

Umwelt, Ökonomie, Gesundheit: Resilienz statt Reparatur

Finanzkrise: Erwartbar? Beherrschbar?

Die ökonomischen Konsequenzen

DR. GERHARD SCHICK, MICHAEL PETERS / FINANZWENDE RECHERCHE



Seit den 1970er Jahren befindet sich das Finanzsystem immer häufiger im Krisenzustand. Zurückzuführen ist diese Vulnerabilität unter anderem auf die Finanzialisierung der Realwirtschaft, das Niedrigzinsumfeld gepaart mit dem Wachstum der Schattenbanken und die stetig anwachsende Vermögensungleichheit. Im März 2020 wurde die nächste Finanzkrise durch die Pandemie ausgelöst. Zwar konnten drastische Folgen durch die Antworten der Zentralbanken und Regierungen abgewehrt werden, die grundlegende Instabilität hat sich jedoch nicht verändert. Um die Resilienz des Finanzsystems zu erhöhen und die kontinuierliche Intervention der Zentralbanken zu beenden, bedarf es einer Politik, die den Finanzsektor streng reguliert.

Immer wieder Finanzkrise: Covid-19 und die Folgen für den Finanzmarkt

Auch wenn Krisen sich nicht vollständig verhindern lassen, so kann doch der verursachte Schaden antizipiert und minimiert werden. Die Covid-19-Pandemie lässt sich beispielsweise auf mangelnde Kapazitäten im Gesundheitsbereich¹, eine wachsende globale Interkonnektivität, ein zu intensives Landwirtschaftssystem² und eine schwindende Biodiversität³ zurückführen. Darüber hinaus hat die Austerität als Folge der Finanzkrise 2008 Länder anfälliger gegenüber der Covid-19-Krise gemacht.⁴ Neben aktuell circa 185 Millionen Ansteckungen und circa vier Millionen Toten⁵ hat die Pandemie auch eine Krise des globalen Finanzsystems verursacht und dessen Vulnerabilitäten aufgezeigt.

Im folgenden Beitrag werden wir die durch Covid-19 ausgelöste Finanzkrise und die zur Lösung ergriffenen Politikmaßnahmen betrachten. Dabei analysieren wir, wie häufig solche Krisen im Finanzsystem auftreten und was deren Ursachen sind. Dabei tragen die Übergröße des Finanzmarktes, das Niedrigzinsumfeld und die wachsende Vermögensungleichheit signifikant zur Instabilität unseres Finanzsystems bei.

Zusätzlich werden wir Parallelentwicklungen zwischen Gesundheits- und Finanzkrise diskutieren. Unseres Erachtens gibt es ähnliche Ursachen von Gesundheits- und Finanzkrisen, dazu gehört unter anderem, dass kurzfristige Gewinne gegenüber langfristiger Resilienz und Stabilität bevorzugt werden, Wirtschaftswachstum auf Kosten der Bereitstellung öffentlicher Güter priorisiert wird und starke Partikularinteressen sich in politischen Entscheidungsprozessen durchsetzen.⁶

Um krisenfeste Gesundheits- und Finanzsysteme zu schaffen, benötigt es eine langfristige und vorausschauende Politik der Resilienz. Eine solche Politik hat die Aufgabe, Risiken zu identifizieren und sozioökonomischen Entwicklungen entgegenzutreten, sollten diese die Krisenanfälligkeit befeuern.

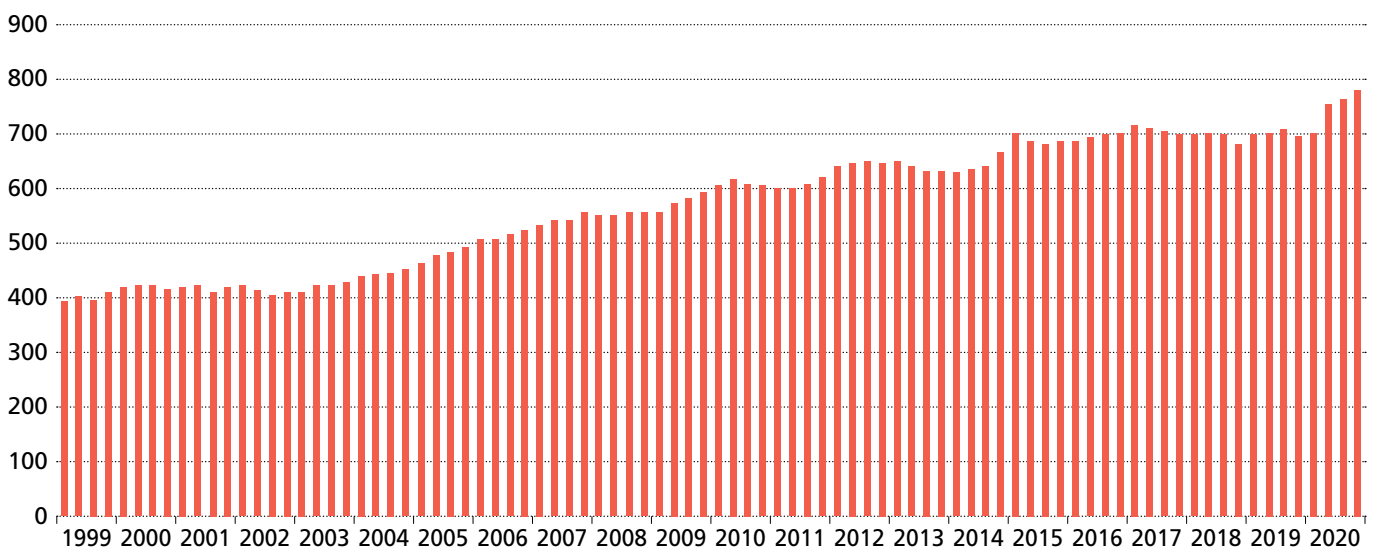
Ständige Krisen im Finanzsystem

Die Häufigkeit von Finanzkrisen ist seit dem Abschied vom

Goldstandard in den 1970er Jahren gestiegen. Währungen unterlagen verstärkt globalisierten Kapitalflüssen und Banken und Versicherer agierten zunehmend global, zogen ihr Kapital aber auch schnell wieder ab. So lag die Wahrscheinlichkeit des Auftretens einer Finanzkrise in einem entwickelten Land im Zeitraum 1970-2015 ungefähr dreimal so hoch wie zwischen 1950-1970.⁷

