

Policy Paper 01/2011

Regulierung des Bankensektors



Dr. Christian Christen
Wirtschaftswissenschaftler / Publizist

cchristen@chefvolkswirt.net
www.chefvolkswirt.net

Zusammenfassung

„Nirgends hält man konservative Auffassungen für so angebracht, wie in Währungsfragen; und doch ist nirgends die Notwendigkeit einer Neuorientierung dringender. Oft wird behauptet, eine wissenschaftliche Behandlung von Währungsfragen sei unmöglich, weil die Bankenwelt intellektuell außerstande sei, ihre eigenen Probleme zu verstehen. Falls das stimmt, wird die von ihr vertretene soziale Ordnung zusammenbrechen.“

John M. Keynes (1923): Ein Traktat über Währungsreform

Angesichts der Zuspitzung der Finanz- und Bankenkrise in der EU wird die Öffentlichkeit nahezu flächendeckend im Stundentakt mit Positionen und Meinungen versorgt: Reichen die bisherigen „Rettungsschirme“ oder verschlimmern sie die Situation? Sollen Griechenland, Italien, Spanien usw. fallen gelassen werden und was kommt dann? Sind die Staatsschulden die Wurzel allen Übels? Soll die Europäische Zentralbank massiv in die Märkte intervenieren und kommt es dann nicht zur Hyperinflation? Müssen die Banken nicht endlich hart reguliert und am besten zerschlagen werden?

Hinter jeder Meinung stehen wie immer unterschiedliche Annahmen zur Funktionsweise einer industriellen Geldwirtschaft und also auch zur Rolle der Banken und einer Zentralbank. Die Annahmen und daraus resultierenden Argumente sind manchmal valide begründet, oft aber sind sie eben auch nur bloße Meinung ohne hinreichend theoretische und empirische Substanz. Entsprechend werden auch unzählige Märchen erzählt, Glaubenssätze verbreitet und Mythen um das Geld und Bankwesen gesponnen.

Der vorliegende Text soll einen bescheidenen Beitrag zur Klärung bestimmter Grundfragen liefern und ist dazu in zwei Teilbereiche gegliedert. Der Text kann so für unterschiedliche Zwecke genutzt oder selektiv gelesen werden.

In **Teil I** wird die Frage der Regulierung des Bankensystems zunächst zurückgestellt und ganz allgemein theoretisch zentrale Aspekte der Geld- und Kreditschöpfung, der Funktionsweise von Geschäftsbanken und einer Zentralbank sowie makroökonomische Zusammenhänge skizziert. In diesem Abschnitt werden *keine* wie immer gearteten Forderungen formuliert, sondern nur die Realität beschrieben und so zentrale Mechanismen erklärt.

Daraus aufbauend werden in **Teil III** zwei unterschiedliche Phasen der Krisenreaktion (akute Phase) und der Krisenbewältigung (Reorganisation) beschrieben, die den Rahmen für die abgestufte Intervention in den Finanzsektor vorgeben. Abschließend werden einige zentrale Forderungen zur Regulation des Bankensektors aufgelistet und kurz bewertet.

Inwiefern diese Vorschläge von den realen Entwicklungen in den nächsten Wochen überholt werden, lässt sich nicht abschätzen. Fakt ist aber *erstens*, dass der Ruf nach einer effektiven Regulation des Bankensektors selbst aus dem konservativ, liberalen politischen Lager und dem wissenschaftlichen Mainstream, dem Bankensektor und der „Wirtschaft“ steigt. Bei anhaltender Krisenzuspitzung wird die „Verbalradikalität“ hoch bleiben, jedoch fällt bisher die Realpolitik weit hinter die Rhetorik zurück. Die Kurzanalyse wie auch die Forderungen werden *zweitens* auch nach dem umfangreichen Schuldenschnitt, der flächendeckenden Zuführung frischen „Kapitals“ (Kapitalisierung der Banken) und/oder der Vergesellschaftung und Abwicklung von Finanzinstitutionen nicht hinfällig. Im Gegenteil. Denn auch nach dem Tag X wird politisch zu klären sein, wie die Geld- und Kapitalmärkte organisiert werden sollen und welche Rolle dabei den Geschäftsbanken und der Zentralbank zugewiesen wird.

(I) Regulation des Bankensystems

Unzweifelhaft liegen zentrale Ursachen der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2007/08 *erstens* dem Ursprung nach in den Industrienationen. Ebenso offenkundig haben *zweitens* die seither zu beobachtenden massiven Interventionen (geldpolitische Stützung, Ausreichung von Kapital und Garantien, Verstaatlichung, Konjunkturprogramme, fiskalpolitische Expansion etc.) diese Ursachen nicht hinreichend beseitigt. Der Crash ist damals zwar abgewendet worden. Die „Märkte“ blieben aber hoch volatil und das realwirtschaftliche Wachstum viel sehr gering aus. Zudem haben sich *drittens* durch Verzögerungen, Fehlentscheidungen und unzureichende Interventionen (Quantität, Qualität, Zielsetzung und Zeitpunkt) seither neue Krisenmomente ergeben, die sich schnell „aufschaukeln“ können. Folglich ist die Wahrscheinlichkeit eines Kollapses wesentlicher Teile der globalen Geld-, Kredit- und Vermögensmärkte sehr hoch.

Nun ist es relativ müßig über das exakte „wann und ob“ von Zuspitzungen zu räsonieren oder „wodurch“ ein Crash verursacht werden könnte. Fakt ist aber: die finanziellen Strukturen in und zwischen der so genannten realwirtschaftlichen und finanziellen Ebene sind marode und hochgradig instabil. Die bisherigen Interventionen haben stets nur Zeit erkaufte, um die über mindestens vier Jahrzehnte gewachsene Kreditausweitung und inflationäre Entwicklung der Vermögenspreise nicht ruckartig – also in einer akuten Finanzkrise – zurückführen zu müssen. In allen Debatten wird deshalb zu thematisieren sein, wer die Kosten der Anpassung in welcher Form trägt. Für jede politische Partei/Bewegung mit kritischem Anspruch stellt sich seit 2007/08 aber zugleich die Frage, über welche Maßnahmen – jenseits sympathischer aber oft wohlfeiler Forderung nach Abschaffung des (Finanz-) Kapitalismus – die Situation stabilisiert werden könnte.¹ So richtig es unter Gerechtigkeitsaspekten ist die Umverteilung, den Ausbau sozialer Rechte, von mehr Wirtschaftsdemokratie und Partizipation, nach einer Stärkung der Massenkaufkraft und der Binnenkonjunktur zu fordern, so sträflich wäre es, entscheidende geldpolitische Maßnahmen zur Neuordnung des Bankensystems und die effektive Indienstnahmen der Zentralbank zu vernachlässigen. Gemeint sind nicht nur die Entwicklung der Geldversorgung und Zinssätze, vielmehr haben die jüngsten Erfahrungen das fundamentale Versagen der Zentralbanken bzw. der hier dominierenden Doktrin offengelegt. Weder haben die Zentralbanken und „Entscheider“ präventiv die Funktion der industriellen Geldwirtschaft effizient stabilisiert, noch den Aufbau systemischer Risiken und inflationärer Preisblasen überhaupt „erkannt“ oder problematisiert.

Wie in den 1930er Jahren stellt sich die Frage, wie das Bankensystem besser zu strukturieren und regulieren ist, um die Wirkung von Banken- und Finanzkrisen zu minimieren und deren gesellschaftliche „Kosten“ zu reduzieren. Nicht allein die Krisenprävention und Lösung der aktuellen Situation erfordern den weitgehenden Umbau des Bankensystems und die Revision der geldpolitischen Ideen des Mainstreams. Vielmehr werden über die Geldversorgung und Kreditgewährung die Parameter der Finanzierung von Investitionen und der Geldanlage gesetzt und darüber stets die Entwicklung der effektiven Nachfrage geprägt. In einem stetigen Rückkopplungsprozess (begrenzt durch die Möglichkeit der Kreditausweitung und den Anstieg der Vermögenspreise) wird die fragile Struktur der Finanzierung zwischen den Wirtschaftseinheiten über deren Bilanzen (Forderungen und Verbindlichkeiten) verbunden.

¹ Alternativ könnte auch die Sprengkraft befördert (durch handeln wie nicht-handeln) und gehofft werden, dass der Crash ein Potenzial zur Systemüberwindung freisetzt und eine „neue“ Gesellschaft entsteht. Diese Sicht wird nicht geteilt, entsprechend im Text auch keine daran ansetzenden Überlegungen formuliert.

Weder sind, wie etwa im alten und auch im neuen Monetarismus, das Geld, der Kredit und die Vermögenspreise für das Wachstum und die Entwicklung der Ökonomie irrelevant, noch lassen sich einzelne Bereiche streng separieren. Die populäre These von der grundsoliden Realwirtschaft und der unsoliden Finanzwirtschaft verwechselt deshalb die nur allein zu analytischen Zwecken berechnete Trennung von Produktion und Finanzierung und separiert letztlich ideologisch. Denn die idealtypische Trennung lässt sich theoretisch wie empirisch weder konsistent belegen, noch war sie je Realität im modernen Kapitalismus. Es gab sie nicht einmal in der vorindustriellen Zeit. Kreditzyklen, Finanz- und Schuldenkrisen begleiten vielmehr die Geschichte seit Tausenden von Jahren und es gibt sie mindestens so lange, wie gesellschaftlich anerkannte „Zahlungsmittel“ existieren.²

Auch deshalb erklärt sich die die systemische Krise, von der seit 2007/08 weit über „linke“ Zirkel gesprochen wird, nicht allein aus der Größe einzelner Banken, Versicherungen, Fonds oder einer „Abkopplung“ der Finanzmärkten von der Realwirtschaft. Vielmehr zeigt diese Krise schlagartig, wie eng die Produktion und Finanzierung, der Konsum und die Höhe der Investitionen mit der Bewertung von Vermögen und Verbindlichkeiten verbunden bleiben. Ab einem bestimmten Grad der Kumulation von Risiken wird die Krise dann also *systemisch*, da über die Bilanzen und Portfolioentscheidungen alle Akteure aufeinander bezogen werden.³ In einem volatilen Umfeld gibt es somit stets unterschiedliche Auslöser für Korrekturen, was wiederum eine Dynamik der massiven Abschreibung von Schulden und der Korrektur von Vermögenspreisen freisetzen kann. Kaskadenförmig kann sich dieser Prozess über alle Bereiche, Branchen und Grenzen ausbreiten und die „Liquidität“ für alle Akteure abrupt begrenzen. Die Schnelligkeit und Wucht dieser Negativspirale ist heute wiederum Ergebnis der Globalisierung der letzten vier Jahrzehnte.

Es sollte mittlerweile klar sein, wie stark geldpolitische Entscheidungen und die Struktur des regulierten Bankensektors und den wenig bis gar nicht regulierten „Schattenbanken“ die makroökonomischen Entwicklungen geprägt werden. Jeder Ansatz zur effektiven Regulation des Finanzsektors hat deshalb deren makroökonomische Effekte zu beachten. Alle Forderung nach mehr oder einer anderen Regulation, der politisch gewünschten oder lediglich aus betriebswirtschaftlichen Gründen resultierenden Vergesellschaftung ist gleichfalls in diesen Kontext einzubetten. Die Debatte zur Regulation des „Schattenbanksystem“ könnte also ein Anlass bieten, über rein technokratische, juristische Detailfragen zu Anlageprodukten und Akteuren hinauszugehen. Stattdessen wären Fragen zur Finanzbeziehung und Funktion des Bankensektors in einer demokratischen Gesellschaft ins Zentrum zu stellen.

Die jüngste Krisenzuspitzung in Europa lässt sich dann auch als Ergebnis einer von Anbeginn unzureichenden geldpolitischen „Zurichtung“ der Eurozone beschreiben. Dass seit Monaten beobachtbare Fehlverhalten und Zögern der europäischen Regierungen – besonders der deutschen Seite – entspringt wiederum dem ungebrochenen Wunsch, die Konstruktionsfehler nicht zu thematisieren. Bei jeder Einsicht wird weiter die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) beschworen und als deren einziges Ziel die Garantie der Preisstabilität bis ins Groteske verteidigt. Dabei ist es stets dieser Selbstbindung und Aufgabenbeschränkung geschuldet, dass die EZB nur dem Namen nach eine Zentralbank ist. Der Funktionalität einer Zentralbank konnte und wurde sie in der Breite nie gerecht. In der herrschenden Sicht wird deshalb auch die Krisenintervention der EZB als Abweichung von der monetaristischen Norm

² Vgl. David Graebner (2011): *Debt – The First 5.000 Years*. New York

³ Vgl. Irving Fisher (1933): *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*. *Econometrica* 1, S. 337-357.
Hyman P. Minsky (2008): *Stabilizing an Unstable Economy*. New York. Ders. (2011): *Instabilität und Kapitalismus*. Zürich

interpretiert, die in der Krise „zähneknirschend“ akzeptiert wird. Sobald wie möglich soll dies aber revidiert werden.

Alternativ lässt sich die Regulation und Neuordnung des europäischen Bankensektors damit auch als *conditio sine qua non* zur Korrektur der Grundfehler des Währungsraumes verstehen. Denn in der „Eurokrise“ scheitern eben de facto überaus spezielle Ideen zur Funktion einer Zentralbank und Organisation des Bankensektors. Eine effiziente, rationale Lösung der Finanzkrise müsste also die Konstruktionsfehler von EZB und Euro-Währungsraum beheben, was bis jetzt nicht angegangen wird. Die ökonomische Potenz der Eurozone ist hingegen nicht das entscheidende Hindernis, um die derzeitige Situation zu stabilisieren. Es sind also primär politische, strukturelle Blockaden und die falschen Vorstellungen und daraus resultierenden unzureichenden Vorschläge.⁴ So gelten etwa die Interventionen der EZB im Sekundärmarkt (Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Länder) oder die quantitative Geldmengenentspannung als „Teufelszeug“ und hier treffen sich oft auch „linke“ und konservativ/liberale Meinungen. Unzweifelhaft lassen sich alle Instrumente jeder Zentralbank kritisch prüfen. Dennoch wäre es zunächst angebracht, den gesamten Instrumentenkasten einer Zentralbank als völlig normal anzuerkennen, ohne reflexartige vor der Gefahr einer „Hyperinflation“ zu warnen. Erst dann lässt sich die Wirkung und Zielgenauigkeit der Instrumente prüfen und jenseits fragwürdiger Annahmen rational über die Funktion von Banken, Geld und Kredit und die Entstehung von Vermögenspreisen diskutieren.

