

Jörg Althammer¹

Die Finanzmarktkrise im Licht der Sozialen Marktwirtschaft

1. Einleitung

Die Finanzmarktkrise hat die globale Wirtschaft fest in ihrem Griff. Verursacht durch den Zusammenbruch des amerikanischen Immobilienmarktes wurden gleichsam über Nacht Vermögenswerte in Höhe von 1,4 Billionen US \$ vernichtet. Um einen vollständigen Zusammenbruch des Bankensystems zu verhindern, wendet allein die Bundesrepublik Deutschland ca. 500 Mrd. € zur Stützung des Kreditwesens auf. Hinzu kommen die diversen Stützungsaktionen für die Realwirtschaft. Alle Volkswirtschaften des EU-Raums werden in diesem Jahr die Defizitkriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts massiv verletzen; allein die Bundesrepublik Deutschland wird für 2009 eine Rekordneuverschuldung in Höhe von ca. 50 Mrd. € aufweisen. Die Finanzmarktkrise hinterlässt auch ihre Spuren in der Realwirtschaft: für das Jahr 2009 wird mit einem Wachstumseinbruch von -6% und damit mit der tiefsten Rezession seit Bestehen der Bundesrepublik gerechnet.

Die Finanzmarktkrise ist sicherlich die massivste, aber nicht die einzige ökonomische Krise, die die Marktwirtschaft erschüttert. Allein in der Geschichte der Bundesrepublik lassen sich vier einschneidende Krisen ausmachen, die erhebliche Auswirkungen auf den Wirtschaftsstandort und den Sozialstaat hatten. Mitte der 1970er und Anfang der 1980er Jahre waren es die beiden Ölpreiskrisen, die die Bundesrepublik nach einer Phase der Vollbeschäftigung mit dem Phänomen der lang anhaltenden und strukturell verfestigten Massenarbeitslosigkeit konfrontierten. Der Beschäftigungsgrad in Deutschland verschlechterte sich in nur einem Jahrzehnt gravierend. Ausgehend von Voll- bzw. Überbeschäftigung, die noch bis Mitte der 1970er Jahre geherrscht hatte, stieg die Arbeitslosenquote auf über 10% im Jahr 1983. In den 1990er Jahren war die arbeitsmarktpolitische Situation durch die anhaltende Krise am ostdeutschen Arbeitsmarkt gekennzeichnet. Und in den Jahren von 2001 bis 2005 erlebte die Bundesrepublik eine Rezession von bislang nicht gekannter Dauer.

Bereits dieser kurze Blick in die jüngere Wirtschaftsgeschichte zeigt, dass wirtschaftliche Zyklen, die auch krisenhafte Züge annehmen können, ein fester Bestandteil der marktwirtschaftlichen Ordnung sind. Die Auffassung, dass Marktwirtschaften inhärent stabil seien, d.h. dass vollständig deregulierte Arbeits-, Güter- und Finanzmärkte von sich aus zu einem stabilen Gleichgewicht tendieren, findet sich mittlerweile allenfalls noch in einführenden wirtschaftswissenschaftlichen Lehrbüchern und Texten zur ökonomischen

¹ Ich danke meiner stud. Mitarbeiterin, Frau Elisabeth Does, für ihre Unterstützung bei der Literaturrecherche und der Abfassung des Textes.

Dogmengeschichte.² Alle neueren ökonomischen Modelle berücksichtigen explizit bestehende Friktionen in den Anpassungsprozessen und die Möglichkeit des Marktversagens. Allerdings unterscheiden sich die theoretischen Ansätze erheblich hinsichtlich der Ursachen, die zu diesen krisenhaften Erscheinungen führen, und bezüglich des Ausmaßes der Störungen, die der Markt hervorruft im Vergleich zu den Friktionen, die staatliches Handeln induziert. Insofern kommen sie auch bei der Frage „Markt“ oder „Staat“ zu ganz unterschiedlichen Antworten.