In den 1980ern waren es die Savings-and-Loans-Krise in den USA, sowie die lateinamerikanische Schuldenkrise. 1990 platzte die japanische Immobilien- und Aktienblase,

Finanzielle Vermögenswerte in der Eurozone im Verhältnis zum BIP



Quelle: Eurostat (2021), Financial Balance sheets, 13.07.2021



Abbildung 1: Finanzielle Vermögenswerte wachsen stärker als die Gesamtwirtschaft. Während diese in der Eurozone 1999 nur den vierfachen Wert des Bruttoinlandsprodukts ausmachten, stiegen sie im Jahr 2020 auf den achtfachen BIP-Wert.

danach geriet der mexikanische Peso in die Krise.⁸ Schon drei Jahre später erlebten wir die Asien-Krise und wieder drei Jahre später platzte die Dotcom-Blase. Nach der Bankenkrise in 2008-2009 begann 2010 die Eurokrise und im März 2020 die Corona-Finanzkrise.

Dieser andauernde Krisenzustand der Finanzmärkte wird dadurch begleitet, dass der Staat fortlaufend interveniert und Banken rettet. So sind zum Beispiel die deutschen Steuerzahler*innen immer noch an der Commerzbank beteiligt, die ursprünglich mit 18,2 Milliarden Euro gerettet wurde⁹, und haben 2019 zuletzt die niedersächsische und sachsen-anhaltische Landesbank NordLB mit 3,6 Milliarden Euro aufgefangen.¹⁰ Deutschland ist hierbei leider keine Ausnahme. So rettete 2017 der italienische Staat die hochverschuldete Bank Monte dei Paschi.¹¹

Für diesen andauernden Krisenzustand lassen sich zunächst drei Erklärungsfaktoren ausmachen: die Finanzialisierung der Realwirtschaft, das Niedrigzinsumfeld gepaart mit dem Wachstum der Schattenbanken und die stetig anwachsende Vermögensungleichheit.

Die Finanzialisierung der Realwirtschaft

Seit Beginn der Deregulierung der Finanzmärkte in den 1980er Jahren übt der Finanzmarkt zunehmend Einfluss auf die Realwirtschaft und andere nicht nach Marktprinzipien orientierte Bereiche der Gesellschaft aus. Dies wird weitgehend als Finanzialisierung bezeichnet. Gerald Epstein verstand Finanzialisierung als die zunehmende Rolle von Finanzmotiven, Finanzmärkten, Finanzakteuren und Finanzinstitutionen in den Abläufen der nationalen und internationalen Volkswirtschaften.¹²

Die erste Beobachtung ist hierbei, dass finanzielle Vermögenswerte weitaus stärker wachsen als die Gesamtwirtschaft. Während diese in der Eurozone 1999 nur den vierfachen Wert des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ausmachten, stiegen sie im Jahr 2020 auf den achtfachen BIP-Wert¹³ (siehe Abbildung 1). Diese Entwicklungen sind insofern problematisch, als dass sich die Übergröße des Finanzmarktes negativ auf die Gesellschaft auswirkt. Ein Bericht des Internationalen Währungsfonds fand heraus, dass der Finanzmarkt ab einer Größe von über 100 Prozent des BIP keinen positiven Effekt mehr auf das Wirtschaftswachstum ausübt.¹⁴ Konkret ist die sogenannte Finanzialisierung auch innerhalb von Unternehmensstrukturen zu beobachten. Heute besteht die dominante

Praktik der Unternehmensführung darin, den Börsenwert (shareholder value) zu maximieren.¹⁵

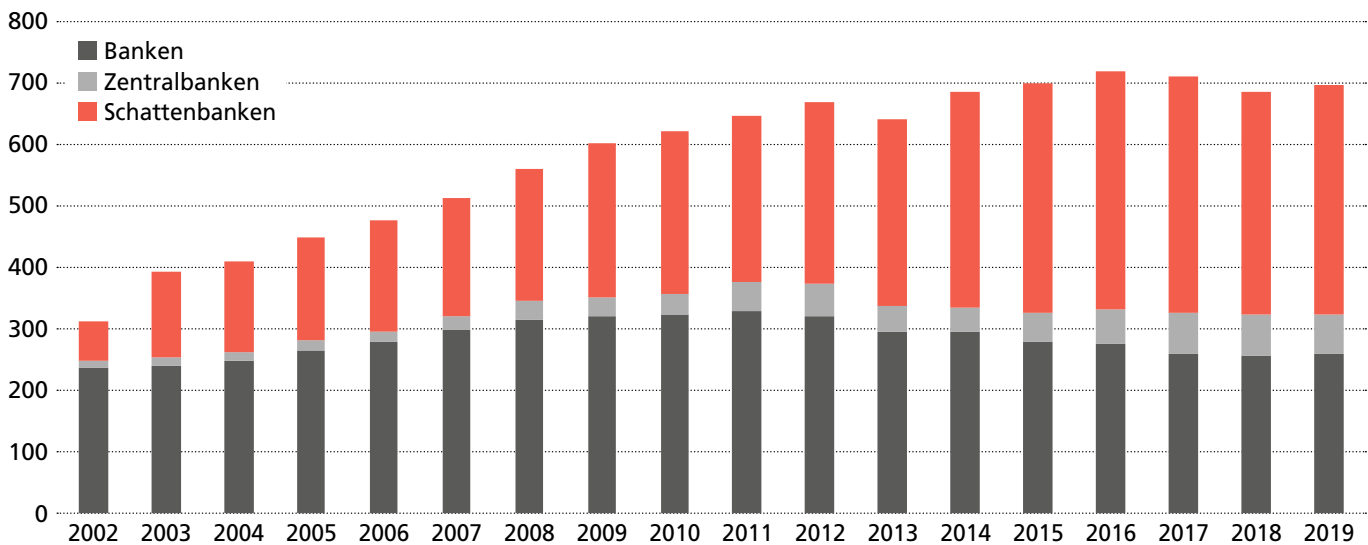
Das hat Konsequenzen, denn Unternehmen konkurrieren so immer weniger um bessere Qualität und niedrige Preise in der Produktion und immer intensiver um eine bessere Börsenbewertung.¹⁶ Die Wertschöpfung erfolgt zunehmend in der Finanzwirtschaft und weniger in der Realwirtschaft.¹⁷ Um ihren Börsenwert zu maximieren, kaufen Unternehmen Aktien zurück, schütten höhere Dividenden aus und optimieren Kosten und Steuerabgaben.¹⁸ Eine Studie zeigte, dass amerikanische Unternehmen zwischen 2010 und 2015 mehr Geld für Dividenden und Aktienrückkäufe ausgaben, als sie Gewinn gemacht hatten.¹⁹ Allein Apple nahm zwischen 2014 und 2018 für 70 Milliarden Dollar Aktien vom Markt.²⁰ Diese kurzfristige Gewinnorientierung führt langfristig dazu, dass die gesamtwirtschaftliche Innovationskapazität stagniert²¹ und das Finanzsystem künstlich aufgebläht wird.