Nutzen lässt sich ein kritischer Ansatz, um die Ideen des wissenschaftlichen Mainstreams zur Geldpolitik und Struktur des Kreditsystems zu widerlegen. Hierzu steht ein mindestens ebenbürtiges theoretisches Gerüst heterodoxer Forschung mit hoher empirischer Validität bereit und mit diesem Rüstzeug kann man sich in die zentralen Debatten einmischen. Trotz Komplexität der Finanzmarktdebatte ist die eigene Interpretation möglichst klar, logisch vorzutragen und in einen breiten Kontext zu stellen. Folglich gehen die Analyse in diesem Teil und die Vorschläge in Teil II zur konkreten Regulation des Bankensektors auch über die Frage zur Rolle des Schattenbanksystems hinaus. Es kann nicht allein um die Regulation wenig bis gar nicht regulierter Finanzprodukte und Akteure gehen, was als Forderung stets richtig bleibt. Angesichts der Entwicklungen würde jedoch selbst die sofortige Abschaffung oder völlige Regulation des Schattenbanksystems die aktuelle Krise gar nicht beenden. Vielmehr sind Positionen zu formulieren, die eine effizientere Organisation zwischen Zentralbank und dem Bankensektor und der Finanzierung von Investitionen ermöglichen. Ob die „neue“ Struktur über die EZB oder einer andere Zentralbank nach einem Kollaps der Eurozone etabliert wird ist dabei letztlich sekundär. Denn auch eine neue Zentralbank wird sich an den gleichen ökonomischen Gesetzmäßigkeiten orientieren müssen.

⁴ So ist der Aufbau von ESFS und ESM geprägt davon, die Kernaufgaben einer funktionsfähigen Zentralbank (u.a. Kauf- und Verkauf von Staatsanleihen) nicht anzuerkennen und in solche „Hybrid-Strukturen“ auszulagern. Ziel ist, die in ihrer Handlungsfähigkeit beschränkte EZB in einem sehr engen Korsett zu halten. Ökonomisch sind solche *second best*-Lösungen stets ineffizient, da zu kostspielig. Neben massiven demokratischen Defiziten gibt es hohe Reibungsverluste, Intransparenz und diese Lösungen sind überkomplex. Im Ergebnis werden so spekulative Attacken sogar befördert, um die realen Grenzen der Handlungsfähigkeit der Institutionen zu testen. Ohnehin ist bei der Krisenzuspitzung und hohem Liquiditätsbedarf in der Eurozone die EZB als *lender of last resort* gefordert – oder der Euroraum zerbricht, da ESFS/ESM (mit oder ohne Hebelwirkung) nie die Funktion und ökonomische Schlagkraft einer Zentralbank übernehmen können.

Grundsätzliche Klärung

Vor der Auflistung von Vorschlägen zur Regulation des Bankensektors werden generelle Funktionszusammenhänge zwischen einer Zentralbank und den Geschäftsbanken sowie zur Geldschöpfung mittels Kreditausweitung dargestellt. Es handelt sich **nicht** um Forderungen, sondern bloß um Erklärungen u.a. zur Vermeidung von Missverständnissen bei der Bewertung der später formulierten Vorschläge.

Endogene Geldschöpfung mittels Bankkredit

Allgemein werden Geschäftsbanken als Finanzintermediär bezeichnet, die als Zwischenglied zwischen Sparern (Einlegern) und Investoren (Kreditnehmern) fungieren und hierüber die Allokation von „Geldkapital“ effizient steuern sollen. Banken verlangen Zinsen vom Kreditnehmer und Gewähren den Einlegern ebenfalls Zinsen. Die Differenz verbleibt bei den Banken als Gewinn. Der Zins soll also das Angebot (S) und die Nachfrage nach Krediten anpassen und ein Gleichgewicht ermöglichen. Vereinfacht würde deshalb bei einer höheren Nachfrage nach Investitionen (I) und damit Ausweitung von Krediten zuerst ein höheres Sparen (S) notwendig sein, um die erhöhte Kreditnachfrage befriedigen zu können. Es steigt der Zins, so dass überhaupt mehr Geld gespart wird und es verteuert sich der Kredit.⁵

In den Lehrbüchern wird die Funktion der Mittelbereitstellung durch die Banken als *indirekte Finanzierung* bezeichnet, während die Mittelbeschaffung über den Finanzmarkt (Kauf und Verkauf von Aktien, Anleihen, Zertifikaten etc.) als *direkte Finanzierung* gilt. In dieser Interpretation bleibt unklar, wodurch sich Banken von den anderen Finanzakteuren (u.a. Fonds, Versicherungen, Zweckgesellschaften) unterscheiden und vor allem wird nicht erklärt, warum es Banken überhaupt gibt. Diese Aufgabe könnte nämlich auch jedes x-beliebige Unternehmen oder selbst eine Privatperson oder eine Gruppe von Personen übernehmen. Es überzeugt auch nicht die hier meist nachgeschobene These, Banken würden existieren, da sie die Transaktionskosten und das Problem asymmetrischer Informationen minimieren. Auch das könnten andere Institutionen gleichwertig leisten.

Banken unterscheiden sich von anderen Finanzakteuren, von nicht-finanziellen Unternehmen, privaten Haushalten und Personen dadurch, dass sie (i) Kredite selbst dann vergeben können, wenn sie vorher keine Einlagen bekommen haben. Sie können (ii) die Kreditexpansion auch weit über ihre eigene Kapitalbasis ausweiten. Die Geld- oder besser Liquiditätsschöpfung mittels Kredit macht also die entscheidende Sonderstellung der Banken aus. Nur sie erhalten eine exklusive Banklizenz und sind in einem Verbund mit den Geschäftsbanken und der Zentralbank integriert. Im Rahmen geltender Vorschriften (zur Mindestreservepflicht, zum Einlagenschutz, zur Risikobewertung etc.) lässt sich so die Liquidität in Märkten erhöhen. Unabhängig von der Entwicklung des Sparens kann die Kreditnachfrage befriedigt und damit den unzähligen Finanzierungswünschen entsprochen werden. Über die Ausweitung der Bankbilanz (Forderungen und Verbindlichkeiten) kommt es also zur *endogenen Schöpfung* gesetzlich anerkannter Zahlungsmittel (chartales Geld) aus dem „Nichts“ (*fiat money*).

⁵ Generell fügt sich die Interpretation der Funktion von Banken in die vorherrschende (orthodoxe) Erklärung des Wirtschaftswachstums ein: Stets muss (S) steigen, um höhere Investitionen (I) zu finanzieren und ein höheres Sozialprodukt (Y) zu erhalten.

Diese endogene Geldschöpfung ist nicht mit dem Drucken und Prägen von Papiergeld und Münzen zu verwechseln.⁶ Die moderne Geldschöpfung findet seit Jahrzehnten primär per Knopfdruck (digital) statt. Die entstehenden Positionen und Gegenpositionen werden in den verschiedenen Bilanzen national/international verbucht und verrechnet.⁷ Der Mechanismus ist an sich nichts spektakulär Neues, sondern seit Kenntnis der Buchführung, Bilanzierung und Existenz des modernen Bankwesens seit Jahrhunderten bekannt. Lediglich der technische Grad und die Möglichkeiten haben sich differenziert, wie und welche Form von „Liquidität“ erzeugt wird. Heute finden alle Prozesse um die Erzeugung von Liquidität, die Buchungen und der Zahlungsverkehr weitgehend bargeldlos statt. Der organisatorische Kern der Banken ist damit ihre Funktion als zentrale Abrechnungsstelle aller Aktivitäten, bei denen Geld und/oder geldähnliche Verrechnungseinheiten beteiligt sind bzw. bei denen der Auf-/Abbau von Forderungen und Verbindlichkeiten verbucht wird. Eine Zentralbank hat über diesen Verrechnungsprozess die Oberaufsicht und muss intervenieren bei Störungen (u.a. Krisen, Kreditklemme, Bankeninsolvenz) und/oder wenn intendierte Ziele (z.B. höheres/geringeres Wachstum) nicht erreicht werden.⁸

Die Kreditschöpfung aus dem Nichts ist aber keine Intermediation und kaskadenförmige Multiplikation der Kreditvergabe über den Bankensektor. Diese Idee reproduziert nur weiter ein falsches Verständnis vom „Verleihen“ gegen Zinsen zuvor gesammelter Ersparnis (*loanable funds*).

Tabelle 1: Standarddarstellung der Kreditschöpfung von Banken

	Einlage	1 Prozent Reserve	Zulässiges Kreditvolumen
Bank A	100 €	1,00 €	99,00 €
Bank B	99,00 €	0,99 €	98,01 €
Bank C	98,01 €	0,9801 €	97,0299 €
... n-Banken			

Maximales Kreditvolumen über das gesamte System: 9.900 Euro

Quelle: Richard A. Werner (2007): Neue Wirtschaftspolitik – Was Europa aus Japans Fehlern lernen kann. München, S. 225

In dieser vereinfachten Standarddarstellung wird also unterstellt, dass jede Bank nur 99% der ihr überlassenen Einlagen (abzüglich der mit einem Prozent angesetzten Mindestreserve) verleihen kann. Banken verleihen aber nie Geld, da kein Gegenstand an den Kreditnehmer zur exklusiven Nutzung übergeben wird. Über den Kredit wird Geld/Liquidität neu geschaffen und es werden dazu niemanden Kaufkraft oder Eigentumsrechte entzogen.⁹ Die Einlage bei der Bank verpflichtet die Bank lediglich dazu, bei Bedarf diese Einlage (plus den vereinbarten Zins) wieder in ein anerkanntes Zahlungsmittel (Geld) zurückzutauschen.

⁶ Als Bargeld werden Hart-/Münzgeld und das Zeichen-/Papiergeld bezeichnet. Zusätzlich gibt es Giral-, Buch- oder Geschäftsbankengeld, welches als Sichtguthaben bei den Banken existiert. Schließlich hat sich noch das elektronische Geld (Wertkarte) etabliert. Alle diese Formen sind gesetzliche Zahlungsmittel mit Annahmewang, was dagegen etwa für Schecks und Wechsel nicht gilt.

⁷ Die Geldbasis (M0) einer Wirtschaft ist das umlaufende Bargeld von Nichtbanken und das Zentralbankgeld der Geschäftsbanken (u.a. ihre Mindestreserven, die auf dem Konto der Zentralbank verbucht sind). Die Geldbasis wird auch als monetäre Basis oder *High-powered Money* (HPM) bezeichnet.

⁸ Die Liquiditätsschöpfung „per Knopfdruck“ ist wiederum nicht Hauptursache von Hyperinflation – angeführt werden meist die 1920er Jahre mit dem Beispiel Weimar oder Argentinien und Zimbabwe für die jüngere Zeit. Hyperinflation ist auch nicht allein verursacht durch eine mangelnde Goldbindung der Währungen oder die dynamische Ausweitung der Kredite. Die Gründe einer Hyperinflation werden aus Platzgründen nicht behandelt.

⁹ Vgl. Joseph Huber (2011, S. 11 ff.): Monetäre Modernisierung – Zur Zukunft der Geldordnung. Marburg

Die endogene Schöpfung von Geld aus dem Nichts und Generierung von Liquidität zeigt sich in der Bankbilanz der einzelnen Bank und ermöglichen eine Kreditexpansion schon bei der ersten Bank um ein vielfaches: Wird etwa eine Einlage von 100 Euro getätigt, wird der Betrag als Verbindlichkeit der Bank gegenüber dem Sparer auf der Passivseite verbucht. Statt 99 Euro (bei einem Prozent Mindestreserve) als Kredit auszureichen, werden die 100 Euro als die 1 Prozent betrachtet, mit der die Mindestreservepflicht bei der Zentralbank erfüllt wird. Folglich kann bereits die erste Bank neue Kredite in Höhe von 9.900 Euro gewähren. Parallel erhöht sich die Aktivseite der Bankbilanz um diese Kreditsumme und so steigen identisch die Einlagen, da der Kredit dem Kreditnehmer auf sein Konto gut geschrieben wird. Im Ergebnis hat sich die Bankbilanz von Bank A durch diese Transaktion um 99 Prozent verlängert – 100 Euro neue Einlagen und Reserven addiert um 9.900 Euro als Kredit und Einlagen.

Tabelle 2: Realistische Darstellung der Kreditschöpfung (Bilanz von Bank A)

Schritt 1

Kundeneinlage 100 Euro	
Aktiva	Passiva
	100 €

Schritt 2

Einstellung 100 Euro Mindestreserve	
Aktiva	Passiva
100 €	100 €

Schritt 3

Kreditgewährung von 9.900 Euro	
Aktiva	Passiva
100 €	100 €
9.900 €	9.900 €

Quelle: ebd., S. 228

Die ausgegebenen Mittel von Bank A können konsumtiv und/oder investiv verwendet werden oder über andere Finanzakteure könnten ebenso Vermögenswerte (Sach- und Finanzanlagen) erworben werden.¹⁰ Der skizzierte Prozess der Geldschöpfung kann damit an anderer Stelle erneut ausgelöst werden, wobei in Bank A die Gegenbuchung zu bilanzieren ist. Dessen ungeachtet sind die 9.900 Euro keinem anderen Einleger entzogen worden. Keine 9.900 Euro mussten zusätzlich gespart werden und es ist keine Einlage von 9.900 Euro getätigt worden – obwohl der Betrag verbucht wurde. So wird de facto neues Geld bzw. neue Liquidität aus dem Nichts geschaffen und dabei sind nur die geltenden Rechtsvorschriften zu beachten.