Bereits Joseph Alois Schumpeter (1942) bezeichnet die Marktwirtschaft als einen Prozess der „schöpferischen Zerstörung“.³ Bestehende Produkte und Produktionsverfahren werden von neuen Technologien ersetzt, existierende Unternehmen werden von Innovatoren verdrängt. Dieser Innovations- und Verdrängungsprozess kann durchaus in Schüben auftreten, die sich dann in gesamtwirtschaftlichen Rezessionen entladen. Auf jede Rezession folgt jedoch eine anschließende Aufschwungs- und Boomphase, die die Gesellschaft insgesamt zu einem höheren Entwicklungsstand führt. Bei aller endogenen Krisenanfälligkeit ist die Marktwirtschaft nach Schumpeter einer zentral gesteuerten Planwirtschaft wirtschaftlich und sozial weit überlegen, da nur die Marktwirtschaft und das auf den Märkten zum Ausdruck gebrachte Gewinnstreben der Individuen die Grundlage für Innovation und wirtschaftlichen wie sozialen Fortschritt darstellt.

Krisentheoretiker marxistischer Provenienz interpretieren ökonomische Krisen zwar ebenfalls als allgemeine Gesetzmäßigkeit kapitalistischer Systeme, sie leiten daraus jedoch ganz andere Schlüsse ab. Für sie sind rezessive Phasen ein Indiz für die Ineffizienz des marktwirtschaftlichen Systems, aus der die Notwendigkeit zur Systemüberwindung folgt.⁴ Überakkumulation und verschlechterte Verwertungsbedingungen des eingesetzten Kapitals (das „Gesetz des tendenziellen Falls der Profitrate“) sind zwangsläufige Begleiterscheinungen der kapitalistischen Produktionsweise. Diese Krisen können kurz- und mittelfristig durch eine Ausweitung der Absatzmärkte abgemildert werden. Dies führt letztlich jedoch nur zu einer Globalisierung der Krise; langfristig strebt das kapitalistische System seiner Selbstüberwindung zu.

Eine grundsätzlich andere Position bei der Erklärung von Krisenphänomenen nimmt das wirtschaftspolitische Konzept des Ordoliberalismus ein. Ebenso wie Schumpeter gehen die Ordoliberalen davon aus, dass die Marktwirtschaft zentral gesteuerten Zwangsverwaltungssystemen sowohl ökonomisch wie ethisch überlegen ist. Um Wettbewerb und individuelles Gewinnstreben auf das Gemeinwohl hin zu kanalisieren, ist es jedoch erforderlich, die Märkte einer staatlich gesetzten Ordnung zu unterwerfen. Denn

² Die Annahme einer „prästabilierten Harmonie“ wurde von den klassischen Ökonomen des 18. Jhds. vertreten und findet sich in axiomatisierter Form in der allgemeinen Gleichgewichtstheorie. In der modernen ökonomischen Theorie ist der Gleichgewichtsansatz jedoch nur der Ausgangspunkt für die Analyse realer Märkte.

³ Vgl. hierzu auch Hayek (1971).

⁴ Für eine marxistisch inspirierte Interpretation der Finanzmarktkrise vgl. Priewe (1988) sowie den Beitrag von Altwater in diesem Heft und die dort angeführte Literatur.

die „spontane Ordnung“ Hayek’scher Provenienz führt nicht zur Herausbildung kompetitiver Märkte, sondern zur Monopolisierung, zur Kartellbildung und damit zur Aufhebung des Wettbewerbs. Der Staat hat deshalb die Aufgabe, die Funktionsfähigkeit der wettbewerblichen Ordnung sicher zu stellen; Wettbewerb ist insofern eine staatliche Veranstaltung. Gefordert ist dabei ein „starker Staat“, der über den Partikularinteressen der einzelnen – auch marktmächtigen – Akteuren steht und universelle, allgemein gültige Regeln implementiert. Tief greifende Verwerfungen wie die jüngste Finanzmarktkrise sind demnach keine notwendige Begleiterscheinung marktwirtschaftlicher Systeme, sondern das Ergebnis falsch gesetzter ordnungspolitischer Rahmenbedingungen.