Zunehmend werden die negativen Konsequenzen der Börsenwertmaximierung auch innerhalb der Finanzwelt erkannt. So macht der Chefvolkswirt der Bank of England, Andy Haldane, 2015 erstmals auf die negativen makroökonomischen Konsequenzen des Shareholder Value-Ansatzes aufmerksam.²² Ökonom*innen der OECD weisen zudem darauf hin, dass die Aktienmärkte derzeit große Aktienrückkäufe gegenüber produktiven Investitionen präferieren.²³ Dabei wird in Kauf genommen, dass Unternehmen sich stärker durch Verschuldung finanzieren als zuvor, was ihre Krisenanfälligkeit erhöht.

Prinzipiell stellen mehr Schulden kein Problem dar, wenn ihre Aufnahme der Finanzierung von werthaltigen Investitionen dient. Innerhalb der letzten Jahre beruhte das enorme Wachstum jedoch darauf, bereits bestehende Werte anzukaufen.²⁴ Die unproduktive Verwendung der Kredite führt nicht zu einer Verbesserung der Fähigkeit diese zu tilgen, sondern zu einer gesteigerten Instabilität des gesamten Finanzsystems. Offensichtlich ist, dass schwache realwirtschaftliche Investitionen bei weiter starkem Wachstum des Finanzmarktes diesen in eine immer instabilere Lage bringen.²⁵

Darüber hinaus stellt auch die Verwobenheit des Finanzsystems ein Risiko für dessen Stabilität dar. Laut eines Berichts des Financial Stability Board hat sich die Stabilität des Finanzsystems seit 2008 zwar in einigen Punkten verbessert, viele Risiken bleiben jedoch weiterhin bestehen.²⁶ Mit über tausend Tochtergesellschaften in über 40 Jurisdikti-

Finanzinstitutionen in der Eurozone (in % des BIP)



Schattenbanken nach Definition des Financial Stability Board, alles was keine Banken, Zentralbanken oder öffentliche Finanzinstitute sind, z.B. Versicherungen, Pensionsfonds, und sämtliche Investmentfonds (Private Equity, Hedge Fonds, Geldmarktfonds, etc.).

Quelle: FSB (2021), Main monitoring aggregates of the FSB's Global Monitoring report on Non-Bank Financial Intermediation, <https://data.fsb.org/dashboard/Time%20Series%20View> (last access: 23.07.2021)



Abbildung 2: Da die Zinsen niedrig sind, versuchen Finanzakteure über risikoreiche Geschäftsmodelle Rendite zu erwirtschaften. Dies befördert das Wachstum von Schattenbanken. Diese Teilgruppe an Finanzakteuren hielt zuletzt rund 53 Prozent der finanziellen Vermögenswerte der Eurozone.

onen ist die durchschnittliche globale Bank mit systemischer Relevanz immer noch zu komplex.²⁷ Darüber hinaus wird mit der wachsenden Bedeutung von sogenannten Schattenbanken ein großer Teil des Risikos in einen bisher ungenügend regulierten Bereich des Finanzsystems ausgelagert.

Niedrigzinsen und Wachstum der Schattenbanken

Neben der Finanzialisierung der Realwirtschaft hat auch die Geldpolitik zur Instabilität unseres Finanzsystems beigetragen. Neben den staatlichen Bankenrettungen, war die zentrale Reaktion auf die Finanzkrise 2008-2009 geldpolitischer Natur. So wurden weltweit die Zinsen gesenkt um günstig Liquidität bereitzustellen.²⁸ Darüber hinaus wurde in den USA und Europa erstmals unkonventionelle Geldpolitik eingesetzt, da die Zinsen bereits auf null (zero-lower-bound) gesenkt wurden. Wenn die Zinsen nicht mehr gesenkt werden können, werden durch sogenannte quantitative Lockerung in großen Mengen und zu hohen Preisen Staats- und Unternehmensanleihen gekauft, um die Finanzierungskosten weiter zu vergünstigen.²⁹ Dadurch fällt die Rendite auf Anleihen und Aktien und Immobilien

werden relativ attraktiver, ihre Preise steigen. Diese Art der Geldpolitik erhöht die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Finanzkrisen, da die Preise künstlich hochgehalten werden.³⁰

Da die Zinsen niedrig sind, versuchen Finanzakteure über risikoreichere Geschäftsmodelle Rendite zu erwirtschaften (search for yield).³¹ Dies befördert insbesondere das Wachstum des Schattenbankensektors.³² Schattenbanken sind eine Teilgruppe an Finanzakteuren, welche circa 53,5 Prozent der finanziellen Vermögenswerte der Eurozone halten.³³ Sie vergeben Kredite und übernehmen weitere bankenähnliche Funktionen, sind selbst jedoch keine Banken³⁴ und liegen somit außerhalb des traditionellen Regulierungsrahmens.³⁵