Halten wir fest: Die Kreditvergabe ist (i) unabhängig vom Sparen bei einer Bank respektive der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis. Daneben ist sie unter den gegebenen Bedingungen (ii) relativ unabhängig von der Höhe des Zinses der Zentralbank, zu denen sich die Banken bei ihr

¹⁰ Werden Staatsanleihen gekauft, wird automatisch das neu geschöpfte Geld stillgelegt, da es dem Kreislauf entzogen wird. Der Erwerb von anderen Finanzaktiva oder Sachanlagen (Immobilien etc.) führt wiederum zu Einkommenszuflüssen (*cash flows*) bei den Emittenten bzw. vorherigen Besitzern der Vermögenswerte und kann für unterschiedliche Zwecke verwendet werden. Das neu geschöpfte Geld verbleibt im Wirtschaftskreislauf.

refinanzieren können. Folglich ist (iii) der Versuch, allein über den Zinssatz eine Grob- oder Feinsteuerung der Geldschöpfung im Bankensektor zu organisieren, unmöglich oder stark begrenzt. Und solange (iv) die Geldschöpfung über die Kreditexpansion in der Hand der Geschäftsbanken liegt, wird jeder Versuch über die traditionellen Instrumente der Geldpolitik das realwirtschaftliche Wachstum anzuregen (oder wie im Falle einer zu hohen Inflation zu bremsen) nicht nur durch zeitlicher Verzögerungen (*time lags*) unzureichend ausfallen.¹¹

Die Funktion der Banken als Verrechnungsstelle einer Volkswirtschaft ermöglicht auch eine realistische Betrachtung der Entwicklung der Geldmenge: Geschäfts- und Zentralbank sind separat von allen anderen Wirtschaftseinheiten zu betrachten, da nur sie „Geld“ schaffen können. Entsprechend kann es keine Substitution der Banken durch andere Finanzakteure geben. Jede direkte Finanzierung über den Finanzmarkt (s.o.) bleibt auf die Funktion der Banken angewiesen und ist deshalb nur begrenzt möglich. Die von diesen Akteuren selbst generierten Formen von Liquidität können auch nicht als „Geld“ oder geldähnliche Produkte definiert werden.¹² Alle Formen von „Liquidität“ mittels Konstruktion von Finanzprodukten wie etwa die Ende der 1990er Jahre einsetzende massive Kreditverbriefung haben damit nicht „Geld“ geschaffen. Diese Konstrukte sind im stabilen bis euphorischen Umfeld bestenfalls als surrogate Vermögenswerte zu verstehen und können nach juristischer Bewertung (u.a. über Ratingagenturen) als Sicherheit (*collateral*) dienen, um neue Kredite bei Banken und das entscheidende *high-powered Money* (HPM) zu erhalten.¹³

In dieser Hinsicht sind dann die „Kapitalspritzen“ der Zentralbanken über den Ankauf von Wertpapieren in den Finanzmarkt respektive den Bankensektor der letzten Jahre zu verstehen. Das größte Programm hierzu legte die US-Regierung schon im Jahr 2008 unter dem Namen TARP (*Troubled Asset Relief Program*) auf, um völlig wertlose oder stark im Preis gefallene Finanzaktiva den Akteuren im Tausch gegen HPM abzunehmen. Ob dabei die Wertpapiere exotische, hochkomplexe Finanzprodukte oder ganz konventionelle Staatsanleihen sind, spielt für die Funktion des Mechanismus keine Rolle. Die entsprechenden Aktionen der EZB in den letzten Jahren für private Finanzakteure (Abb. 1) und der spätere Kauf von Staatsanleihen von Ländern der Eurozone auf dem Sekundärmarkt sind ähnlich zu werten. Allerdings mit der Einschränkung, dass die Instrumente in Europa zu spät und zögerlich eingesetzt werden. Im

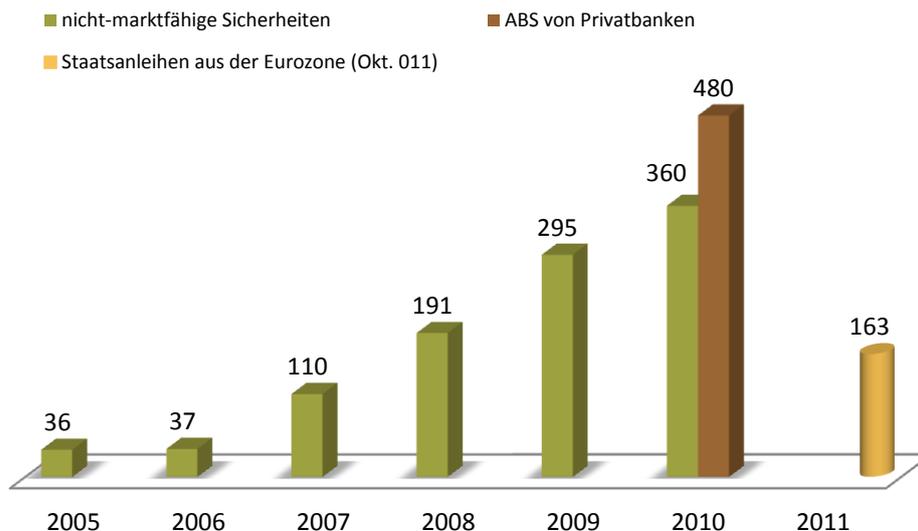
¹¹ „The most important institutional reality that has been neglected by the theoretical equilibrium economics is the key function performed by banks: They create between 95% and 98% of the money supply. The first and most important form of privatization that has swept the world has been the privatization of the creation and allocation of money, which is done by privately owned commercial banks.“ Richard A. Werner (2009): Understanding the Credit Crisis – Why Banks Collapsed and with them the Mainstream Paradigm in Economic and Finance. Centre of Banking, Finance and Sustainable Development. Policy Debate Working Paper Series, No. 1/09. University of Southampton. D.h. der Bankensektor dynamisiert über die Kreditexpansion die Geldschöpfung und versucht bei Bedarf eine Refinanzierung der Positionen zu organisieren – am Ende über die Zentralbank. Strenggenommen ist das Funktionsprinzip kein rein endogener Mechanismus, sondern besteht aus zwei Elementen. *Zum einen* die endogene Geldschöpfung durch Kreditexpansion der Geschäftsbanken, *zum anderen* die exogene Stützung über die Zentralbank.

¹² Staatsbanken, die sich über das Finanzministerium finanzieren, Finanzintermediäre ohne Bankenstatus (Versicherung, Fonds, Zweckgesellschaften etc.), Privathaushalte, Unternehmen und der Staat dürfen qua Gesetz die Funktion der Geschäftsbanken und der Zentralbank nicht ausüben. Eine Ausnahme macht die amerikanische Verfassung, die dem Gesetzgeber das Recht zugesteht, direkt Geld zu drucken und in Umlauf zu bringen. Das Instrument wurde unter John F. Kennedy im Juni 1963 das letzte Mal genutzt und ist im Kern die effizienteste und preiswerteste Finanzierungsform von Fiskalausgaben.

¹³ Entgegen der Idee des Mainstreams – die mit der Finanzkrise 2007/08 erneut eindrucksvoll widerlegt wurde – hat die Konstruktion von Vermögensprodukten im globalen Maßstab nicht neue Liquidität geschaffen. Vielmehr wird Liquidität (Geldkapital) reduziert und in der Vermögensanlage gebunden, was auch die effektive Nachfrage nach BIP-wirksamen Konsum und Investitionen begrenzt. Vgl. Anastasia Nesvetailova (2007): Fragile Finance. Houndmills. Dies. (2010): Financial Alchemy in Crisis. London

Ergebnis konnte so u.a. die Bankenkrise mit neuer Wucht virulent werden.¹⁴ Diese Aktionen lassen sich politisch und juristisch kritisieren und es lässt sich die mangelnde Konditionalität und fehlende Konsequenzen für die Finanzakteure bedauern. Ökonomisch ist der Einsatz der Instrumente für jede normale Zentralbank schlicht notwendig, um in akuten Krisenphasen die Liquidität in den Märkten zu garantieren.¹⁵ Auch hat diese Intervention nicht automatisch eine dynamische Inflation zur Folge, an deren Ende zwingend eine „Hyperinflation“ droht.

Abbildung 1) „Bad Bank“ EZB (in Mrd. Euro)



Die Sonderrolle der Banken erklärt auch, warum es ständig Finanzkrisen bzw. Bankenkrisen gibt.¹⁶ Zwar soll deren Geldschöpfung durch Mindestreservepflichten und andere Regeln gesteuert und darüber das Risiko systemischer Zahlungsausfälle und Korrekturen der Vermögenspreise begrenzt werden. Dies gelingt mit den konventionellen Instrumenten aber stets nur rudimentär. Letztlich refinanzieren Zentralbanken im Nachgang immer die expansive Kreditschöpfung der Banken und passen bei Schwierigkeiten die Regeln an deren tatsächliche Zahlungsmöglichkeit und Liquidität an.¹⁷

Selbstverständlich resultierte nicht jede Finanzkrise der letzten Jahrhunderte aus einer Bankenkrise. Ebenso ist die Insolvenz einer oder mehrere Banken nicht zwingend Auslöser für eine Finanzkrise. Dennoch liegen die entscheidenden Ursachen großer Finanzkrisen stets im Bankensektor, die dann systemisch werden, wenn über lange Zeit die realwirtschaftlichen

¹⁴ Nach der bis 2007 offiziell geltenden Meinung sind seit der Finanzkrise 2007/08 wesentliche Finanzakteure in allen Industrienationen betriebswirtschaftlich insolvent. Allerdings haben die direkten, indirekten Stützungen ergänzt um Änderungen von Bilanzregeln, Eigenkapitalvorschriften, Solvenz Kriterien etc. und die großzügige Auslegung geltender Bestimmungen die praktische Abwicklung der Banken und Akteure verhindert.

¹⁵ Seit August 2007 wird mit „geldpolitischen Sondermaßnahmen“ von der EZB die Liquidität des gesamten Bankensektors im vollen Umfang garantiert. Hierzu dient u.a. das Covered Bond Purchase Programme (CBPP), die Aussetzung/Änderung von Bonitätswertungen und der Kauf von Staatsanleihen (SMP Instrument). Im Ergebnis existiert deshalb auch der private Interbanken-Geldmarkt seit Ende 2007 nicht mehr.

¹⁶ Die Zahl der Finanz- und Bankenkrisen stieg seit Anfang der 1970er Jahre besonders stark. Vgl. Carmen M. Reinhart/Kenneth S. Rogoff (2009): *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton

¹⁷ Oder wie es der damalige Vizepräsident der New Yorker Federal Reserve Bank schon Ende der 1960er Jahre formulierte: „(I)n the real world banks extend credit, creating deposits in the process, and look for the reserves later.“ Alan Holmes: *Operational Constraints on the Stabilization of Money Supply Growth*. Federal Reserve Bank of Boston; Controlling Monetary Aggregates, June 1969

und finanziellen Bedingungen das Krisenpotential erhöhte. Fällt die Krisenintervention dann auch noch falsch, zögerlich und unzureichend aus, steigt die Wahrscheinlichkeit für einen Crash rapide. Unzweifelhaft befand sich die Weltwirtschaft in den 1930er Jahren in einer solchen Situation. Ein vergleichbares Krisenpotential hat sich erneut seit den 1980er Jahren aufgebaut und ähnlich wie in den 1930er Jahren liegt ein Schlüssel zur Lösung der Finanz- und Wirtschaftskrise seit 2007/08 im Bankensektor und es wäre direkt, umfassend und konzertiert bei der Organisation des Geld- und Kreditsystems anzusetzen. Eine Einsicht, die bei jeder neuerlichen Krisenzuspitzung rhetorisch formuliert wird, der aber bis jetzt keine praktischen Konsequenzen folgten.¹⁸

Kredit und Geld als Motor ökonomischer Entwicklung¹⁹

Falsche Schlüsse werden meist deshalb gezogen, da die herkömmlich Interpretation auf den konventionellen Ideen zur Entwicklung von Geldmenge und Preisen ruhen und so ständig die Inflationsgefahr im Zentrum steht. Die historische (klassische) Grundgleichung dafür lautet:

$$(1) \quad MV = PT$$

(M) steht für die umlaufende und für die ökonomischen Transaktionen in einer Ökonomie notwendige Geldmenge. (V) steht für die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. (P) ist der Preis der Transaktion multipliziert mit der Anzahl der Transaktionen (T). Es wird nun behauptet, der Gesamtwert aller Transaktionen (PT) müsste gleich dem gesamten Geldwert sein, welches für die Transaktionen gebraucht wird (MV). In der moderne Variante der Quantitätsgleichung ist (T) durch (Y) ersetzt und damit das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in die Gleichung gebracht worden.

$$(2) \quad MV = PY$$

Mit dem Ersatz von (T) durch (Y) umging man elegant (aber nicht hinreichend) den Fakt, dass alle Transaktionen in einer Ökonomie nie erfasst werden können. Jede Messung von (M) wie (V) war damals sehr schwierig und es gab völlig abweichende Basisgrößen.²⁰ Aber auch die Verwendung des BIP in der nominellen Wertsumme realer Transaktionen räumt den schwersten Interpretationsfehler dieser Gleichung nie aus: Theoretisch kann (PT) nur gleich (PY) sein, wenn alle Transaktionen in einer Ökonomie auch nominell in das BIP eingehen. Ungeachtet aller statistischen Probleme und der Genauigkeit des Indikators BIP ist dies aber bereits definitorisch nie der Fall, denn Transaktionen die Vermögenswerte (Immobilien wie

¹⁸ Hier wurde sehr kurz die postkeynesianische Position zur *endogenen* Geldschöpfung skizziert, während der orthodoxe Mainstream seit dem 19. Jahrhundert von der *exogen* bestimmten Geldmenge ausgeht: Dabei legt die Zentralbank die Höhe der Geldbasis fest und über den Geldmultiplikator bestimmt sich die Geldmenge. In Kombination mit weiteren Annahmen (u.a. Produktion bei Vollbeschäftigung und Kapazitätsauslastung) wird jede Intervention der Zentralbank abgelehnt, die nicht dem Postulat der Wahrung der Preisstabilität verpflichtet ist. Aus dem fehlerhaften (deduktiven) Zugang ergeben sich fatale Fehler bei der Interpretation realer Prozesse die meist zu kontraproduktiven Vorschlägen führen. Vgl. John Maynard Keynes (1931/1983): *Vom Gelde*. Berlin; L. Randall Wray (2006): *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Northampton. Josh Ryan Collins et al. (2011): *Where does Money come from?* London

¹⁹ Zur detaillierten Beschreibung siehe Richard A Werner (2007, S. 233 ff.), der die überzeugendste Erklärung der japanischen Finanzkrise und Stagnation seit zwei Jahrzehnten vorlegte. Die japanische Situation ermöglicht ein besseres Verständnis der globalen Finanzkrise und jede „alternative“ Interpretation muss den Lackmusstest bestehen, ob sie theoretisch stringent, konsistent und empirisch valide die Situation in Japan erklären kann.

²⁰ Weitere methodologische, logische Probleme werden nicht erwähnt und auf die Literatur verwiesen.