2. Das ordnungstheoretische Konzept der Sozialen Marktwirtschaft

Ordnungstheoretisch⁵ lässt sich die Soziale Marktwirtschaft als eine Kombination der ordoliberalen Theorie und der christlichen Gesellschaftslehre interpretieren. Der christlichen Soziallehre entstammt die Auffassung, dass der wirtschaftliche Prozess nicht unabhängig von politischen Zielen gesehen werden kann, sondern dass die Ökonomie vielmehr ein politisch zu gestaltendes Subsystem der Gesellschaft ist. Marktwirtschaft, Wettbewerb und wirtschaftlicher Fortschritt sind für sich genommen keine politischen Finalziele, sondern stets dem - gesellschaftspolitisch näher zu bestimmenden – Gemeinwohl verpflichtet. Die christlich inspirierte Gesellschaftslehre betont dabei ausdrücklich den Instrumentalcharakter des Marktes: der Marktmechanismus stellt ein zwar leistungsfähiges, aber doch gestaltungsbedürftiges Instrument zur Realisierung gesellschaftlicher Oberziele dar.⁶ In der Frage der konkreten Ausgestaltung der wirtschaftlichen Ordnung stützen sich die Vertreter der Sozialen Marktwirtschaft überwiegend auf die konstituierenden und regulierenden Prinzipien des Ordoliberalismus Eucken’scher Provenienz. Die Umsetzung und Einhaltung dieser Prinzipien sind nach ordoliberalem Verständnis die notwendige Voraussetzung dafür, dass marktwirtschaftliche Systeme dauerhaft funktionsfähig bleiben. Zu den konstituierenden Prinzipien

⁵ Neben dieser ordnungstheoretischen Bestimmung der Sozialen Marktwirtschaft wird diese Wirtschaftsform sehr häufig realtypisch bestimmt, d.h. die Soziale Marktwirtschaft wird mit der Wirtschafts- und Sozialordnung der Bundesrepublik Deutschland gleichgesetzt. Diese Verortung ist jedoch mit zwei Problemen verbunden. Zum einen ist nicht sichergestellt, dass die Wirtschaftspolitik der Gründerjahre der Bundesrepublik Deutschland dem theoretischen Konzept der Sozialen Marktwirtschaft entspricht. Zum anderen hat sich die Gestalt der Sozialordnung in den 60 Jahren seit Bestehen der Bundesrepublik nachhaltig geändert. Hier wäre dann zu überprüfen, ob diese Veränderungen im sozial- und wirtschaftspolitischen Bereich eine Abweichung vom ursprünglichen Konzept darstellen oder als eine Anpassung dieses Konzepts an aktuelle Herausforderungen zu interpretieren sind.

⁶ Dieser Instrumentalcharakter des Marktes wird aus der Definition Müller-Armacks deutlich, der die Soziale Marktwirtschaft als eine ordnungstheoretische Idee versteht, „deren Ziel es ist, auf der Basis der Wettbewerbswirtschaft die freie Initiative mit einem gerade durch die marktwirtschaftliche Leistung gesicherten sozialen Fortschritt zu verbinden“ (Müller-Armack 1956, S. 390). Vgl. auch Müller-Armack (1948).

marktwirtschaftlicher Ordnungen zählen zunächst die Gewährleistung von Privateigentum und Vertragsfreiheit; ohne die Einrichtung dieser fundamentalen Institutionen ist eine über Knappheitspreise gesteuerte Verkehrswirtschaft gar nicht möglich. Hinzu kommt das *konstituierende Prinzip der Haftung*. Unabhängig vom jeweiligen Wirtschaftssystem sind ökonomisch effiziente und wirtschaftlich nachhaltige Ergebnisse individuellen Handelns nur zu erwarten, wenn die Entscheidungsbefugnis mit der individuellen Haftung für diese Entscheidungen zusammenfällt. Sofern diejenigen, die Entscheidungen fällen, für die Konsequenzen ihrer Entscheidungen nicht eintreten müssen ist zu erwarten, dass ökonomisch unsinnige Entscheidungen getroffen und unverantwortlich hohe Risiken eingegangen werden. Des Weiteren ist ein ungehinderter Markteintritt zu gewährleisten. Denn nur die Möglichkeit des Markteintritts potenzieller Konkurrenten stellt sicher, dass sich die Marktteilnehmer dauerhaft wettbewerblich verhalten. Diese vier Prinzipien – Vertragsfreiheit, Gewährleistung des Privateigentums, Koinzidenz von Entscheidungskompetenz und Haftung und Offenheit der Märkte – bilden in ihrer Summe⁷ das institutionelle Gerüst des Marktes. Dieses Grundgerüst wird sozusagen „gerahmt“ von den politischen Prinzipien des „Primats der Währungspolitik“ und der „Konstanz der Wirtschaftspolitik“. Der Primat der Währungspolitik verpflichtet die Zentralnotenbanken zu einer stabilitätsorientierten Geldpolitik mit dem Ziel, Preisniveaustabilität zu gewährleisten. Denn nur unter den Bedingungen eines stabilen Preisniveaus können die Marktpreise ihre Indikations- und Lenkungsfunktion übernehmen. Das Prinzip der Konstanz der Wirtschaftspolitik verpflichtet die staatlichen Akteure zu einer strikten Regelbindung und lässt nur wenig Spielraum für prozesspolitische Maßnahmen. Insbesondere müssen wirtschaftspolitische Maßnahmen „marktkonform“ sein, d.h. sie dürfen den freien Preisbildungsmechanismus nicht außer Kraft setzen.