Schattenbanken waren schon in der Finanzkrise 2008-2009 ein zentraler Akteur, seitdem ist ihre Relevanz nur gestiegen. Dies muss auch vor dem Hintergrund gesehen werden, dass die EZB selbst vor Einführung des Euro entschied, ihre Geldpolitik vor allem über Offenmarktgeschäfte im Repo-Markt zu tätigen.³⁶

Sogenannte Repurchasing Agreements, kurz REPO, bilden den Kern des Schattenbanksystems und dienen als Quelle kurzfristiger Liquidität. Das durch die europäische

Geldpolitik angefeuerte Wachstum der REPO-Märkte hat dazu geführt, dass das gesamte Finanzsystem krisenanfälliger geworden ist.^{37, 38} Repo-Märkte funktionieren nur in Zeiten stabiler Märkte.³⁹ Im Gegensatz zu Banken, die vorgeschrieben durch die Basel III-Regulierung als Reaktion auf die Finanzkrise 2008 etwas höhere Reserven halten müssen, ist das Risiko, dass Schattenbanken wie Geldmarktfonds oder Hedge-Fonds aufgrund ihrer Illiquidität zusammenbrechen, durchaus noch akut.⁴⁰

Das instabile Finanzsystem ist dadurch gekennzeichnet, dass Zentralbanken fortlaufend intervenieren müssen.⁴¹ Zwar stabilisiert die unkonventionelle Geldpolitik der EZB kurzfristig das Wirtschafts- und Finanzsystem, jedoch verstärkt diese auch Vulnerabilitäten, welche das Finanzsystem langfristig krisenanfälliger machen. Einerseits sind die Interventionen der EZB nicht „marktneutral“, sondern kommen im Fall des Ankaufs von Unternehmensanleihen besonders großen und auf dem Kapitalmarkt aktiven Unternehmen zu Gute, welche besonders häufig aus CO₂-intensiven Sektoren stammen.⁴² Andererseits, wirkt sich die Geldpolitik der EZB auch auf die Verteilung von Vermögen aus.⁴³

Hohe Schulden und ungleiche Vermögensverteilung

Ein dritter Erklärungsfaktor für die Instabilität unseres Finanzsystems sind hohe öffentliche und private Schulden sowie die ungleiche Verteilung von Vermögen. Eine höhere Anzahl von Finanzkrisen geht mit höheren Schuldenniveaus einher.⁴⁴ Schularick und Taylor stellen fest, dass das ein Anstieg in der Kreditvergabe über die letzten 100 Jahre ziemlich treffsicher Finanzkrisen hervorsagte.⁴⁵ Eine höhere private Kreditbelastung führt in der Regel zu einer ungleichen Vermögensverteilung. Aufgrund nicht ausreichender Einkommen müssen Haushalte sich verschulden, um ihren Alltagskonsum bewerkstelligen zu können. Die ungleiche Vermögensverteilung und hohen Schulden destabilisieren das Finanzsystem und steigern die Wahrscheinlichkeit von Krisen.⁴⁶

Tritt dann eine Finanzkrise ein, werden ökonomisch schwache Bevölkerungsgruppen tendenziell stärker von den Folgen der Krise getroffen, was sich wiederum auf die Kreditbelastung auswirkt. Dies liegt an der oben geschilderten geldpolitischen Antwort auf Finanzkrisen. So hat eine Analyse der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) gezeigt, dass die stetigen Höhenflüge der Aktienkurse in großen Teilen auf die unkonventionelle Geldpolitik zu-

rückzuführen sind.⁴⁷ Menschen mit höherem Einkommen besitzen in der Regel mehr Aktien, weshalb sie von einem Anstieg stärker profitieren. Die aktuelle Covid-19-Krise illustriert dies nur allzu gut. Während das deutsche BIP in 2020 um 5,3 Prozent einbrach, ist die Zahl an Millionären um knapp fünf Prozent auf 1,54 Millionen gestiegen ist.⁴⁸

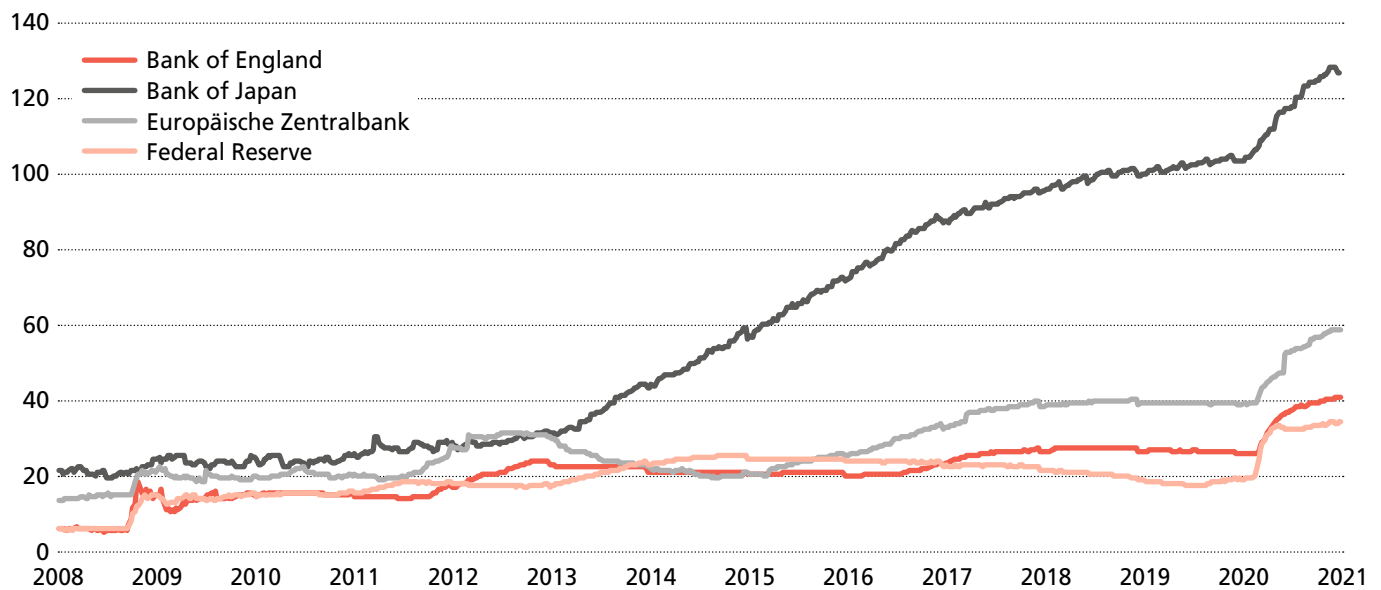
Zudem belegt eine Studie des IWF, dass ein zu großer Finanzmarkt Staaten ärmer zu machen scheint.⁴⁹ Zwar wirkt sich die Entwicklung des Finanzmarktes bis zu einem bestimmten Punkt positiv auf die Wirtschaft und Gesellschaft aus, wächst der Finanzmarkt jedoch über diese Schwelle hinaus, wandelt sich der positive Effekt in einen negativen um.⁵⁰ Dies stützt auch ein Arbeitspapier der BIZ, welches darüber hinaus dargelegt, dass die Größe des Finanzsektors zwar bis zu einem bestimmten Punkt die Einkommensungleichheiten in weniger entwickelten Ländern reduziert, wenn der Finanzmarkt allerdings zu groß wird, die Ungleichheit wieder steigen kann.⁵¹