Finanzanlagen) beinhalten werden nicht im BIP erfasst.²¹ Alle offiziellen Käufe/Verkäufe von Waren, Gütern und Dienstleistungen werden also gezählt, alle Finanztransaktionen werden nicht erfasst und sind damit auch nicht BIP relevant. Steigt also der Anteil der Transaktionen mit Vermögenswerten, erodiert das BIP als Bezugsgröße zur Interpretation der Entwicklung der Geldmenge, der Umlaufgeschwindigkeit und des Preisniveaus. Folglich ist deshalb auch die Quantitätsgleichung irrelevant oder führt zu widersinnigen Aussagen. Die finanziellen Entwicklungen der letzten Jahrzehnte – rapider Anstieg von Finanztransaktionen und von Anlageentscheidungen – wird fälschlich interpretiert, als sinke die Umlaufgeschwindigkeit (V). In dieser Sicht verschwindet also „Geld“. Ähnlich esoterisch wurde vom Mainstream dies als „Zusammenbruch der Geldnachfragefunktion“ oder „Mysterium des fehlenden Geldes“ beschrieben. Konsequenz dessen ist, dass aus dieser Position zu keiner Zeit die Entwicklung von Preisblasen bei den Vermögenswerten (*asset price inflation*) hinreichend erkannt oder gar problematisiert werden konnten.

Zur Vermeidung dieses blinden Flecks ist (i) zwischen BIP relevante Transaktionen und Transaktionen zu differenzieren, die Finanzanlage und den Immobilienerwerb betreffen. Die Bewertung der Geldschöpfung über die Kreditexpansion ist (ii) ähnlich zu trennen. D.h. in den Teil der Kredite mit realwirtschaftlicher (produktiver) Investitionsfinanzierung und Krediten, die über den Kauf von Finanzaktiva und/oder Immobilien spekulativ genutzt werden.²² Entscheidend für das Wachstum von BIP und Volkseinkommen und damit der Fähigkeit, Schulden zu tilgen und Zinsen zu bedienen, ist die Entwicklung BIP-relevanter Kredite.²³ Davon sind Kredite zu trennen und über geldpolitische Intervention auf niedrigem Niveau zu halten, bei der die Finanzanlage und Konstruktion surrogater Vermögenswerte im Zentrum stehen. Finanzanlagen reduzieren nicht nur die effektive Nachfrage (↑ Sparen), es werden auch stetig Einkommen zur Finanzierung ihrer Renditen dem realwirtschaftlichen Kreislauf entzogen. In dieser fehlenden Differenzierung der Kredit- und Geldschöpfungskonzepte ist das Versagen der Zentralbanken und Politik bereits angelegt. Konzentriert wurde sich über Gebühr auf die Beobachtung der realwirtschaftlichen Inflation und mittels geldpolitischer Interventionen wurde das BIP-Wachstum noch behindert. Dagegen spielte die Hyperinflation“ bei Vermögenswerten keine Rolle, wurde übersehen und in Abrede gestellt.²⁴

In jeder größeren Finanzkrise zeigt sich genau diese Preisinflation und zwingt zur Korrektur. Die Expansion der Nicht-BIP relevanten Kredite muss dann drastisch zurückgeführt werden, sie fallen aus und werden schließlich abgeschrieben.²⁵ Da das Bankengeschäft hoch integriert

²¹ Anteilig werden zwar Investitionen im Bausektor im BIP erfasst, aber nie die gesamten Kauftransaktionen und Finanzierungsbeziehungen (Immobilienkredite, Hypotheken etc.) hinzu gerechnet.

²² Die Unterscheidung ist nicht moralisch, sondern setzt daran an, dass im Fall der Finanzanlage (Spekulation) nur vorhandenes Einkommen umverteilt wird. Im Fall der kreditfinanzierten Investition kann neues Einkommen entstehen. Die Erfassung der Kreditarten ist über die bestehenden Netzwerke technisch kein Problem.

²³ Der kreditfinanzierte Konsum stabilisiert zwar bei nicht ausgelasteten Produktionsfaktoren die effektive Nachfrage, erzeugt aber nicht wie Investitionen über den Anstieg der Beschäftigung neues Einkommen und erweitert nicht den produktiven Kapitalstock einer Gesellschaft. Die dynamische Ausweitung der Kreditvergabe an private Haushalte zu Konsumzwecken hat nur verhindert, dass die effektive Nachfrage in den letzten vier Jahrzehnten noch stärker eingebrochen ist und die Rezessionen nicht tiefer und länger ausgefallen sind. Bei sinkenden Reallöhnen und rückläufigen Investitionen des öffentlichen Sektors musste die Verschuldung der privaten Haushalte zwangsläufig steigen, sonst wäre das herrschende Wirtschafts-, Finanz- und Sozialmodell viel früher gescheitert, da die Akkumulationsdynamik merklich reduziert worden wäre.

²⁴ Zusätzliche Blindstellen liegen in den Annahmen zur Preisbildung auf den Finanzmärkten und deren Funktion. Vgl. Christian Christen (2011, S. 381 ff.): Politische Ökonomie der Alterssicherung - Kritik der Reformdebatte um Generationengerechtigkeit, Demographie und kapitalgedeckte Finanzierung. Marburg

²⁵ Aus Krediten und Vermögenswerten resultieren jeweils immer Einkommenszuflüsse und Abflüsse (*cash flow*), die in den Bilanzen der unterschiedlichen Akteure über den gesamten Wirtschaftskreislauf verbucht werden. Eine Reduktion oder ein Ausfall der *cash flows* hat unmittelbare Folgen für die Finanzierungsstruktur jeder Einheit. Ähnlich dem nicht geplanten Rückgang oder Ausfall von Lohneinkommen bzw. Gewinnbestandteilen,

ist und keine klare Trennung der Geschäftsbereiche existiert, wirken die Kreditausfälle der Nicht-BIP-relevanten Teile in Kombination mit den Korrekturen der Vermögenspreise negativ auf alle Bankbilanzen. In Relation zum geringen Eigenkapital (Anforderungen wurden stetig modifiziert und gesenkt) können in der Regel die Verbindlichkeiten nicht wie vereinbart bedient werden. Am Ende steht die Stützung der Geschäftsbanken durch die Zentralbank und Regierung. Anschließend oder parallel sollte die Abwicklung von Geschäftsbereichen und Finanzinstituten beginnen.

Zur Betrachtung der unterschiedlichen Kanäle der Geld- und Kreditschöpfung ist die Klärung der Geldmenge (M) notwendig. Da sich (M) in der Quantitätsgleichung (s.o.) auf die reale Kaufkraft bezieht (nicht anders ist die Relation zur nominellen Größe Y zu verstehen) ergibt sich folgendes Kernproblem: Die traditionellen Angaben der Zentralbanken (von M0 bis M4) geben die Höhe der hinterlegten Einlagen unterschiedlicher Art und Fristigkeit an.²⁶ Die so aggregierten Zahlen sind aber stets nur eine Teilmenge (Ersparnis des privaten Sektors) der gesamten Geldmenge, die jedoch zur Bestimmung der Geldmenge der Realtransaktionen unbrauchbar ist. (M) ist nämlich ein Maß der Ersparnis, die nicht zur aktuellen Finanzierung von Transaktionen herangezogen werden kann. Wenn überhaupt ist es Maß der potenziellen und nicht der effektiven Kaufkraft, da das Geld angelegt und realwirtschaftlich stillgelegt ist. Wird versucht die Entwicklung der Geldmenge über die Entwicklung der Vermögenswerte des privaten Sektors zu bestimmen, wird die Trennung von „Geld“ und Vermögen vollends unscharf und die exakte Analyse unmöglich. Beispielsweise könnte alles (Anleihen, Aktien, Fonds, Immobilien etc.) als „Geld“ firmieren, so dass jede Umschichtung zwischen den verschiedenen Anlageformen nicht nur den Preis der Vermögenswerte ändert. Parallel könnte der Anschein einer steigenden/fallenden Geldmenge erweckt werden, obwohl sich real weder die effektive Kaufkraft noch das Volumen der Transaktionen verändert hat. Wird dagegen die Geldmenge traditionell auf das umlaufende Bargeld und die Einlagen beschränkt, lassen sich Geld und Einlagen nicht mehr nach Verwendungszweck und real- wie finanzwirtschaftlichen Transaktionen aufschlüsseln.

Im Ergebnis ist deshalb über die Verknüpfung der Geldschöpfung durch die Expansion der Kreditschöpfung die Entwicklung der Geldmenge zu erklären. Denn das „Kreditgeld“ der Banken hat die gleiche Funktion wie das traditionelle „Geld“ und setzt den Impuls für die ökonomische Expansion – oder in der Krise für die Kontraktion. Die Quantitätsgleichung ist demnach zu verändern, indem (M) durch (C) – Credit/Kredit – und (Y) durch (Q) – das Quantum der Transaktionen – ersetzt wird.

$$(3) \quad CV = PQ$$

Das gesamte Kreditvolumen lässt sich aufschlüsseln nach den Krediten für BIP-relevante Realtransaktionen und Nicht-BIP relevanten Finanztransaktionen und es ergeben sich:

mit denen aus der Produktion und dem Verkauf von Waren, Gütern und Dienstleistungen gerechnet wurde. Es mögen viele „fiktive“ Vermögenswerte und Kreditbeziehungen existieren, deren Entwicklung (positiv wie negativ) hat aber harte Konsequenzen für Finanzierung und Produktion in allen Bereichen der Gesellschaft.

²⁶ Als M1 definiert etwa die EZB die Summe des Bargeldumlaufs und der täglich fälligen Einlagen (Giro- und Sparkonto) bei den MFIs (monetäre Finanzinstitute) und bei Zentralstaaten (z.B. bei Post oder Schatzamt). M2 beinhaltet M1 plus alle Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d.h. kurzfristige Spareinlagen) und Einlagen mit Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d.h. kurzfristige Termineinlagen) bei MFIs und bei Zentralstaaten. M3 umfasst M2 addiert um marktfähige Finanzinstrumente, insbesondere Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und von MFIs begebene Schuldverschreibungen (u.a. Bankanleihen) mit Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Aktuell (Q2) beziffert die EZB für die Eurozone M1 mit rund 4,7 Bill. €, M2 mit rund 8,5 Bill. € und M3 mit 9,7 Bill. €. Der Banknotenumlauf am 2. Sept. 2011 wird mit 852.975 Mio. € ausgewiesen. Vgl. EZB Monatsbericht 09/2011.

$$(4) \quad CV = C_R V_R + C_F V_F$$

$$(5) \quad PQ = P_R Q_R + P_F Q_F$$

$$(6) \quad C_R V_R = P_R Q_R$$

Gleichung (6) bildet den skizzierten Zusammenhang zwischen „Geldmenge“ und Preisniveau bezogen auf realwirtschaftliche Transaktionen ab: Die Summe der BIP relevanten Kredite multipliziert mit der zugehörigen Umlaufgeschwindigkeit ist gleich dem Preisniveau multipliziert mit dem Quantum der realwirtschaftlichen Transaktionen. Anhand dessen lässt sich das Wachstum der Teile der Kredit- und Geldschöpfung ähnlich differenzieren.

Nun lässt sich *erstens* die Kreditschöpfung gesamtwirtschaftlich aufschlüsseln. Unterscheiden lässt sich im Hinblick auf die Entwicklung der effektiven Kaufkraft, die zur Finanzierung realer Transaktionen dient, davon zu trennen sind Formen der Einlage und Portfolioänderung. Der Prozess der Kreditschöpfung lässt sich *zweitens* genau terminieren (Kreditvergabe und Ende der Tilgung) und so das effektive „Geldangebot“ zeitlich fassen und von der Emission von Aktien, Anleihen, Anteilscheinen etc. abgrenzen. Denn alle diese Formen der „direkten“ Finanzierung über den Finanzmarkt schaffen keine neue Liquidität, sondern verteilen nur vorhandene Einkommen um. Wenn etwa Termingelder alternativ in Aktien angelegt werden gibt es keine Nettoschöpfung neuer Kaufkraft. Schließlich kann *drittens* die endogene Kredit- und Geldschöpfung nach Akteur, makroökonomischem Sinn und Zweck quantitativ wie qualitativ differenziert werden, wozu u.a. sektorale Kreditdaten und die Bilanzen der Unternehmen und Finanzakteure herangezogen werden könnten.

Vor diesem Hintergrund lösen sich Widersprüche der gängigen Interpretation auf und es wird so etwa der essentielle Unterschied zwischen einer „direkten“ und „indirekten“ Finanzierung deutlich: Kernfunktion der Banken ist also nicht die Intermediation (s.o.). Banken schaffen über die Kreditschöpfung neue Kaufkraft und für die ökonomische Entwicklung und Stabilität der Finanzierungsprozesse ist entscheidend, wie und wozu diese „neue“ Liquidität eingesetzt wird. Es erklärt sich also die Sonderrolle der Banken und Zentralbank, die den Prozess als *lender of last resort* (Kreditgeber letzter Instanz) sichern muss. Im Zuge der finanziellen Globalisierung stieg nun aber die „direkte“ Finanzierung von Unternehmen, Finanzakteuren und Staaten über den Finanzmarkt, was u.a. zwei Konsequenzen hatte. Zum einen erhöhte sich die Kredit- und Geldschöpfung für Nicht-BIP relevante Transaktionen massiv. Zum anderen hat sich die Kreditfinanzierung von BIP-relevanten Transaktionen durch die Banken reduziert und deren Geschäftsmodell nachhaltig verändert. Banken haben (i) das Geschäft mit finanziellen Transaktionen ausgeweitet und die Kreditschöpfung genau darauf gelenkt, um die Gewinne bei sinkenden Margen im traditionellen Kreditgeschäft zu steigern.²⁷ Natürlich sind Teile dieser „Liquidität“ über den Finanzmarkt zurück an realwirtschaftliche Unternehmen geflossen und haben so BIP-relevante Transaktionen ausgelöst. Dieser Umweg ist ineffizient und hat weniger Einkommenswachstum generiert als notwendig ist, um die Verbindlichkeiten auf Dauer solide zu refinanzieren, die Preisinflation bei Finanzanlagen zu verhindern und die Finanzstabilität zu garantieren.