Die Ordoliberalen um Eucken erkannten jedoch auch, dass Märkte selbst unter den hier genannten Bedingungen versagen können. Außerdem kann der marktwirtschaftliche Prozess auch bei funktionsfähigen Märkten zu unerwünschten Verteilungsergebnissen führen. Sie forderten deshalb mit dem Katalog der „regulierenden Prinzipien“ weitere, den Markt einschränkende Maßnahmen. So findet sich die Forderung nach einer Internalisierung externer Effekte (Eucken spricht von einer „umfassenden Wirtschaftsrechnung“), einer staatlichen Monopolkontrolle und einer aktiven Einkommenspolitik. Als besonders gefährdet sahen sie den „notorisch unvollkommenen“ Arbeitsmarkt. Um einen schädlichen Lohnunterbietungswettbewerb zu unterbinden forderten sie die Festsetzung staatlicher oder tarifvertraglicher Lohnuntergrenzen. Trotz dieser geforderten staatlichen Eingriffe ist das ordoliberale Konzept von einem grundsätzlichen Marktoptimismus getragen. So bestand die Erwartung, dass sich die Probleme des Arbeitsmarkts und der Einkommensverteilung im Zuge des Wirtschaftswachstums sozusagen „von selbst“ lösen können. Die Notwendigkeit einer Monopolkontrolle sollte sich nach Möglichkeit durch die Offenhaltung der Märkte erübrigen und die Internalisierung externer Effekte durch die Ausweitung des

⁷ Walter Eucken betont mehrfach die „Zusammengehörigkeit“ der Prinzipien als zentrales Element seiner Konzeption.

Haftungsprinzips erfolgen. Bei hinreichendem Wirtschaftswachstum und entsprechender Anwendung der konstituierenden Prinzipien würde man somit auf die Umsetzung der regulierenden Prinzipien verzichten können. Die Vertreter der Sozialen Marktwirtschaft, insbesondere Oswald von Nell-Breuning, aber auch Alfred Müller-Armack und Winfrid Schreiber hingegen standen der Leistungsfähigkeit des Marktes skeptischer gegenüber und betonten dementsprechend die Notwendigkeit einer stärkeren politischen Gestaltung der Marktwirtschaft.

3. Die Ursachen der Finanzmarktkrise aus ordnungsökonomischer Sicht

3.1 Die Ursachen der Finanzmarktkrise

An dieser Stelle kann keine umfassende Analyse aller Faktoren gegeben werden, die zu der größten globalen Krise des Finanzsektors nach dem zweiten Weltkrieg geführt hat.⁸ Vielmehr sollen kurz die wesentlichen Elemente dargestellt werden, die in ihrer Kombination die Finanzkrise in ihrem globalen Ausmaß hervorgerufen haben.

Nach übereinstimmender Ansicht nahm die globale Finanzmarktkrise ihren Anfang in der Krise des amerikanischen Hypothekenmarktes, der sog. „Subprime“-Krise⁹. Der amerikanische Immobilienmarkt war in den vergangenen Jahren durch eine ausgesprochen hohe Dynamik gekennzeichnet. So stieg der Index der amerikanischen Wohnimmobilien in der Zeit von 1975 bis 1995 inflationsbereinigt lediglich um insgesamt 10%, zwischen 2000 und 2003 jedoch um fast 40%.¹⁰ Dieser starke Anstieg führte dazu, dass immer mehr Investoren in diesen Markt einstiegen und die Vergabe von Hypothekenkrediten fast explosionsartig zunahm. Im Zuge des Immobilienbooms wurden zunehmend auch Kredite an Schuldner geringer Bonität vergeben. Um die Risiken für die Hypothekenbanken zu begrenzen, wurden diese Kredite verbrieft und am Kapitalmarkt verkauft. Da die Kredite durch Immobilienwerte gesichert schienen, wurden die entsprechenden Wertpapiere zumeist mit der höchsten Bonitätsstufe bewertet.