Die Covid-19-Finanzkrise und bisherige Antworten

Die rapide Verbreitung des Corona-Virus und die Verhängung von Ausgangssperren in China und Italien hat dazu geführt, dass die Aktienmärkte im März 2020 auf ein Rekordtief abstürzten. Am 23. März hatten globale Aktienmärkte einen Wertverlust von insgesamt 26 Billionen verzeichnet.⁵² Viele Investoren gerieten in Panik und retteten sich in sogenannte sichere Häfen, wie beispielsweise Bargeld. Um die aussteigenden Investoren auszubehalten verkauften Geldmarktfonds ihre sichersten Anlageprodukte – Staatsanleihen. Durch das plötzliche Überangebot an Staatsanleihen sank auch ihr Preis. Während Staatsanleihen bisher als „so gut wie Bargeld“ galten, hat der März 2020 gezeigt, dass dies nur für Zeiten stabiler Finanzmärkte gilt. Im März 2020 wurde deutlich, wie stark die Verknüpfung zwischen Schattenbanken, Banken und der Realwirtschaft sowie das daraus folgende Ansteckungsrisiko ist. Um einen generellen Zusammenbruch des Finanz- und Wirtschaftssystems zu verhindern, mussten wieder einmal die Zentralbanken intervenieren.

Die EZB intervenierte bereits vor März 2020 massiv im Finanzsystem, um dieses zu stabilisieren. Neben einer seit Juni 2014 bestehenden Negativzinspolitik⁵³ stützt die EZB das Finanzsystem unter anderem mit dem Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen. So werden seit November 2019 monatlich Anleihen im Wert von 20 Milliarden

Zentralbank-Vermögenswerte im Verhältnis zum BIP (in %)



Quelle: OMFIF (2021), Central bank policy tracker, Ratio of total assets to GDP, %, <https://www.omfif.org/policy-tracker/> (last access: 23.07.2021)



Abbildung 3: Durch den massiven Aufkauf von Staats- und Unternehmensanleihen konnte der im Zuge der Covid-19-Finanzkrise einsetzende Wertverlust gestoppt werden. Dies war mit einer massiven Ausweitung der Zentralbankbilanzen verbunden. Von Ende 2019 bis zum 1. Juli 2020 stieg die Bilanz der Zentralbanken um 12 Prozentpunkte auf 52 Prozent des Bruttoinlandsprodukts an.

Euro gekauft.⁵⁴ Seit dem 5. Juni 2014 laufen zudem sogenannte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, welche speziell die Kreditvergabe an Nichtfinanzunternehmen und Haushalte fördern sollen. Am 7. März 2019 wurde die dritte und aktuellste Reihe der Refinanzierungsgeschäfte beschlossen.⁵⁵ Das zeigt: Das Finanzsystem wurde schon vor der Covid-19-Finanzkrise fortlaufend durch die Zentralbanken gestützt.

In Reaktion auf die Covid-19-Krise im März 2020 kündigt die EZB die temporäre Ausweitung des sogenannten Asset Purchase Programme (APP) auf 120 Milliarden Euro an.⁵⁶ Zusätzlich zum APP wurde das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) beschlossen: innerhalb eines Jahres sollten Anleihen im Wert von ca. 1,85 Billionen Euro gekauft werden.⁵⁷ Darüber hinaus wurden temporär die Regulierungen für Kapitalanforderungen, Sicherheiten und das TLTRO-Programm vereinfacht.⁵⁸

Durch den massiven Aufkauf von Staats- und Unternehmensanleihen konnte der im Zuge der Covid-19-Finanzkrise einsetzende Wertverlust gestoppt werden. Wie schon nach der Finanzkrise im Jahr 2008 war die Zentralbankintervention auch diesmal mit einer massiven Ausweitung

der Zentralbankbilanzen verbunden. Von Ende 2019 bis zum 1. Juli 2020 stieg die Bilanz der Zentralbanken um 12 Prozentpunkte auf 52 Prozent des BIP an.⁵⁹ Dadurch kam es zu einer Verstaatlichung von Marktrisiko und zur Sozialisierung von Privatverlusten, von der Finanzmarktakteure enorm profitiert haben. Hier sind insbesondere die Hedgefonds zu nennen, welche mit ihren Geschäften die Verwerfungen am US-Staatsanleihemarkt verstärkten und letztlich von der expansiven Geldpolitik profitierten.⁶⁰