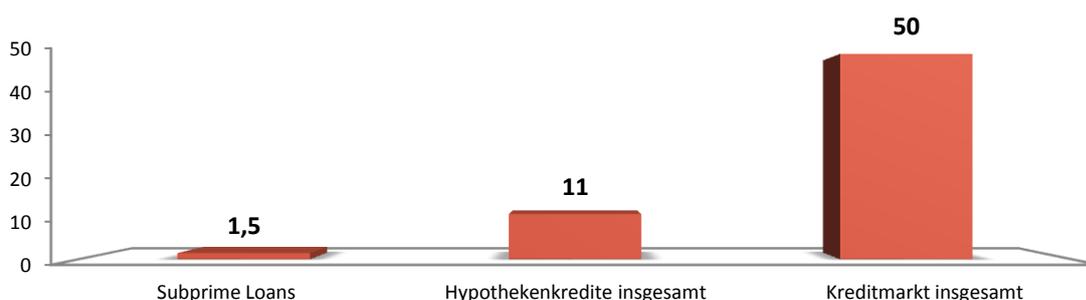
Der hier präsentierte Erklärungsansatz ermöglicht eine alternative Position zur gängigen Idee einer Finanzierung von Investitionen über die endogene Geld- und Kreditschöpfung und fügt sich ein in den postkeynesianischen Ansatz: Es bedarf nicht der vorherigen Ersparnisbildung

²⁷ Vgl. Jörg Huffs Schmid (2002): Politische Ökonomie der Finanzmärkte. Hamburg; Rainer Lenz (2011): Get rid of banks and build up a modern financial world! Paper for the 17th Workshop on Alternative Economic Policy in Europe; Wien, S. 3 ff.

bevor Bankkredite zur Verfügung gestellt werden können. In der industriellen Geldwirtschaft mit funktionsfähigen, effizienten Banken gibt es keine physische „Kapitalverknappung“ und auch keinen Zwang, dafür die Sparquote (privat/gesamtwirtschaftlich) zu steigern. Weder ist dies ein Gebot der Stunde zur Refinanzierung in der aktuellen Finanzkrise, noch sinnvoll in stabilen Zeiten zur Finanzierung beispielsweise eines sozial-ökologischen Umbaus. Die Höhe der Ersparnis ist keine absolute Grenze und so behinderten die jeweiligen Sparquoten auch nicht die zurückliegende Finanzmarktexpansion, die dann in die Krise mündete. Bei Bedarf können Banken die erforderliche Liquidität über den Kreditschöpfungsprozess erhalten, entscheidend bleibt die Höhe des daraus finanzierten Anteils BIP relevanter Investitionen. Denn nur sie schaffen neues Einkommen und hierüber können dann erst die Kredite und Tilgungsraten auf stabiler Basis refinanziert werden. Vorausgesetzt, dass sich die Zinsen und Renditewünsche sich am BIP-Wachstum orientieren und es keine signifikanten Änderungen der Kreditbedienungen und Einkommen (*cash flows*) gibt.

Genau diese Bedingungen der Stabilität sind in den letzten Jahrzehnten massiv verletzt und so die Instabilität erhöht worden. Kleine Änderungen führen dann zu starken Preiskorrekturen bei den Vermögenswerten und die Neubewertung aller Finanzanlagen und Kredite beginnt. Nun haben Vermögenswerte keine objektiven, natürlichen Preise, sondern deren Preis wird immer in Relation zu anderen Anlagen ermittelt werden. D.h. die Preise sind endogen volatil und genau aus diesem Grund ist die Stabilität der ökonomischen Bedingungen und noch mehr der finanziellen Struktur in und zwischen den Nationen essentiell. Folglich ist auch zwischen den Auslösern und den Ursachen von Finanzkrisen klar zu differenzieren. Beispielsweise liegt die Ursache der jüngsten Krise weder im singulären Versagen in den USA oder des angelsächsischen Kapitalismus per se, noch waren faule Hypothekenkredite (*subprime*) die Ursache. Letzteres war nur Auslöser für die längst überfällige Korrekturphase (Abb. 2).

Abbildung 2) „Faule“ US-Hypothekenkredite vor Ausbruch der Krise 07/08 (Billionen US- $\text{\$}$)



Quelle: Mark Jickling (2009): Causes of the Financial Crisis; Congressional Research Service; Washington DC

Ebenso ist die aktuelle „Eurokrise“ keine Währungskrise oder Staatsschuldenkrise, verursacht allein durch strukturelle Ausgabenprobleme der Staaten im Euroraum. Auf der finanziellen Ebene liegen die Ursachen in allen Industrienationen in deren maroden, dysfunktionalen und deshalb heute „insolventen“ Bankensektor. Solange diese Probleme nicht gelöst werden, so lange werden unterschiedliche kleine und große Auslöser stets zur neuerlichen Zuspitzung führen, die konsequenter Weise bis in einen Exzess – also dem Crash und dem Zerschlagen der Eurozone – münden können.

Steuerung und Entwicklung der Kreditexpansion

Verkürzt beschrieben unterstellt der wirtschaftswissenschaftliche Mainstream eine Steuerung der Kredit- und Geldschöpfung durch die Zinspolitik der Zentralbank, die so den Preis des Kredits und damit die Anpassung der Ersparnisbildung bestimme. Neben den behandelten und weiteren Annahmen setzt diese Steuerung die vollkommene Information und Transparenz des Marktgeschehens voraus. Jedoch widerspricht die Existenz von „Geld“ den Grundannahmen: Denn „Geld“ dient deshalb als Zahlungsmittel, da seit jeher Intransparenz und eine mangelnde Informationen die Realität für die Wirtschaftssubjekte ist! Alle Ideen zur zinsbedingten Anpassung und Tendenz zur Markträumung auf dem Geld- und Kreditmarkt sind schon allein deshalb hinfällig. Der Preis (also Zins) bestimmt eben nicht die Marktentwicklung, genauer die Expansion und/oder Kontraktion der Kredit- und Geldschöpfung. Der Kreditmarkt wird vielmehr über die Menge rationiert und deshalb liefert die Entwicklung des Kreditvolumens bessere empirische Ergebnisse zur Entwicklung des BIPs und der Geldmenge.

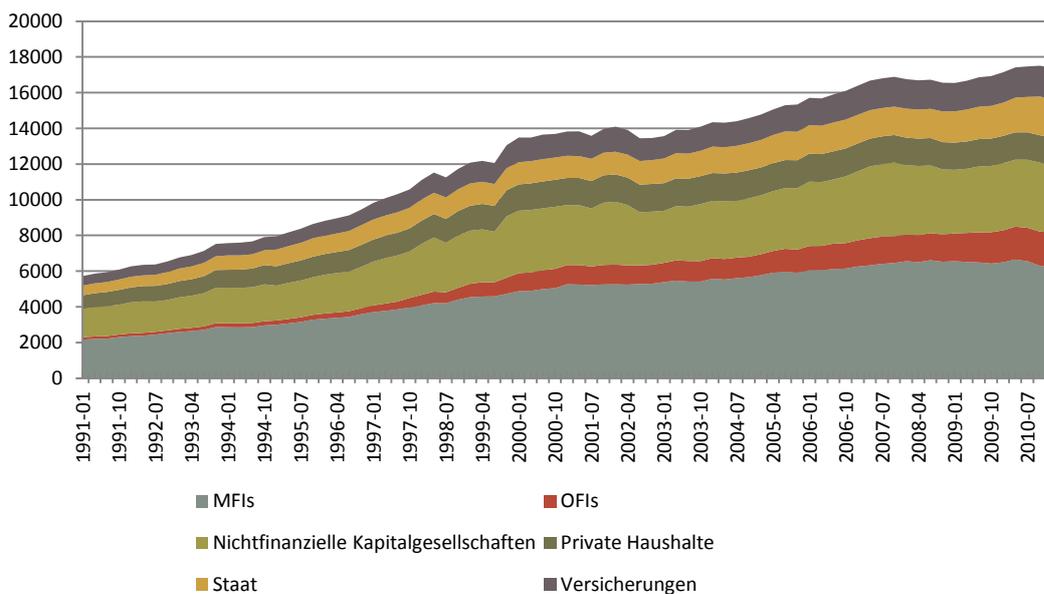
Nun kann der Kreditmarkt im Prinzip von zwei Seiten rationiert werden: durch die Höhe des Angebots (Banken) und der Nachfrage (Kreditnehmer). Allerdings zeigt sich, dass letztlich die Nachfrage nach Krediten unbegrenzt ist. Denn selbst bei exorbitant hohen Kreditkosten könnte es immer noch Nachfrager geben, die einen so hohen Gewinn ihre Investitionen und/oder Anlagen prognostizieren, dass sich die Kreditaufnahme dennoch lohnen würde. Im Umkehrschluss kumulieren sich bei steigenden Kreditkosten steigende Ausfallrisiken bei den Banken. Rationale, gewinnmaximierende Banken werden folglich den Zinssatz der Kredite unter dem somit unreal (hohen) Gleichgewichtszinssatz halten und den Markt rationieren. Banken bestimmen demnach über die Kreditkonditionen das Angebot und somit das Volumen der Kreditmenge – ungeachtet der Zinssätze der Zentralbank. Banken bestimmen zugleich, welchem Zweck die Kreditexpansion dienen soll. Denn sie geben vor, in welcher Relation BIP relevante oder Nicht-BIP relevante Kredite vergeben werden. Die Möglichkeit der Kreditrationierung der Banken verweist dann auf die meist unzureichende Antwort einer zentrale Frage: Gibt es in der Finanzkrise eine Kreditklemme? Der Hinweis, alle nachgefragten Kredite werden bedient, klärt dabei wenig, da theoretisch jede nachgefragte Menge bedient werden könnte (s.o.). Entscheidend bleibt auch in der Krise, welche Art von Krediten vergeben werden, wie restriktiv die Nachfrage bedient wird und wie viele Anträge im Vorfeld abgelehnt oder erst gar nicht gestellt werden.

Die Kreditrationierung der Banken bestimmt vor, in und nach einer Finanzkrise die übrigen makroökonomischen Parameter. Denn die Finanzierung von Projekten in einer Wirtschaft ist auf die Überbrückung eines Zeithorizonts (z.B. von der Entwicklung, Vermarktung bis zum Verkauf eines Produktes) angewiesen. Die Übernahme der Risiken des Ausfalls und der Fehleinschätzung wird über die Banken gesamtwirtschaftlich organisiert und damit der Einzelnen entlastet. Hier liegen die Funktionen und das Kerngeschäft der Geschäftsbanken. Über den unsicheren Zeitraum werden Rückflüsse (*cash flows*) aus den Projekten unterstellt, die aber noch nicht realisiert werden und für diesen Zeitraum muss die Finanzierung gesichert sein, die über den gesparten „Geldstock“ in einer Wirtschaft hinausgehen muss. Ansonsten wäre die Dynamik gestört und die Entscheidung des Mitteleinsatzes wäre lediglich eine Wahl zwischen unterschiedlichen Formen von Investition und Geldanlage. Die entsprechende *Geldmenge* wird also *endogen* über die *Kreditexpansion* geschöpft. Beides wird in jeder modernen Volkswirtschaft über die Zentralbank gesichert und die ausgereichte Kreditmenge ist entscheidende Budgetrestriktion. Gibt es also keine Markträumung auf dem Kreditmarkt über den Preis (Zins), sind alle Überlegungen um die Vor-/Nachteile von Staatsinterventionen mittels Zentralbank oder die These von der generellen Überlegenheit von Preissignalen und der „Marktsteuerung“ hinfällig. Denn sie verfehlen schlicht ihren Gegenstand.

Angesichts der seit 2007/08 neuerlich empirisch widerlegten Ideen z.B. zur „Effizienz“ der Kapitalmärkte, Rationalität der Akteure, Solidität der Preissignale sind staatliche respektive gesellschaftliche Interventionen zur Regulation und Steuerung der Geld- und Kapitalmärkte weniger ideologisch als bisher zu bewerten. Es lassen sich zudem Regeln und Anreize besser legitimieren, die eine Steuerung der Kredit-/Geldschöpfung mit einer rationalen wirtschafts-, finanz-, fiskal- oder sozialpolitischen Zielsetzungen verknüpfen. Letztlich sind der Charakter der „Geldpolitik“ und die Funktion des Bankensektors als öffentliches Gut zu betonen. Hierzu liefert die vorgelegte Kurzanalyse einige Ansatzpunkte. Die praktische Krisenintervention der EZB belegt zudem, dass die Intervention der Zentralbank möglich und deshalb auch in wenig turbulenten Zeiten sinnvoll und effizient sein kann.

Unzweifelhaft hat die bisherige Kreditexpansion und Geldschöpfung der privaten Banken die finanziellen Transaktionen befördert und BIP-relevante Transaktionen „diskriminiert“. Für die kritische Wirtschaftswissenschaft und Öffentlichkeit war es deshalb keine Überraschung, dass eine Korrektur einsetzen musste. Unbestimmt waren die möglichen Auslöser, der Zeitpunkt, die Übertragungswege und Ansteckungsgeschwindigkeit. Wer nun aber glaubt, die Ursachen der Finanzkrise lägen außerhalb Europas und sei quasi aus den USA, GB oder generell dem „Ausland“ eingeschleppt worden, hat schon von Beginn an geirrt. Den Aufbau von Vermögensblasen mittels Kreditexpansion und rapiden Anstieg der Verbindlichkeiten gab es seit jeher auch in Europa und eben auch in Deutschland (Abb. 3). Zudem stand der deutsche Einfluss in der EZB immer deren effizienter Ausrichtung und erweiterten Zielerreichung entgegen. Beispielhaft sind auch die unzähligen Gesetze zur deutschen Finanzmarktreform seit Ende der 1990er Jahre unter Rot-Grün und Schwarz-Rot. Es gab die Preisinflation bei Vermögenswerten (Beispiel: Neuer Markt) und die Geschäftsfelder der europäischen und deutschen Banken orientierten sich immer an internationalen Modellen und waren zugleich Taktgeber für die Konkurrenz. Die deutsche Finanzstruktur und das Bankensystem sind damit im Kern ähnlich marode und dysfunktional wie im „Rest der Welt“.