In den Jahren 2007 und 2008 brach der US-Immobilienmarkt fast vollständig zusammen; in diesen beiden Jahren verlor der Immobilienindex über 34%. Da zahlreiche Kreditnehmer niedriger Bonität ihre Hypothekenschulden nicht mehr bedienen konnten, büßten die entsprechenden Papiere drastisch an Wert ein und belasten nun als „toxische“ Anlagen die Bilanzen der Geschäftsbanken.

Betrachtet man die Ursachen dieser Entwicklungen so stellt man fest, dass diese Krise durch eine sich gegenseitig verstärkende Kombination aus Staats- und Marktversagen verursacht

⁸ Mittlerweile liegen zahlreiche Untersuchungen zu den Ursachen und dem Verlauf der Finanzkrise vor; vgl. Cooper (2008), Funk (2009), Hahn (2008), Hellwig (2008), Neubäumer (2009), Taylor (2009) sowie die dort angegebenen Literatur.

⁹ Als „Subprime“ werden Hypothekenkredite bezeichnet, die keine erstklassige Bonität aufweisen.

¹⁰ Diese Angaben beziehen sich auf die Analysen von Goldman-Sachs aus dem Jahr 2005. Die Analysten hielten diesen Anstieg seinerzeit übrigens nicht für bedrohlich; vgl. Nielsen (2005).

wurde. Das Versagen der Kapitalmärkte ist seinerseits eine Folge der umfassenden Deregulierung des internationalen Kapitalverkehrs. Durch die unzureichende Regulierung der Finanzmärkte konnten Kreditinstitute sog. „Zweckgesellschaften“ (*special purpose entities*, sog. SPE`s) gründen, deren Ziel darin bestand, Ausfallrisiken für ein Kreditportfolio einer Bank zu übernehmen (sog. *credit default swap*). Da diese Zweckgesellschaften mit dem Mutterkonzern bilanztechnisch nicht konsolidiert wurden führte dies insgesamt dazu, dass innerhalb des Kreditsystems riskante Wertpapieranlagen mit zu wenig Eigenkapital unterlegt wurden. Dieser Prozess wurde durch die Verbriefung von Forderungen und durch das Zusammenführen von Forderungen unterschiedlicher Bonität zu „hybriden“ Wertpapieren noch unterstützt.¹¹ Letztlich wurde dadurch gegen den ordnungspolitischen Grundsatz der *Haftung* verstoßen. Denn durch die Verbriefung und den Weiterverkauf von Forderungen werden Ausfallrisiken weitergereicht, ohne das tatsächliche Risiko eines Wertpapiers für den Käufer transparent zu machen. Hinzu kommt, dass die privaten Bewertungsinstitutionen (Ratingagenturen), deren Aufgabe es gewesen wäre, die Bonität dieser Papiere risikoadäquat einzustufen, dieses Risiko systematisch unterschätzt haben. Diese systematische Unterschätzung ist zum einen darauf zurückzuführen, dass in den Modellen zur Risikosimulation immer nur der Ausfall *einzelner* Schuldner betrachtet wurde; dieser Forderungsausfall einzelner Darlehensnehmer sollte gerade durch die Bündelung von Hypotheken unterschiedlicher Bonität ausgeglichen werden, so dass die strukturierten Wertpapiere insgesamt eine sehr gute Risikobeurteilung erhielten. Diese Modelle berücksichtigten jedoch nicht das Risiko eines Zusammenbruchs des *gesamten* Immobilienmarkts. Dieser Marktzusammenbruch hatte zur Folge, dass auch Schuldner höherer Bonität ausfielen und die strukturierten Wertpapiere insgesamt an Wert verloren. Damit belasten die strukturierten Wertpapiere nun als „toxische“ Papiere die Bilanzen der Banken. Zum anderen ist die systematische Unterbewertung der Risiken aber auch darauf zurückzuführen, dass die Ratingagenturen nicht nur die Finanzprodukte bewerteten, sondern gleichzeitig die Beratung für die emittierenden Bankhäuser übernahmen. Damit hatten sie natürlich einen Anreiz, die Bewertung der Papiere im Sinne des emittierenden Bankhauses zu gestalten, d.h. eine möglichst hohe Bonität auszuweisen. Und schließlich liegt ein weiterer Grund für die Überbewertung der verbrieften Forderungen in der Tatsache, dass diese Bewertungen keine rechtsverbindlichen Auskünfte darstellen, sondern als rechtlich unverbindliche Empfehlungen gelten. Somit übernehmen die Ratingagenturen auch keine Haftung für fehlerhafte Bewertungen.