Infolge der Finanzkrise 2008 haben die meisten europäischen Regierungen mit einer Politik der Austerität reagiert und wirtschaftlichen Reformen umgesetzt. Heute wissen wir, dass diese Reaktion nicht nur den fragilen Zustand des Finanz- und Wirtschaftssystems aufrechterhalten, sondern diesen nochmals verstärkt hat. Eine Untersuchung 29 industrialisierter Volkswirtschaften zeigt, dass Austerität nicht nur einen negativen Effekt auf das BIP, sondern auch auf den Konsum, sowie das Investitions- und Inflationsniveau hat.⁶¹ Der bisherige Umgang mit Finanzkrisen hat zudem auch die Krisenanfälligkeit des Gesundheitssektors befördert. So zeigt ein gemeinsamer Bericht der Europäischen Kommission und des Ausschusses für Sozialschutz, dass

Privatisierungen, Investitionsrückstau und Austerität den europäischen Gesundheitssektor deutlich anfälliger für Schocks gemacht haben.⁶² Aus den bisherigen Fehlern wird deutlich, dass wir eine vorausschauende Politik der Resilienz brauchen, sei es in Bezug auf den Gesundheitssektor oder den Finanzmarkt.

Während die Antwort auf die Covid-19-Krise von einem strengen Austeritätsparadigma abweicht, bleibt der Grundgedanke doch ein „back to business as usual“.⁶³ Zum einen ist zu beobachten, dass weltweit die Geldpolitik so stark gelockert wurde, wie seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr.⁶⁴ Wenngleich die gemeinsame Aufnahme von Schulden einen erstmaligen europapolitischen Erfolg darstellt⁶⁵, lässt sich durchaus hinterfragen, ob der Wiederaufbaufonds ausreicht, um die angeschlagene Wirtschaft zum Laufen zu bringen und gleichzeitig die angestrebte ökologische und digitale Transformation zu erreichen.

Im Vergleich zur fiskalpolitischen Antwort der USA ist das europäische Paket ziemlich klein. Zwischen März 2020 und März 2021 wurden in den USA fiskalische Maßnahmen in einem Umfang von 5,8 Billionen USD beschlossen – das ist ca. 28 Prozent des US-amerikanischen BIP.⁶⁶ Auch im Vergleich zum geschätzten Investitionsbedarf für die ökologische Transformation erscheint die europäische Antwort ausbaufähig.⁶⁷

Zum anderen ist ebenfalls zu beobachten, dass die grundlegenden Treiber der Finanzkrise nicht angegangen werden und somit das Risiko einer erneuten Finanzkrise weiterhin besteht. Die Kreditvergabe durch Schattenbanken in der Eurozone ist von 15 Prozent in 2008 auf 30 Prozent in 2020 gestiegen.⁶⁸ Trotz ihrer wachsenden Bedeutung und ihrer immensen Fragilität, sind Schattenbanken weiterhin kaum reguliert. Vulnerabilitäten wie ein exzessiver Finanzmarkt, eine kontraproduktive Geldpolitik, wachsende ökonomische Ungleichheiten und der Klimawandel stehen einem resilienten Finanzsystem sowie einer erfolgreichen sozio-ökologischen Transformation im Wege. Werden diese Risiken nicht angegangen, ist es nur eine Frage der Zeit, bis die nächste Finanzkrise eintritt.⁶⁹

Ansätze für einen resilienten Finanzmarkt

Um die Größe und Vernetzung des Finanzmarktes zu be-
heben und Zentralbanken sowie Regierungen zu entlasten,
muss der Finanzmarkt stabilisiert und Finanzinstitutionen
strenger reguliert werden. Dafür würde sich eine Leverage

Ratio (Schuldenbremse) von mindestens 10 Prozent für
Banken und Schattenbanken eignen, um die Fremdfinanz-
ierung zu begrenzen. Eine Finanztransaktionssteuer, die
auf Derivate und kurzfristige Transaktionen wirkt, könnte
sowohl umverteilende, als auch steuernde Wirkung ent-
falten. Letztere könnte spekulative Geschäfte mit großen
Volumina unprofitabel machen und somit weitgehend be-
enden. Um eine strengere Überwachung systemrelevanter
Schattenbanken zu ermöglichen, könnten diese auch unter
die Direktaufsicht der EZB gestellt werden.

Eine weitere sinnvolle Maßnahme ist die Einführung ei-
nes Trennbankensystems, welches vorsieht die Bereiche des
risikoreicheren Investmentbankings und des traditionellen
Kreditgeschäfts strikt voneinander zu trennen. Folglich wer-
den einerseits die Einlagen vor den Risiken des Geschäfts im
Bereich des Investmentbankings geschützt⁷⁰ und mögliche
Interessenskonflikte umgangen. Andererseits lassen sich im
Krisenfall Banken leichter abwickeln, wenn beide Geschäfts-
bereiche voneinander getrennt sind. Zudem könnte durch
das Wegfallen einer impliziten Versicherung (public bailout)
viele Aktivitäten der die Investmentbanken zu riskant wer-
den, weshalb sie vermutlich eingestellt werden müssten.

Das übergeordnete Ziel der genannten Maßnahmen ist
es, Zentralbanken und Regierungen zu entlasten. Denn nur
ein Finanzmarkt, der ohne fortlaufende staatliche Interven-
tion auskommt, dient wirklich der Gesellschaft.

Während Zentralbanken durch strengere Finanzmark-
tregulierung entlastet werden sollen, beginnen viele von
Ihnen, richtigerweise, Klimarisiken als Teil ihres primären
Mandats für Preis- und Finanzstabilität zu berücksichtigen.
Allerdings sollten sie noch weitergehen: Die implizite Un-
terstützung CO₂-intensiver Industrien muss aufhören. Der
gesamte geldpolitische Handlungsrahmen sollte auf den
Übergang zu einer Nullemissions-Wirtschaft ausgerich-
tet werden. Das gilt sowohl für traditionelle Instrumente
der Geldpolitik wie Repos, als auch für unkonventionel-
le Instrumente wie Anleihekäufe.⁷¹ Zudem sollte die EZB
anerkennen, dass ihre Geldpolitik durch den Finanzmarkt
für wachsende Ungleichheit sorgt. Sie sollte Alternativen
finden, wie sie die Realwirtschaft auf direkterem Weg er-
reichen kann und Arbeitsmärkte und niedrige Einkommen
stärker unterstützen.⁷² Dies ist zentral für eine nachhal-
tige wirtschaftliche Erholung von der durch Covid-19 aus-
gelösten Krise. Schließlich gilt es, die Destabilisierung der
Finanzmärkte durch die immer stärkere Konzentration der
Geldvermögen bei wenigen zu korrigieren. Hierfür gibt es

verschiedene Vorschläge, von einer stärkeren Besteuerung von Vermögen⁷³ und der Bekämpfung von Steuerflucht⁷⁴ bis zur faireren Besteuerung multinationaler Unternehmen, insbesondere der Tech-Giganten.

