

gen vom 7. Oktober und das FSF in seinem Bericht vom 10. Oktober festgestellt haben, sind bei der Umsetzung der *Roadmap* und der FSF-Empfehlungen bereits wichtige Fortschritte zu verzeichnen.

Darüber hinaus sind im Lichte der aktuellen Entwicklungen weitere Anpassungen notwendig. Die Bundesregierung wird Vorschläge zur weiteren Verbesserung der europäischen und internationalen Finanzmarktaufsicht vorlegen. Bundesfinanzminister Steinbrück hatte bereits in seiner Regierungserklärung vom 25. September einen 8 Punkte-Plan vorgestellt, den er auch auf G7-Ebene eingebracht hat. Einige Elemente dieses Plans sind bereits aufgenommen worden. So wird das FSF u.a. überprüfen, wie die Aufsichtsbehörden dazu beitragen können, dass die Vergütungsmechanismen besser gestaltet werden. Aus deutscher Sicht wäre es wünschenswert, *best practices* zu entwickeln und umzusetzen, die verhindern, dass sich die Vergütung allein an den kurzfristigen Renditen ausrichtet. Darüber hinaus wird das FSF auch prüfen, ob der Regulierungsrahmen für bisher nicht regulierte Finanzinstitutionen, -märkte und -instrumente angemessen ist. Letztlich wird damit die bereits unter deutscher G7-Präsidentschaft angestoßene Transparenzinitiative für Hedgefonds aufgegriffen.

Finanzkrisen werden sich auch in Zukunft nicht vollkommen verhindern lassen. Aber wir können die Wahrscheinlichkeit einer Krise verringern und die Auswirkungen von Krisen eingrenzen. Dafür benötigen wir einen weltweit robusten und konsistenten Regulierungsrahmen für das Finanzsystem, dessen Umsetzung durch internationale Gremien wie das FSF und den Internationalen Währungsfonds überwacht und durch die einzelnen Staaten der Staatengemeinschaft gewährleistet wird. Mit der konsequenten Implementierung und Weiterentwicklung der *ECOFIN-Roadmap* und der FSF-Empfehlungen können wir dies erreichen.