Diese Gründe verdeutlichen, warum das Bankenwesen einem „Platzen“ der spekulativen Immobilienblase relativ schutzlos ausgeliefert war. Sie erklären aber noch nicht, wie es zu den exzessiven Überbewertungen auf dem amerikanischen Immobilienmarkt kam. Hierfür sind im Wesentlichen zwei Faktoren ausschlaggebend, die dem Staatsversagen zuzuordnen

¹¹ An dieser Stelle ist es wichtig darauf hinzuweisen, dass aus ökonomischer Perspektive nichts gegen eine Verbriefung von Forderungen einzuwenden ist. Wenn ein bestimmtes Risiko die Kapazitäten eines einzelnen Finanzakteurs übersteigt ist es sogar sinnvoll, diese Risiken zu diversifizieren, d.h. über den Markt auf „mehrere Schultern“ zu verteilen. Wichtig ist jedoch, dass ein Käufer solcher Wertpapiere über das Risiko, das er dabei eingeht, informiert ist. Das war bei den hier beschriebenen Papieren nicht der Fall..

sind: eine extrem expansive Geldpolitik der amerikanischen Zentralnotenbank einerseits sowie einem ebenfalls sehr ehrgeizigen sozialen Wohnungsbauprogramm der amerikanischen Regierung andererseits..

Aufgrund einer sehr großzügigen Liquiditätsversorgung durch die amerikanische Zentralnotenbank lag der Referenzzins in den USA zwischen den Jahren 2001 und 2005 stets unter 1,5%. Mit dieser expansiven Geldpolitik wollte die Zentralnotenbank zum einen die wirtschaftliche Rezession bekämpfen, zum anderen sollte der private Konsum auf hohem Niveau gehalten werden.¹² Ökonomische Geldmengenziele wurden dabei bewusst vernachlässigt, d.h. das Ziel der Preisniveaustabilität – ordnungsökonomisch: der Primat der Geldpolitik – wurde bewusst verletzt. Dieses starke Wachstum der Geldmenge machte sich in einem starken Anstieg der Vermögenspreise, insbesondere der Immobilienpreise bemerkbar. Gleichzeitig erreichte die ohnehin niedrige amerikanische Sparquote einen historischen Tiefststand.

Zusätzlichen Auftrieb erhielt der Immobilienboom in den USA durch ein soziales Eigenheimprogramm der amerikanischen Regierung. Die Bush-Administration hatte sich zum Ziel gesetzt, auch Bezieher niedriger Einkommen und Haushalte mit unzureichenden Sicherheiten Immobilieneigentum zu verschaffen. Doch anstatt die Sparneigung der Bezieher geringer Einkommen durch Anreize zu erhöhen wurde versucht, dieses – sozialpolitisch durchaus richtige¹³ – Ziel im Rahmen des „minority home ownership plans“ durch eine staatliche Subventionierung von Hypothekenkrediten zu realisieren. Hinzu kamen Vergünstigungen für Investoren, die Immobilien an Personen mit geringer Bonität bereit stellten. Es erfolgte also ein direkter Eingriff in den Preisbildungsmechanismus – hier der Hypothekenkredite –, verbunden mit spezifischen Lenkungsangaben für Investoren auf den Immobilienmärkten. Sozialpolitik wurde also mit marktinkonformen Instrumenten betrieben.

3.2 Die internationale Ausbreitung der Krise

Die Verbriefung und Auslagerung von Hypothekenkrediten hatte zum Ziel, die Risiken der Hypothekenzentralbanken zu diversifizieren. Dazu wurden die neu entwickelten Wertpapiere auf die internationalen Kapitalmärkte übertragen und dort gehandelt. Insofern war die internationale Verbreitung dieser Wertpapiere und damit die Ausbreitung des Risikos bereits ein Element der ursprünglichen Finanzierungsstrategie. Für Deutschland ist jedoch besonders auffallend, dass von der Subprime-Krise weniger die privaten Banken als vielmehr die staatlich kontrollierten Finanzinstitute betroffen sind. Die in ihrer Existenz

¹² In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die amerikanische Zentralnotenbank nicht wie die Europäische Zentralbank politisch unabhängig ist, sondern in höherem Maße auf die Politik angewiesen und deshalb eher bereit ist, politische Vorgaben umzusetzen.