Viele der hier genannten Vorschläge zur Stabilisierung der Finanzmärkte liegen seit langem auf dem Tisch. Dass sie nicht umgesetzt wurden, hat damit zu tun, dass die Interessenvertretung der Finanzbranche sehr erfolgreich darin ist, unliebsame Regulierung zu verhindern und für sie gewinnsteigernde Regeln durchzusetzen. Die erste systematische Untersuchung der Personal- und Budgetstärke der Finanzlobby in Deutschland hat gezeigt, dass mindestens 1500 Menschen für Verbände und Unternehmen der Finanzlobby arbeiten und diese ein jährliches Budget von mindestens 200 Millionen Euro zur Verfügung hat.⁷⁵

Eine resiliente Finanzmarktpolitik, welche sich am Gemeinwohl und der Nachhaltigkeit orientiert, ist vor dem Hintergrund dieser ungleichen Interessensvertretung nur schwer vorstellbar. Aus diesem Grund ist es essentiell, die Finanzlobby per Lobbyregister und legislativem Fußabdruck zu einer konsequenten Transparenz ihrer Aktivitäten zu zwingen. Ebenso muss der Einfluss der Finanzlobby durch eine koordinierte Antwort aus der Zivilgesellschaft ausgeglichen werden.

Finanzkrisen sind keine unvorhersehbaren Ereignisse, sondern werden durch Faktoren wie einen zu großen und unregulierten Finanzmarkt und wachsende ökonomische Ungleichheit befördert. Es mag für manche Fonds attraktiv sein, in guten Zeiten riskante Geschäfte mit hoher Rendite zu machen und sich in schlechten Zeiten von staatlichen Institutionen retten zu lassen. Aus gesamtgesellschaftlicher Perspektive ergibt das allerdings keinen Sinn. Eine größere Resilienz unseres Finanzsystems ist deshalb nur möglich, wenn es politisch gelingt, die Partikularinteressen auszubremsen, die von der Instabilität profitieren.

E-Mail-Kontakt: Michael.Peters@finanzwende-recherche.de

Literatur

- Collins, A., Florin, M.-V., & Renn, O. (2020), COVID-19 risk governance: drivers, responses and lessons to be learned, *Journal of Risk Research*. doi:10.1080/13669877.2020.1760332
- Sonia Shah (2020), Woher kommt das Coronavirus?, *Le Monde diplomatique*, <https://monde-diplomatique.de/artikel/15668094>
- Tong Wu (2021), The socioeconomic and environmental drivers of the COVID-19 pandemic: A review, *Ambio*, 04/2021, 50(4): 822-833.
- Ebd.
- World Health Organization (2021), WHO Coronavirus (COVID-19) Dashboard, <https://covid19.who.int/> (letzter Zugriff: 08.07.21, 09:00)
- Transformative Responses (2021), Beyond crisis mode: building a resilient society, <https://transformative-responses.org/the-project/beyond-crisis-mode-building-a-resilient-society/> (letzter Zugriff: 08.07.21, 10:00)
- J. Reid et al. (2017), Long-Term Asset Return Study, *The Next Financial Crisis*, Deutsche Bank Markets Research, 18.09.2017.
- Gerhard Schick (2020), *Die Bank gewinnt immer, Wie der Finanzmarkt die Gesellschaft vergiftet*, Campus Verlag, Frankfurt.
- FAZ (2008), Commerzbank sucht Rettung beim Staat, 03.11.2008 <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/finanzkrise-commerzbank-sucht-rettung-beim-staat-1730197.html>
- Finanzwende (2019), Nord/LB, Wie Hannover Milliarden verbrennt, 27.11.2019, <https://www.finanzwende.de/themen/banken-und-schattenbanken/landesbanken/nordlb/>
- Alex Barker (2017), EU agrees Monte dei Paschi rescue with Italian government, *Financial Times*, 01.06.2017 <https://www.ft.com/content/eaef10fa0-16bb-3af7-9a0d-4a362293d085>
- Gerald A. Epstein (2005), Introduction: Financialization and the World Economy In Gerald A. Epstein (2005), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK/Northampton, MA, USA, Edward Elgar, 3-16.
- Eurostat (2021), Sectoral Balances, https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nasq_10_f_bs&lang=en (letzter Zugriff: 09.07.2021, 14:40)
- Arcand et al. (2012), Too much finance? IMF Working Paper, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>
- Ismael, Erturk (2020), Shareholder Primacy and Corporate Financialisation in Mader et al. (2020), *The Routledge International Handbook of Financialisation*, Routledge, 13.02.2020
- Michael C. Jensen (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48(3): 831-880.
- G. R. Krippner (2005), The Financialisation of the American Economy, *Socio-Economic Review*, 3(2): 173-208.
- William Milberg (2008), Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialisation with Global Value Chains, *Economy and Society*, 37(3): 420-251; William Milberg & Deborah Winkler (2010), Financialisation and the dynamics of offshoring in the US, *Cambridge Journal of Economics*, 34(2): 275-293
- Robert Ayres & Michael Olenick (2017), Secular Stagnation (Or Corporate Suicide?), INSEAD Working Paper.
- Hartmut Waltz (2020), *Einfach genial entscheiden im Falle einer Finanzkrise*, Freiburg, Haufe Verlag
- William Lazonick & Öner Tulum (2011), US Biopharmaceutical Finance and the Sustainability of the Biotech Business Models, *Research Policy*, 40(9): 1170-1187; W. Lazonick & M. O'Sullivan (1996), Organization, Finance and International Competition, *Industrial and Corporate Change*, 5(1): 1-49
- Andrew Haldane (2015), Who Owns a Company? 22.05.2015, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/who-owns-a-company>
- OECD (2015), Business and Finance Outlook 2015, 24.06.2015, <https://www.oecd.org/finance/oecd-business-and-finance-outlook-2015-9789264234291-en.htm>
- William Lazonick et al. (2020), Why Stock Buybacks Are Dangerous for the Economy 07.01.2020 in *Harvard Business Review*, <https://hbr.org/2020/01/why-stock-buybacks-are-dangerous-for-the-economy>
- Gerhard Schick (2020), *Die Bank gewinnt immer, Wie der Finanzmarkt die Gesellschaft vergiftet*, Campus Verlag, Frankfurt.
- FSB (2020), Evaluation of the Effects of Too-Big-To-Fail Reforms, Final Report, 01.04.2021, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P010421-1.pdf>
- Ebd.