Abbildung 3) Verbindlichkeiten in Deutschland von 1991 bis 2011 (Mrd. Euro; Brutto)



Quelle: Bundesbank 2011; OFIs/Other Financial Institutions („Schattenbanksektor“ nach BuBa Definition)

Grundvoraussetzung eines veränderten, effizienten Einsatzes der EZB (neben Änderungen von Statuten und Verträgen) sind (i) die Anerkennung des gesamten Instrumentariums einer normal funktionierenden Zentralbank als legitim. D.h. alle ideologisierten Betrachtungen der „Geldpolitik“ und um Interventionen mit demokratischer und zielorientierter Richtung sind zu beenden. Damit ist (ii) die Lösung von der strikten Selbstbindung nach Ausrichtung auf die Preisstabilität sowie (iii) eine alternative Analyse und realitätsbezogene Bewertung zentraler Mechanismen auf den Geld- und Kapitalmärkten zwingend. Dann erst könnten Banken- und Finanzkrisen in ihrer negativen Wirkung besser begrenzt werden. Präventiv ist die Kredit- und Geldschöpfung zu unterbinden, die Nicht-BIP relevante Transaktionen (C_F) fördern. Denn damit wird die Preisinflation bei den Vermögenswerten ermöglicht und es steigt das systemische Risiko. Die Kreditgewährung für (C_F) lässt sich aber nur solange ausdehnen, wie neue Kredite zu eben diesen Zwecken generiert und zugleich Einkommen zur Bedienung der Verbindlichkeiten umgelenkt werden. Beides wird stabil und auf Dauer unmöglich sein.

Folglich wird die Expansion zum Stillstand kommen und kollabieren – kurzfristig im Crash, langfristig in der Stagnation. Mit dem Rückgang der Vermögenspreise wird der realisierte oder prognostizierte *cash flow* einbrechen. Die Vermögenswerte verlieren den Status als Sicherheit (u.a. für Kredite) und müssen abgeschrieben und verkauft werden. Es reduzieren sich damit aber nicht automatisch die Verbindlichkeiten und so steigt mit dem Preiseinbruch der Vermögenswerte immer der Grad der Verschuldung bis hin zur Insolvenz. Eine solch vereinfachte Abfolge zeigt sich sowohl auf der Mikroebene und mit Abstrichen/Ergänzungen bei der Finanzierung von „Staatsschulden“ über den Kapitalmarkt. In dieser Konstellation verknappen die Banken von sich aus und/oder durch externe Anforderungen (z.B. Erhöhung des Eigenkapitals, Steigerung der Mindestreserven etc.) die Kreditvergabe und die BIP relevanten Transaktionen werden erneut diskriminiert. Die finanzielle Krise wirkt dabei stets verstärkend oder erzeugt über den Kreditkanal die realwirtschaftliche Krise und das Fehlverhalten der Akteure vertieft und verlängert die Krise. Die Regulation des Bankensektors ist überfällig, um den Geld- und Kreditschöpfungsprozess neu zu organisieren. Hierbei ist nicht nur die „endogene Instabilität“ (H. Minsky) des Finanzmarktes präventiv zu reduzieren, sondern zugleich sollten übergeordnete wirtschafts-, finanz- und sozialpolitische Ziele effizienter als bisher erreicht werden können.

(II) Forderungen

Angesichts der formulierten Überlegungen stellt sich nunmehr die Frage, wie und mit welcher Zielsetzung der Bankensektor reguliert werden soll. Ungeachtet inhaltlicher Differenzen über die Instrumente, ist zu trennen zwischen der Regulation/Intervention *während* einer Krise und *nach* einer Krise. Letzteres sind präventive Maßnahmen, um den Aufbau destabilisierender Faktoren in normalen Zeiten zu verhindern. Oder sie sind „nachsorgender“ Art, um finanzielle Belastungen der Krisenphase abzutragen, verantwortliche Personen in Wirtschaft und Politik zur Rechenschaft zu ziehen und andere Anreizstrukturen zu setzen. Die Trennung in Phasen und eine daraus resultierende Sequenz der Regulation ist entscheidend, um durch falsche Maßnahmen den sozioökonomischen Schaden einer Finanzkrise nicht zusätzlich durch regulative Fehlentscheidungen zu vergrößern – vor allem auf realwirtschaftlicher Ebene.

Oberstes Ziel der Regulation des Bankensektors ist, die *Finanzierung von Transaktionen möglichst effizient und zu geringen Kosten zu gewährleisten und alle endogenen Momente der Instabilität des Finanzsektors zu minimieren*.²⁸ Anders ausgedrückt sollte jeder übertriebene Anstieg der Geld- und Kreditschöpfung für Nicht-BIP relevante Transaktionen (C_F) strikt unterbunden werden. Es ist damit zu klären, was „übertrieben“ heißt und welcher Indikator als Maßstab dienen kann. Ein solcher Indikator wäre die Entwicklung von (C_F) zur Gesamtmenge des Kreditvolumens (C) in einer Volkswirtschaft und/oder einem Währungsraum, mit dem spekulative Preisblasen bei den Vermögenswerten präventiv erkannt werden könnten.

Nun haben aber Vermögenswerte (ähnlich Immobilien) keinen objektiven, natürlichen oder richtigen Preis. Deshalb geht jede Frage, ob ein Preis viel zu hoch oder viel zu niedrig ist am Problem vorbei und mündet meist in unfruchtbaren Debatten über den wahren Preis eines Vermögenswertes und den Spekulationsbegriff. Das Wachstum von (C_F/C) signalisiert hingegen sehr früh den Anstieg der „Liquidität“ und verweist auf eine Umverteilung von Einkommen für Nicht-BIP relevante Transaktionen. Es steigen deren Volumen und die nominellen Vermögenspreise (*asset-price inflation*). In fast allen Banken- und Finanzkrisen der Vergangenheit hat die Entwicklung von (C_F/C) diese Umstände angezeigt, was u.a. zielgerichtete Interventionen von Zentralbanken (Thailand, Indien, Japan) auslöste.²⁹ Nach orthodoxer Interpretation reduzieren solche Interventionen stets die behauptete Effizienz des Kapitalmarktes.³⁰ Wie beschrieben basiert dieser Einwand auf falschen und meist irrealen Annahmen zum Bankensektor und der Kredit-/Geldschöpfung und ist strikt zurückzuweisen.

²⁸ Fragen zur Eigentumsstruktur und formalrechtlichen Organisation des Bankensektors sind der behandelten ökonomischen Funktionalitäten nachgeordnet und werden hier nicht weiter behandelt.

²⁹ Vgl. Werner (2007, S. 296 ff.)

³⁰ Die konventionellen Interventionen zielten vor 2007/08 darauf, Nicht-BIP relevante Transaktionen zu fördern. Es gab weder im Anschluss an die Asienkrise, die Krisen in Lateinamerika und Russland (1998/99), noch der New Economy Krise (2000/01) in der OECD eine differenzierte Bewertung der Kreditexpansion und endogenen Geldschöpfung. Gesetzt wurde auf den positiven Vermögenseffekt steigender Preise von Finanzanlagen und Immobilien, um die Konjunktur zu stützen. Statt also direkt BIP relevante Transaktionen zu fördern und dafür kostengünstig Finanzmittel über die Zentralbank bereitzustellen, wurden ineffiziente und weiter destabilisierende Maßnahmen favorisiert oder zumindest nicht diskriminiert. Warum der direkte konjunkturpolitische Weg über den Zentralbankkredit kostengünstiger ist vgl. Matthias Kroll (2008): Monetäre Stabilität und die Finanzierung von Staatsdefiziten durch Zentralbankkredite bei endogener Geldmenge. Berlin

Akute Krisenphase: Crash verhindern und stabilisieren

Ist eine Krise ausgebrochen und nimmt sie zudem einen systemischen Charakter an, sind alle Debatten über die zurückliegenden Fehler akademisch sinnvoll und können helfen, zukünftige Fehler zu vermeiden. De facto ist aber die Verhinderung eines Totalabsturzes oder Crash wesentlicher Säulen der Geld- und Kapitalmärkte die entscheidende Zielstellung. In dieser Hinsicht sind sämtliche Forderungen zur Aufarbeitung der Sünden und Nachlässigkeiten der Vergangenheit (u.a. härtere Bilanzrichtlinien, mehr Eigenkapital, stärkere Überwachung etc.) moralisch berechtigt und sympathisch. Deren strikte Umsetzung in dieser Phase wird jedoch der Lösung der akuten Probleme nicht gerecht. So wie eine falsche Politik eine übertriebene Geldschöpfung mittels Kreditexpansion und Spekulation befördern konnte, wird auch die Implementierung der Regulierungen in aller Härte in einem kurzen Zeitraum zum finanziellen Crash und zur realwirtschaftlichen Kontraktion (Deflationsspirale) führen müssen.

Jede scharfe Kontraktion der Kreditvergabe und die rigide Einforderung ausstehender Verbindlichkeiten – aus welchen Gründen immer – führt direkt zum Ausfall der effektiven Nachfrage. Hieraus resultieren weitere negative Entwicklungen für die *cash flows* und eine neuerliche, zeitversetzte Anpassungen der Forderungen und Verbindlichkeiten, ein Anstieg der Abschreibungen und einer flächendeckenden Zunahme von Konkursen. Es werden in der Regel also ständig mehr Kredite notleidend und können nicht bedient werden, was wiederum die Risikoaversion der Banken erhöht. Deren Zurückhaltung bei der Kreditvergabe steigt und damit wird erneut die Kreditverknappung befördert. Die Rezession kann schließlich in eine sehr langfristige Stagnation übergehen, die sich über Jahrzehnte (siehe Japan) erstrecken und als Pendant der euphorischen Phase vor der Krise gelten kann.³¹

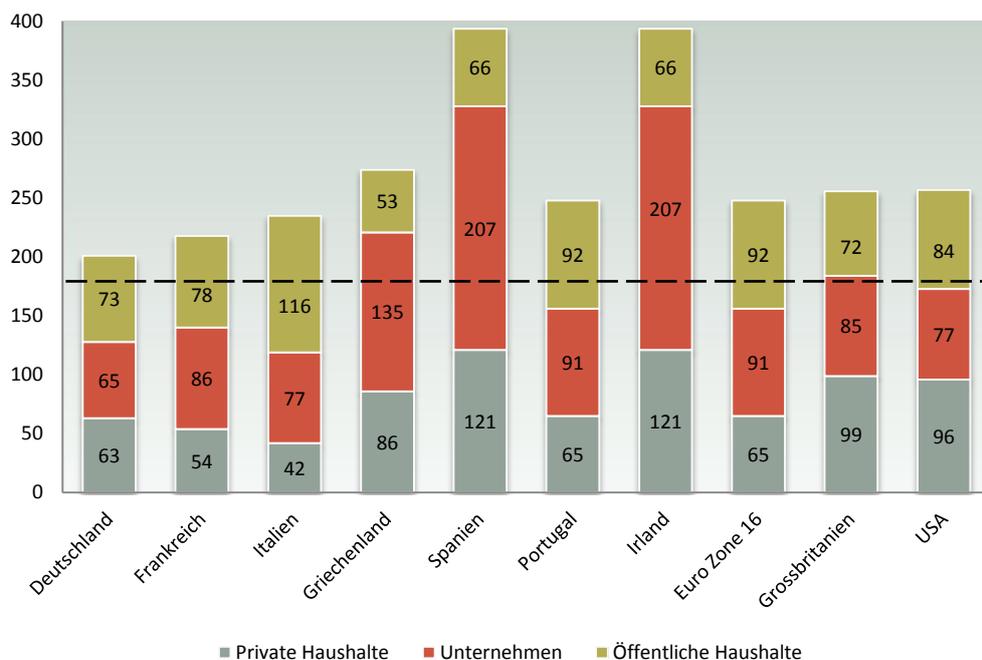
Deshalb sind in der akuten Phase einer systemischen Finanzkrise umfassende Interventionen von Regierung und Zentralbank in den Bankensektor *erstens* unabdingbar. Die Interventionen müssen *zweitens* an den Kernursachen in den Bilanzen der Akteure, primär der Banken und anderer Finanzakteure ansetzen. *Drittens* sind diese Interventionen vom ersten Moment an strikte, rigide Auflagen für den gesamten Bankensektor zu koppeln (totale Transparenz der Geschäftsfelder, Offenlegung der Bilanzen, Buchprüfungen von unabhängiger Stelle, Einleitung strafrechtlicher Untersuchungen etc.). Die Vorgaben nach grundsätzlicher Reorganisation im Anschluss an die Rettungsphase müssen früh rational, klar und unerbittlich gegenüber allen Akteuren kommuniziert werden. Wenn ein weitgehender „Vertrauensverlust“ (herkömmliche Position) für den Zusammenbruch des Interbankenmarktes und ständig neue Spekulationswellen verantwortlich wären, kann Vertrauen über diese „weichen“ Faktoren möglicherweise aufgebaut werden. Nur hilft Psychologie nicht aus der Krise. Denn hinter dem Vertrauensverlust stehen ein rapider Preiseinbruch bei nicht werthaltigen Finanzanlagen und steigende Verbindlichkeiten. Die Solvenz der Finanzakteure ist damit in der Breite faktisch nicht mehr gegeben.³²

³¹ Nun können sich neoliberale und/oder „schlichte“ Gemüter an einer solchen Situation durchaus erfreuen. Erstere profitieren von der Krise und nutzen sie, um die ewig gleichen Rezepte in härtere Dosis zu empfehlen und das hohe Lied von der schmerzhaften Anpassung an die „Märkte“ vorzutragen. Letztere können sich dem Fatalismus hingeben und in endlosen Debatten über die Gier und amoralische Welt ergehen und behaupten, die große Reinigung sei längst überfällig gewesen und eine neue Bescheidenheit predigen. Für keine progressive politische Kraft kann eine dieser Varianten die Richtschnur sein. Denn sie würde sich ins praktische Abseits manövrieren und bräuchte keine politischen Vorschläge mehr formulieren.

³² Inwiefern subjektive Fehleinschätzungen krisenverschärfend wirken ist hier nebensächlich. Beispielsweise würde ein so ausgelöster *bank-run* (und/oder *fire sale*) auf eine oder mehrere Banken keine systemischen Risiken beinhalten, wenn die Instabilität des Sektors nicht hoch ist. Der Zusammenbruch einer oder mehrere Banken könnte problemlos über bestehende Sicherungsmechanismen und partielle Interventionen aufgefangen werden.