¹³ Die Bundesrepublik Deutschland verfolgt seit Beginn der 1950er Jahre eine Politik zur Förderung des Wohneigentums, insbesondere durch eine Förderung der Ersparnisbildung zum Immobilienerwerb.

gefährdeten Institute sind – neben der Hypo Real Estate¹⁴ – die IKB Deutsche Industriebank¹⁵ und die Landesbanken. Auch dieses zunächst kontraintuitive Phänomen lässt sich politökonomisch erklären. Denn diese Finanzinstitute standen unter dem besonderen politischen Druck, einerseits eine sichere und wertbeständige Anlagepolitik zu betreiben, andererseits jedoch Renditeziele zu erwirtschaften, die den Vorgaben privater Geschäftsbanken vergleichbar waren. Diesen Zielkonflikt versuchten die öffentlichen Kreditinstitute dadurch aufzulösen, dass sie sich stärker als andere Institute auf dem Markt für verbriefte Kredite betätigten. Dies versprach eine hohe Rendite bei gleichzeitig guter Bonität der Kapitalanlagen.

3.3. Ordnungspolitische Bewertung

Betrachtet man rückblickend die Finanzmarktkrise aus ordnungspolitischer Perspektive, so ist festzustellen, dass im Vorfeld dieser Krise gegen fast alle konstituierenden Prinzipien der Ordnungspolitik verstoßen wurde. Als zentrale Ursache erweist sich das Auseinanderfallen von Entscheidungsbefugnis und Haftung. Die Verbriefung von Hypothekenkrediten diente dazu, die Bilanzen der Hypothekenbanken zu entlasten und die Risiken über den Kapitalmarkt weiterzureichen. Eine besonders problematische Rolle nehmen dabei die *special purpose entities* ein, die im Wesentlichen dazu dienten, die Eigenkapitalvorschriften und damit die Haftungsregelungen des Kapitalmarkts zu unterlaufen. Problematisch ist auch, dass die Ratingagenturen ihre Bonitätsbewertung nur als „Empfehlungen“ ansehen und deshalb keine Haftung für eklatante Fehlbewertungen übernehmen. Denn gerade auf einem komplexen und intransparenten Markt wie dem der strukturierten Wertpapiere wäre es erforderlich, Informationsasymmetrien abzubauen und Transparenz zu schaffen. Da der Markt aus eigener Kraft offensichtlich nicht in der Lage ist, dieses Problem zu lösen, erscheint eine staatliche Regulierung überfällig.

Allerdings wurde die Krise auch durch Fehler der staatlichen Wirtschaftspolitik mit verursacht. Hier ist an erster Stelle die über Jahre hinaus anhaltende, stark expansive Geldpolitik der amerikanischen Zentralnotenbank zu nennen. Um das Wachstum künstlich zu stimulieren wurde der „Primat der Währungspolitik“, also die stabilitätsorientierte Geldpolitik bewusst verletzt. Die außerordentlich niedrigen Kapitalmarktzinsen haben aber erst den rasanten Anstieg der Hypothekendarlehen möglich gemacht und zu einem künstlichen Anstieg der Vermögenspreise geführt. Der inflationsbedingte Zinsanstieg ab 2006 führte schließlich zum Zusammenbruch dieser Finanzkonstellation.

¹⁴ Die Hypo Real Estate kann als privatwirtschaftlicher Vorläufer einer „bad bank“ angesehen werden, da in ihr die kritischen Immobilienwerte der Hypobank und der Vereinsbank vor deren Fusion ausgelagert wurden. Sie wurde im Zuge der die Subprime-Krise zahlungsunfähig und konnte nur durch staatliche Hilfen in Milliardenhöhe überleben. Von einer „Verstaatlichung“ dieses Instituts kann also keine Rede sein, da dieses Unternehmen unter reinen Marktbedingungen keine Vermögenssubstanz mehr aufweisen würde.

¹⁵ Hauptgesellschafterin der IKB war bis zu deren Verkauf die öffentlich-rechtliche Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW).