Die akute Krisenphase hat 2007/08 eingesetzt. Die Kernprobleme sind seither durch falsche, zeitverzögerte Interventionen nicht gelöst worden. Vielmehr sind sogar destabilisierende Elemente verstärkt worden, entsprechend hat sich der Abschreibungsbedarf kumuliert. Die Notwendigkeit einer „Kapitalisierung“ der Banken in allen Industrienationen ist eben deshalb bei aller Bilanzkosmetik mittlerweile hoch, soll die flächendeckende, ungesteuerte Insolvenz verhindert werden. Die in der Berichterstattung und öffentlichen Debatte im Fokus stehenden „faulen“ Staatsanleihen der PIIGS Länder (Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien) sind nur ein Element für die Zuspitzung der Krise. Die Finanzstrukturen sind umfassend marode und die skizzierten Zusammenhänge werden täglich empirisch bestätigt. Beispielsweise beziffert die *Boston Consulting Group/BGC* (Sept. 011) mittels Zahlen der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* einen Schuldenüberhang (Spiegelbild der Kreditexpansion) in der Eurozone von 6,1 Billionen US-\$, in Großbritannien von 1,25 Billionen US-\$ und in den USA von 8,24 Billionen US\$. Nach geltendem Verständnis sollten die kumulierten Schulden der privaten Haushalte, der Unternehmen und Staaten aber nicht mehr als 180% des BIP übersteigen (Abb. 4).

Abbildung 4) Prozentualer Anteil der Verbindlichkeiten und Abschreibungsbedarf



Quelle: Boston Consulting Group: Collateral Damage - Back to Mesopotamia? Sept. 011, S. 5

Die notwendigen Abschreibungen würden laut BGC flächendeckend den Kollaps von Banken und Finanzdienstleistern in der OECD zur Folge haben. Dabei werden von der BGC nicht einmal die Kredite der Finanzinstitute untereinander und an den „Schattenbankensektor“ berücksichtigt, noch werden Zweit-/Drittrundeneffekte usw. oder die Kreditvergabe in die osteuropäische Peripherie (ca. 7 Billionen US-\$) taxiert. Auch diese Kredite können und werden nicht mehr in vollem Umfang bedient und sind abzuschreiben (vgl. *The Telegraph; Europe's lost decade as \$ 7 trillion loan crunch looms, 18.10.2011*)

Die akute Krisenphase ist längst nicht beendet, deshalb hat die Intervention der Zentralbank *viertens* über den Ankauf (i) der Aktiva der Banken zu erfolgen (primär Problemkredite und besicherte Immobilien und Vorzugsaktien, die von den Banken emittiert werden, um sich zu

refinanzieren) und (ii) über den Kauf öffentlicher Anleihen (Staatsschulden) auf den Primär- und Sekundärmarkt. Der Aufkauf der Staatsschuldentitel stabilisiert zum einen diesen zentralen Anleihemarkt, der Signalfunktion für alle anderen Vermögenspreise hat. Mit dem Aufkauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank wird die Fiskalpolitik der Regierungen monetisiert und ein *crowding-out* privater Investitionen vermieden.³³

In der nächsten Phase wäre *fünftens* die Kreditschöpfung durch die Geschäftsbanken zu stimulieren, jedoch sind dabei Schwerpunkte zu setzen: Die BIP-relevanten Transaktionen sind zu fördern, alle Nicht-BIP relevanten Transaktionen (mittels Kreditvergabe) sind zu diskriminieren. Die Kreditschöpfung kann einerseits über die Kreditaufnahme der Staaten direkt bei den Geschäftsbanken erfolgen, bei paralleler Einstellung bzw. Rückführung der Anleiheemission. Denn die Anleiheemission ist ein Nullsummenspiel, da die Anleihen gegen Geld getauscht werden und diese Liquidität so stillgelegt bzw. gebunden wird. Bei der direkten Finanzierung über die Geschäftsbanken können diese ihre Aktiva direkt in Höhe der Kredite an den Staat erhöhen. Damit wird in gleicher Höhe neue Kaufkraft geschöpft und nicht nur bestehende (in der Krise stetig sinkende) Kaufkraft umverteilt.³⁴ Andererseits können Regierungen und Zentralbank auch als Gewährträger der Banken (Garantien etc.) fungieren und so deren Kredite an die Industrie, die privaten Haushalte usw. absichern, die von einer krisenbedingten Kreditkontraktion betroffen sind und die nicht zu spekulativen (Nicht-BIP relevanten) Transaktionen genutzt werden.

Die indirekten Methoden der Intervention umfasst die Außerkraftsetzung bestehender Regeln (zur Bilanzierung, Bewertung von Forderungen/Verbindlichkeiten, Eigenkapitalrichtlinien und Sicherungsmechanismen usw.), um die Kreditkontraktion nicht zu fördern. Nun sind aber seit 2007/08 fast sämtliche dieser Regeln modifiziert und damit u.a. der Crash verhindert worden. Da die skizzierte Konditionalität der monetären Interventionen (Garantien, Kapitalspritzen, Aufkauf von Wertpapieren etc.) aber zugleich strikt missachtet wurde, konnte sich eben kein „Vertrauen“ bilden und die Situation nicht stabilisieren. Im Gegenteil. Durch die Aushebelung fast aller diesbezüglichen Regeln ist es nur logisch, dass eine annähernd „realistische“ bilanzielle Bewertung der Forderungen und Verbindlichkeiten im Finanzsektor derzeit unmöglich ist. Folglich sind die Ausfallrisiken hoch geblieben und genau deshalb funktioniert respektive existiert der Interbankenmarkt seit 2007/08 auch nicht mehr.

³³ Finanziert ein Staat in der Krise sein Defizit konventionell über Anleihen, wird das für den Kauf erzielte Geld bzw. die Liquidität stillgelegt. Hierüber kann die Kreditexpansion z.B. zur Finanzierung privater Investitionen beeinträchtigt werden, da die Anleihefinanzierung der Unternehmen direkt in Konkurrenz zur Staatsanleihe steht. Letztere gilt in der Krise als sicherer und so „trocknet“ der Markt für Unternehmensanleihen aus. Natürlich lässt sich diskutieren, ob sich Staaten überhaupt mit Anleihen über den Markt finanzieren sollten oder müssten. Theoretisch und praktisch gibt es effizientere, kostengünstigere Formen. Dessen ungeachtet sind jedoch in der Finanzkrise der Kauf der Staatstitel und die Einstellung in die Zentralbankbilanz nicht als „Verlust“ zu werten. Die Anleihen könnten etwa zum Buchwert (z.B. 1000 Mrd. Euro) gekauft und Marktwert (z.B. 200 Mrd. Euro) eingestellt werden. Die 800 Mrd. Euro Differenz sind aber kein „Verlust“. Vielmehr hat die Zentralbank einen Gewinn von 200 Mrd. Euro gemacht, da sie neues Geld zu Einstandskosten von 0 Euro schöpft. Sie erwirbt ein Aktivum von 200 Mrd. Euro. Die Darstellung eines Verlustes von 800 Mrd. Euro in der Zentralbankbilanz macht keinen Sinn. Denn diese Bilanz ist nicht mit der Bilanz einer Geschäftsbank, eines Unternehmens oder privaten Haushaltes zu verwechseln! Diese falsche Idee resultiert noch aus der Zeit, als Geld in Gold zu festen Kursen getauscht werden konnte, was aber heute nicht mehr der Fall ist und deshalb werden Verluste zwischen Buch- und Marktwert bei der Zentralbank nicht ausgewiesen. Vgl. Werner 2007, S. 396; FN 3

³⁴ Selbstverständlich lässt sich über die Konditionalität der Kreditaufnahme (Zinssatz, Laufzeit etc.) diskutieren und fragen, ob sie über alle Institute oder primär öffentliche/genossenschaftliche Akteure laufen soll uvm.

Nach dem Sturm: durchgreifen, aufräumen, reorganisieren

Nach der akuten Krisenphase mit breiter, signifikanter Intervention von Regierungen und Zentralbanken sind konsequent, schnell und umfassende Regulationen durchzusetzen, um die Krisenkosten gerecht zu verteilen, verantwortliche Personen zur Rechenschaft zu ziehen und aus den Fehlern zu lernen.³⁵ Nun liegt es schon allein an der Komplexität des Finanzsystems und Krisenprozesses, dass sich unzählige Forderungen formulieren lassen und es abweichende Ansatzpunkte gibt. Ungeachtet dessen sind die

- (i) *Logik und Klarheit der Forderungen und deren Allgemeinverbindlichkeit* zentral. Dies ist u.a. wichtig für die Kommunikation und Voraussetzung wirkungsvoller Regulation, um ein Ausweichverhalten der Akteure zu unterbinden.
- (ii) *Ursachen und Wirkungen* zu beachten und zu trennen.
- (iii) *Forderungen nach Sequenz, Relevanz und Wichtigkeit* zu ordnen.

Entscheidend sind nicht überspezialisierte, juristisch verklausulierte Detailvorschläge. Die Vorschläge müssen primär die Gefahr neuer Krisenzuspitzung bis hin zum Crash minimieren. Zusätzlich ist der Finanzsektor nach einer systemischen Krise generell neu zu organisieren, wobei sich über das „wie“ streiten lässt. Im weiteren Text werden nicht alle Forderungen aufgelistet, sondern nur eine kurze Auswahl der öffentlich diskutierten Ideen präsentiert. Eine Kurzbewertung schließt sich an, die nicht vollständig ist und sich aus der vorherigen Analyse ergibt. Die Einwände sind nicht zu verstehen als prinzipielle Ablehnung, sondern dienen nur zur inhaltlichen Qualifizierung und Einordnung.

Finanztransaktionssteuer (FTS)

In unterschiedlichen Varianten gehört die Forderung heute fast zum Allgemeingut und wird selbst von offizieller Regierungsseite gern erwähnt. Ungeachtet der fehlenden Umsetzung wird mit deren Einführung an den skizzierten Zusammenhängen und Strukturen auf den Finanzmärkten signifikant nichts verändert. Dies ist auch kein Zweck des Instruments. Primär sollen lediglich die kurzfristig, spekulativen Käufe und Verkäufe verzögert oder verhindert werden, indem ein „prohibitiv“ wirkender Steuersatz auf die Transaktionen erhoben wird.³⁶

Technisch und organisatorisch ist dies heute relativ problemlos möglich, jedoch setzt die Steuer (wie alle Steuern/Abgaben) an der Modifikation der Sekundärverteilung an. D.h. die Ursachen und finanziellen Möglichkeiten der Spekulation werden nicht ausgeräumt, da u.a. die ökonomische Trennung von BIP relevanten und Nicht-BIP relevanten Transaktionen und die vorgelagerte Kreditexpansion und Geldschöpfung hierüber gar nicht reguliert werden kann. Sollten die entscheidenden Finanztransaktionen über die FTS wirkungsvoll diskriminiert werden, muss der Steuersatz weit über das bisher diskutierte Maß gehoben werden. Allerdings stellt sich dann sofort die Frage, warum ein Verbot bestimmter Produkte nicht zielführender ist und gleich an den Ursachen angesetzt wird. Zur Regulation des Bankensektors dient die FTS deshalb immer nur bedingt und muss in einen umfassenderen regulatorischen Kontext eingebunden sein.

³⁵ Keine Finanzkrise kommt ohne weitgehendes Versagen bestehender Aufsichtsstrukturen, dem Verstoß gegen geltendes Recht, krassen ökonomischen, politischen Fehlentscheidungen und dem organisierten Betrug aus. Folglich hat die klare juristische Aufarbeitung und Anpassung der Rechtsvorschriften wichtig Signalfunktionen.

³⁶ Vgl. Helge Peukert (2011, S. 461 ff.): Die große Finanzmarktkrise. Marburg

Der Charme der FTS liegt darin, hierüber die Besteuerung finanzieller Transaktionen bzw. aller Produktionsfaktoren (Kapital und deren Derivative) zu fordern. Es macht keinen fiskal- oder steuerpolitischen Sinn, Finanztransaktionen von der Steuerpflicht auszunehmen, zumal die Ergebnisse der Deregulierung und Förderung des Finanzmarktes eben nicht nur positiv sind. In vielen Ländern sind ähnliche Steuerinstrumente in den 1990er Jahren abgeschafft worden (u.a. Börsenumsatzsteuern und Kapitalverkehrssteuern) entsprechend hat die FTS in einen Konzept für eine „gerechte“ Steuerpolitik ihren Platz. Aber wie alle steuerpolitischen Instrumente sollte die FTS fiskalpolitisch, regulatorisch nicht überbewertet werden.

Bilanzregeln und Eigenkapitalvorschriften

Im Zuge der jüngsten Finanzkrise ist offenkundig geworden, dass das Eigenkapital der Banken in der Breite nicht ausreicht, um Verluste und Abschreibungen auf Forderungen ohne ein rapide steigendes Insolvenzrisiko vornehmen zu können. Generell sind die Bilanzregeln, die Definition des Eigenkapitals und Risikogewichtung von Forderungen (darüber sollte die Höhe des Eigenkapital zur Verlustvorsorge ermittelt werden) bis 2007/08 sehr flexibel an die Erfordernisse der Kreditexpansion und Fremdfinanzierung angepasst worden. Darüber hinaus sind die Definitionen des Eigenkapitals unterschiedlich und die stärkere interne Vorsorge und Absicherung reduziert stets die Profitabilität der Banken. Entsprechend war und bleibt die interne Risikovorsorge in den Banken immer rudimentär.³⁷

Aufgrund der endogenen Instabilität des Finanzsektors und der Finanzierungsbeziehungen müssten theoretisch alle Forderungen zu 100 Prozent über das Eigenkapital aufgefangen werden. Praktisch wird nie mit dem Totalausfall respektive der massenhaften Liquidierung in kurzem Zeitraum gerechnet. In Phasen relativer Stabilität ist diese Annahme richtig und das Eigenkapital reicht oft aus, um kleine und mittlere Ausfälle aufzufangen. Jedoch werden die Vorschriften und Regeln gerade deshalb „gelockert“ und flexibel gehandhabt. Folglich sind die bestehenden Vorschriften und Vorsorgepuffer ein „Schönwettersystem“ was funktioniert, solange es nicht in der Breite in Anspruch genommen wird.

Nach jeder Finanz-/Bankenkrise wird der Ruf nach massiver Verschärfung der Bilanzregeln und Eigenkapitalrichtlinien laut, um präventiv Risiken einzudämmen und die Mittel der Finanzakteure zur Risikovorsorge zu binden. Aktuell werden – außerhalb des „linken“ Lagers und selbst in der Finanzbranche – Eigenkapitalforderung bis zu 30 Prozent diskutiert. Die vor 2007/08 als sehr hoch bewerteten Anforderungen von Basell III (im Schnitt unter 10 Prozent) sind in Teilen bereits Makulatur und werden selbst durch zahlreiche offizielle Vorschläge überholt. Dennoch bleibt die Definition der Eigenkapitalquoten sehr widersprüchlich und auch noch so hohe Quoten haben Bank- und Finanzkrisen allein nie verhindert.

Ebenso sind noch so ausgefeilte Risikomodelle und daraus resultierende Gewichtungen nie in der Lage (i) die systemischen Risiken adäquat zu erfassen. Bestenfalls kann nur die

³⁷ Es gibt im Prinzip drei Eigenkapitalquoten: *Tier 1* (Kernkapitalquote) besteht aus Grundkapital und (Gewinn)Rücklagen (plus eventueller stiller Einlagen). *Tier 2* enthält zusätzlich u.a. nicht realisierte Gewinne aus Finanzanlagen und *Tier 3* umfasst zusätzlich noch Anleihen mit Laufzeiten zwischen 2-5 Jahren. Die Risikogewichtung wiederum unterstellte für Staatsanleihen bisher einen Wert von 0 (kein Risiko, keine Eigenkapitalvorsorge). Für Kredite an Banken und Länder mit hoher Bonität wurde eine Gewichtung von 0,2 angesetzt. Für sehr gut (AAA) bewertete Anleihen aus dem Unternehmenssektor wird 0,2-0,5 veranschlagt. Bei der Risikobewertung spielen die privaten Ratingagenturen die entscheidende Rolle. Die positive Bewertung für bereits bei der Konstruktion „wertlose“ Schrottpapiere erhöht die Möglichkeiten des Erwerbs und Verkaufs dieser Papiere. In der Regel wird die Kernkapitalquote verstanden als Eigenkapitalquote dividiert durch die gewichtete Risikoquote. Folglich gibt es allein deshalb eine große Bandbreite an Kernkapitalquoten.

Wahrscheinlichkeit eines begrenzten und singulären Schadenfalls taxiert werden, nie das komplexe Finanzrisiko mit dessen dynamischen Effekten abgebildet werden. Zusätzlich werden (ii) über die „Auslagerung“ von Risiken in den Schattenbanksektor alle noch so guten Forderungen ad absurdum geführt. Hohe Eigenkapitalregeln im regulierten Bankensektor können dann also nicht einmal das Risiko annähernd beziffern, da über diesen Umweg die Forderungsausfälle und Bilanzrisiken auch nicht in den Bewertungen enthalten sind. Alle Forderungen zu verschärften Bilanzregeln und zum Eigenkapital sind mit strikter und harter Regulierung des Schattenbanksystems zu verbinden. Darüber hinaus wären diese Forderungen auf die Trennung zwischen den BIP relevanten und Nicht-BIP relevanten Transaktionen abzustimmen. Schließlich wäre als dritter Schritt eine Trennung zwischen unterschiedlichen Bankentypen bzw. Geschäftsfeldern eine Grundbedingung.

Völlige Transparenz und Kontrolle des Schattenbanksektors

Angesichts der bisherigen Überlegungen und der realen Erfahrungen macht es überhaupt keinen makroökonomischen Sinn, ein unreguliertes Schattenbanksystem gewähren zu lassen. Selbst wenn hieraus Effizienzvorteile resultierten, wären sie durch die immensen Kosten und gesamtwirtschaftlichen Schäden seit 2007/08 mehr als vernichtet worden. Richtig ist, dass die entsprechende Gewinnsteigerung bei den regulären Banken über eben diese Struktur (Hedge Fonds, Zweckgesellschaften etc.) möglich war, die u.a. für die rapide steigenden Boni seit Ende der 1990er Jahren bei den Finanzakteuren verantwortlich ist.

Richtig ist auch, dass ohne das Schattenbanksystem der gesamte Verbriefungsmarkt kaum wie beobachtet expandiert wäre. Die vermeintliche Auslagerung von Risiken aus den offiziellen Bankbilanzen hat aber nicht wie behauptet funktioniert. Die Risiken wurden damit umverteilt und haben sich an bestimmten Stellen (z.B. bei Rückversichern, siehe AIG) kumuliert. In dem Maß, wie aus den Geschäften positive *cash flows* resultierten und in die offiziellen Bilanzen eingestellt wurden, mussten in der Krise die ausfallenden *cash flows* und dann der Verlust des Vermögenswertes verbucht werden und negativ wirken.

Eine makroökonomisch rationale Begründung für das Schattenbanksystem gibt es nicht und wie nach 2007/08 selbst von der deutschen Bundesregierung gefordert, darf es im Prinzip keine unregulierten Produkte und Akteure geben. Voraussetzung dafür ist u.a. das Verbot aller OTC-Geschäfte (*over the counter*). Alle Geschäfte mit Derivaten und ähnlichen Produkten sind über offizielle Börsen und Institutionen abzuwickeln. Denn nur so lassen sich Volumina und die so erzeugte „Liquidität“ erfassen und in den Prozess bei Bedarf steuernd eingreifen.

Funktionale Trennungen im Bankensektor

International diskutiert und gefordert wird die Trennung der Geschäftsfelder – verkürzt zwischen dem Investmentbanking und dem normalen Kredit- und Einlagengeschäft. Die Verwaltung der Sichteinlagen, Angebote für Sparer wie die Kreditvergabe für BIP relevante Transaktionen sollten primär über Geschäftsbanken mit verbesserter Eigenkapitalsicherung und effektiver Regulation abgewickelt werden. Bereiche der konventionellen Investmentbank (z. B. Eigenhandel mit Finanzanlagen, Finanzierung von Fusionen und Übernahmen, Begleitung von Aktien- und Anleiheemission, Vermögensmanagement, Vergabe von Krediten für finanzielle Transaktionen, Konstruktion und Vertrieb hochkomplexer Anlageprodukte) sind strikt davon zu trennen. Es wird über diese Forderung eingestanden, dass die expansive Ausdehnung der genannten Geschäftsfelder die Instabilität des gesamten Finanzsektors also

stark erhöhte. Deshalb war eine flächendeckende, umfassende Rettung der Finanzbranche bzw. Stützung der Finanzarchitektur zwingend, obwohl die traditionellen Geschäftsfelder kaum in gleicher Höhe krisenfördernd waren.

Auf diesen Ansatz geht u.a. das in den 1930er Jahren installierte Trennbanksystems in den USA (*Glass-Steagall Gesetz*) zurück, wobei es zahlreiche Lücken gab und die Trennung nie total war. Allerdings hatten die „Investmentbanken“ keine Banklizenz und keinen direkten Einfluss auf die Geldschöpfung. In der jüngsten Krise konnten die Investmentbanken wiederum erst gerettet werden, als sie zu „richtigen“ Banken wurden. Ansatzpunkt für das Trennbanksystem ist implizit der Aspekt der Geldschöpfung über die Kreditexpansion und der Aspekt der Mittelverwendung. Letztlich müsste bei einem strikten Trennbanksystem u.a. auch alle Banken realwirtschaftlicher Industrieunternehmen (z.B. VW, BMW, Mercedes) das „normale“ Kundengeschäft einstellen. Ziel ist die „Sterilisierung“ der Funktionsbereiche und es soll damit die Risikoübertragung und Ansteckungsgefahr reduziert werden. In der Krise und bei Liquiditätsproblem könnte demnach die Insolvenz eines Bereichs problemlos in Kauf genommen werden, ohne die Spareinlagen der Bevölkerungsmehrheit und das normale Kreditgeschäft zu gefährden.

Was in der Theorie simpel scheint, ist praktisch nicht durchzuhalten. Die unterschiedlichen Finanzakteure bleiben über die verschiedensten ökonomischen Prozesse und die Bilanzen (*cash flows*) miteinander verbunden. Auch mit Trennbanksystem gibt es deshalb immer auch Banken- und Finanzkrisen. Allerdings könnte die Stützung (*bail out*) des Systems weniger hohe Mittel erfordern, wozu aber völlig klar und transparent sein müsste, dass Investmentbanken bei Problemen nicht gestützt werden und keine Form der staatlichen Einlagensicherung greifen wird. Insolvenzen schlagen demnach voll auf den Kunden durch und eben dieser Ansatz ist von Politik und Zentralbank konsequent durchzuhalten. Im Ernstfall wird aber diese Politik nicht durchgehalten, da (i) die Effekte nicht abzuschätzen sind und (ii) die Stützung der Institute ab einer bestimmten Größe aus sozioökonomischen Gründen und massiver Lobbyarbeit einsetzen wird. Die Forderung nach einem Trennbanksystem (als Trennung der Funktionen als auch Institutionen) ist deshalb ohne Forderung nach Größenbegrenzung und Aufspaltung bestehender Banken und Finanzinstitute kaum sinnvoll und nicht hinreichend.

Zerschlagung von Großbanken und deren Dezentralisierung

Die Finanzkrise hat ein zentrales Problem offen gelegt: Solange Banken und Finanzakteure in Bedrängnis geraten, die gemessen an ihrer Bilanzsumme oder anderer Kennzahlen klein sind, können sie insolvent werden und untergehen. Je Größer die Bank, desto eher wird sie gerettet, um *spillover*-Effekte auf den Finanzsektor und die Realwirtschaft zu verhindern. Alle großen Akteure können damit auf die Intervention der Zentralbanken und Regierungen bauen und so vergrößert sich ihre Risikobereitschaft (*moral hazard* Problem). Sind nun Banken zu groß, um unterzugehen bzw. sind sie systemrelevant (für das *too big to fail* gibt es bis heute keine klare Definition), sind sie schlicht zu groß. Folglich müssten sie selbst nach herrschender Position zerschlagen und aufgespalten werden und deren Geschäftsfelder sind neu zu strukturieren. Auch diese Forderung ist nicht linksradikal, sondern rational und in der Wissenschaft ebenso fast Allgemeingut. Diskutiert wird etwa über eine Obergrenze von 100 Mrd. US-Dollar. Allerdings scheitert ein solcher Vorstoß (2010 von Mervyn King, Chef der englischen Zentralbank) bisher in der Praxis. Die Zerschlagung oder Entflechtung wurde bisher nie in einer ruhigen Phase aktiv verfolgt. Wenn überhaupt, steht sie in der akuten Krisenphase am Ende der Rettung und anschließenden Abwicklung des Instituts (aktuell DEXIA Bank). So

berechtigt und sympathisch die Forderung nach signifikanter Schrumpfung der Großbanken ist, mit einer Dezentralisierung allein sind die skizzierten Probleme aber nicht zu lösen. Denn auch in einem Verbund kleiner Einheiten lässt sich spekulativ das endogene Finanzrisiko so weit erhöhen, dass ein Konglomerat kleiner Einheiten fallen könnte.³⁸

Folglich wäre die Intervention über die Zentralbank und Regierung bei einem potentiell hohen Schaden in einem dezentralisierten System stets notwendig und somit weiter entsprechendes Fehlverhalten der Akteure vorgezeichnet. Dabei braucht nicht mal bewusstes kriminelles und schädliches Verhalten unterstellt werden. Es reichen der normale Herdentrieb und die Homogenität der Anlageprodukte und Verkaufsstrukturen, um gleichgerichtete, riskante Entwicklungen zu ermöglichen. Entscheidender Ansatzpunkt bleibt also auch hier die makroökonomische Zielsetzung und die Rolle der Kreditexpansion und Geldschöpfung, um auch bei kleineren Einheiten die zentralen Krisenursachen zu reduzieren.

Restrukturierung schlägt Regulation

Alle angeführten (und weiteren) Regulationen sind in der beschriebenen Phase nach einer akuten Krise wichtig. Sie lassen sich mehr oder weniger konsistent begründen und sind nicht allein aus linken Kreisen zu vernehmen. Der Nachteil aller regulatorischer Ansätze liegt darin, dass die Forderungen für sich allein genommen kaum wirken und auch zusammen nicht den durchschlagenden, zumeist nur unterstellten Erfolg haben können. Verantwortlich dafür sind *einerseits* die Innovationsdynamik der Finanzakteure selbst, die schnell auf die Regulation reagieren und versuchen, diese zu umgehen und so Regulierungsarbitrage einzustreichen. *Andererseits* ist der Ansatz über die Regulation aus den genannten Gründen strukturell unzureichend, um zentrale Ursachen überhaupt anzugehen. In der Kurzanalyse wurde deshalb der Prozess der endogenen Geld- und Kreditschöpfung in der modernen Geldwirtschaft skizziert. Aber genau an diesem Mechanismus setzten die meisten Forderungen der Regulation gar nicht an. Solange aber die Geschäftsbanken eben diese entscheidende makroökonomische Funktion relativ autonom wahrnehmen können, kann der beschriebene Krisenprozess immer wieder neu virulent werden. Die Regulation – die vor der Krise zu lasch war, gelockert wurde und im besten Fall nachher korrigiert wird – wirkt nicht präventiv.³⁹

Die Reorganisation des Bankensektors und der Finanzmärkte wäre deshalb der effektivere Ansatz respektive die Regulation müsste stringent damit verbunden werden. Dazu müsste aber klar sein, wie Finanzierungsprozesse in der modernen Geldwirtschaft *real* funktionieren und wie makroökonomische Ungleichgewichte (nicht nur im Hinblick auf Ex- und Importe) sich über diese Finanzierungsstrukturen auswirken. Alle Debatten um die bessere Regulation sind ohne die Rückbindung an die Realität utopisch und illusionär oder rückwärtsgerichtet, da sie die Finanzierung und den Bankensektor nicht auf der Höhe der Zeit analysieren. Ein Ausdruck der Realitätsblindheit ist das mangelhafte Verständnis der Rolle einer Zentralbank und der Geschäftsbanken in einer Situation, in der es keine Golddeckung der Währung und feste Wechselkurse mehr gibt. Hier liegen dann auch zentrale Gründe, um die Rolle der EZB völlig neu zu definieren und deren politische Selbstbindung auf das Ziel der Preisstabilität und eine strikte Inflationsbekämpfung auf den Waren und Gütermärkten in Kombination mit der strikten Austeritätspolitik zu beenden.

³⁸ Exemplarisch lässt sich die Krise der kleinen Sparkassen und Genossenschaftsbanken in den USA von 1984 (*saving & loan crisis*) anführen. Zu dieser Zeit war das Trennbankensystem nach dem *Glass Steagal Gesetz* noch in Kraft. Die Größe allein ist also nicht entscheidend für die Krisenanfälligkeit, was aktuell auch die relative Robustheit des kanadischen Bankensystems belegt. Der dortige Markt wird von drei Großbanken dominiert.

³⁹ Vgl. Jan Toporowski (2005): *The End of Finance*. Routledge. Ders. (2009): *It's not about Regulation*. *DIIS Working Paper 09/08*. Copenhagen