Und schließlich wurde die Krise dadurch verschärft, dass ein sozialpolitisch richtiges Ziel – die Förderung des Wohneigentums breiter Bevölkerungsschichten – mit falschen Instrumenten verfolgt wurde. Anstatt die Sparfähigkeit und Sparneigung von Beziehern niedriger Einkommen durch die Vergabe Wohnungsbauprämien zu stärken wurde versucht, durch eine künstliche Absenkung des Preises für Hypotheken die Eigentümerquote schnell anzuheben. Dies hat die Nachfrage nach Subprime-Hypotheken zusätzlich deutlich angeheizt. Diese Hypotheken konnten nach dem Zinsanstieg nicht mehr bedient werden und belasten nun die Bilanzen der Geschäftsbanken.

4. Fazit

Die dramatische Krise auf den internationalen Finanzmärkten hat das Vertrauen in die Marktwirtschaft grundlegend erschüttert. Kritiker marktwirtschaftlicher Systeme nehmen die Finanzkrise und die anhaltende Wachstumsschwäche der entwickelten Marktwirtschaften zum Anlass, das marktwirtschaftliche System insgesamt in Frage zu stellen.

Bei genauerer Betrachtung gibt es dafür keinen Grund. Es ist zwar richtig, dass alle hoch entwickelten marktwirtschaftlichen Ökonomien ein deutlich verlangsamtes Wirtschaftswachstum aufweisen. Diese Verlangsamung des Wachstumsprozesses ist aber eine ökonomische Notwendigkeit. Niemand kann erwarten, dass Volkswirtschaften mit einem hohen Pro-Kopf-Einkommen mit derselben Rate wachsen wie Schwellenländer oder wie die Bundesrepublik Deutschland in der Phase des Wiederaufbaus. Dass sich dieser Wachstumsprozess darüber hinaus in Zyklen vollzieht, ist eine systembedingte Notwendigkeit. Nach dem Ende des Feinsteueroptimismus keynesianischer Provenienz und aufgrund der Erkenntnis, dass diese Zyklen primär exogener Natur sind, ist es kein Ziel staatlicher Wirtschaftspolitik mehr, diese Zyklen selbst zu vermeiden. Die Aufgabe der staatlichen Wirtschafts- und Sozialpolitik ist es vielmehr, das Ausmaß dieser Schwankungen möglichst gering zu halten und insbesondere die sozialen Folgen der Rezession abzufedern. Dies sollte nach Möglichkeit über die automatischen Stabilisatoren des Systems sozialer Sicherung geschehen. Massive Krisen wie die derzeitige Krise auf den Finanzmärkten sind demgegenüber das Ergebnis falsch gesetzter wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen. Eine Rückbesinnung auf die ordnungspolitischen Grundlagen der Sozialen Marktwirtschaft, insbesondere auf den Grundsatz der privaten Haftung, kann dazu beitragen, ökonomische Verwerfungen dieser Größenordnung für die Zukunft zu verhindern.

Literatur

- Cooper, G. (2008): The Origin of Financial Crisis, Harrian
- Eucken, W. (1990): Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 6. Aufl., Tübingen
- Funk, L. (2009): Kontroverse volkswirtschaftliche Interpretationen zur Finanzmarktkrise – einige kritische Anmerkungen, in: Sozialer Fortschritt 4/2009, S. 79-83
- Hahn, F.R. (2008): Internationale Bankenkrise und die Rolle von Finanzaufsicht und Finanzinnovationen, WIFO-Monatsberichte 8/2008
- Hayek, F.A.v. (1971): Die Verfassung der Freiheit, Tübingen
- Hellwig, M. (2008): Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage-Financial Crisis, Bonn
- Müller-Armack, A. (1948): Die Wirtschaftsordnung sozial gesehen, in: ORDO. Bd. 1, S. 125-154
- Müller-Armack, A. (1956): Art. „Soziale Marktwirtschaft“, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Bd. 9, Stuttgart
- Neubäumer, R. (2008): Ursachen und Wirkungen der Finanzkrise – eine ökonomische Analyse, in: Wirtschaftsdienst 11/2008, S. 732-740
- Nielsen, E. (2005): Immobilienpreise ungefährlich für die Wirtschaft, in: manager-magazin v. 20.10.2005
- Priewe, J. (1988): Krisenzyklen und Stagnationstendenzen in der Bundesrepublik Deutschland – Die krisentheoretische Debatte, Köln
- Schumpeter, J.A. (1942): Capitalism, Socialism and Democracy, New York
- Taylor, J.B. (2009): The Financial Crisis and the Policy Responses: An empirical analysis of what went wrong. NBER working paper 14.631