28. ECB (2021), Key ECB interest rates, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (letzter Zugriff: 16.07.21, 16:00)
29. G. Bernando et al. (2013), Strategic quantitative easing, Stimulating investment to rebalance the economy, New Economics Foundation, 01.07.2013, https://neweconomics.org/uploads/files/e79789e1e31f261e95_ypm6b49z7.pdf
30. Malte Fischer (2016), Kommt es zum Crash, ist er unkontrollierbar, Interview mit William White in WirtschaftsWoche, Online Ausgabe, 04.06.2016.
31. European Systemic Risk Board (2021), Lower for longer – macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment, 06.2021, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.reports210601_low_interest_rate~199fb84437.en.pdf
32. Ebd.
33. FSB (2021), Main monitoring aggregates of the FSB’s Global Monitoring report on Non-Bank Financial Intermediation, <https://data.fsb.org/dashboard/Time%20Series%20View> (last access: 23.07.2021)
34. Gerhard Schick (2020), Wie stabil ist unser Finanzsystem? Eine Analyse der Corona-Krise, KAS, 28.09.2020, <https://www.kas.de/de/web/die-politische-meinung/blog/detail/-/content/wie-stabil-ist-unser-finanzsystem>
35. FSB (2013), Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Integrated Overview of Policy Recommendations, 18.11.2013, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829b.pdf; FSB (2015), Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, 12.11.2015, global_shadow_banking_monitoring_report_2015 (fsb.org); Gary B. Gorton (2010), Regulating the shadow banking system, Brookings Papers on Economic Activity No. 2, 261-312
36. Benjamin Braun (2020), Central Banking Beyond Inflation, Berlin: Finanzwende / Heinrich-Böll-Foundation, https://transformative-responses.org/wp-content/uploads/2021/01/TR_Report_Braun_FINAL.pdf
37. Joscha Wullweber (2020), The Covid-19 Financial Crisis, Global Financial Instabilities and Transformations in the Financial System, Berlin: Finanzwende / Heinrich-Böll-Foundation
38. Ebd. (eigene Übersetzung).
39. Gary B. Gorton (2017), The history and economics of safe assets, NBER Working Paper Series 22210, Annual Review of Economics, 9, 547-586.
40. Gerhard Schick & Michael Peters (2021), Die Rolle der Zentralbanken in der sozial-ökologischen Transformation, Makronom, 21.01.21, <https://makronom.de/die-rolle-der-zentralbanken-in-der-sozial-oekologischen-transformation-38087>
41. Joscha Wullweber (2021), Zentralbankkapitalismus: Transformation des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten, Suhrkamp.
42. Gerhard Schick & Michael Peters (2021), Die Rolle der Zentralbanken in der sozial-ökologischen Transformation, Makronom, 21.01.21, <https://makronom.de/die-rolle-der-zentralbanken-in-der-sozial-oekologischen-transformation-38087>
43. Schattenbanken nach Definition des Financial Stability Board, alles was keine Banken, Zentralbanken oder öffentliche Finanzinstitute sind, z.B. Versicherungen, Pensionsfonds, und sämtliche Investmentfonds (Private Equity, Hedge Fonds, Geldmarktfonds, etc.). FSB (2021), Main monitoring aggregates of the FSB’s Global Monitoring report on Non-Bank Financial Intermediation, <https://data.fsb.org/dashboard/Time%20Series%20View> (letzter Zugriff: 23.07.2021)
44. J. Reid et al. (2017), Long-Term Asset Return Study, The Next Financial Crisis, Deutsche Bank Markets Research, 18.09.2017.
45. Schularick & Taylor (2012), Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008, American Economic Review 2012, 102(2): 1029-1061, <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.102.2.1029>
46. Gerhard Schick (2020), Die Bank gewinnt immer, Wie der Finanzmarkt die Gesellschaft vergiftet, Campus Verlag, Frankfurt
47. BIS (2020), Markets rise despite subdued economic recovery, BIS Quarterly Review, September 2020, https://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qt2009a.pdf
48. Capgemini (2021), World Wealth Report 2021, <https://worldwealthreport.com/resources/world-wealth-report-2021/>
49. Cihak & Sahay (X), <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/01/16/Finance-and-Inequality-45129>
50. Ebd.
51. Michael Brei, Giovanni Ferri & Leonardo Gambacorta (2018), Financial structure and income inequality, BIS Working Paper No. 756, 11.2018, <https://www.bis.org/publ/work756.pdf>
52. Adam Tooze (2020), How coronavirus almost brought down the global financial system, The Guardian, 14.04.2020, <https://www.theguardian.com/business/2020/apr/14/how-coronavirus-almost-brought-down-the-global-financial-system>
53. EZB (2021), Key ECB interest rates, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.de.html (letzter Zugriff: 15.07.21, 09:00)
54. Deutsche Bundesbank (2021), Asset Purchase Programme (APP), <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/asset-purchase-programme-app--830334>
55. Christine Lagarde & Luis de Guindos (2021), Press Conference, Introductory Statement, 10.06.2021, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210610~115f4c0246.en.html>
56. Deutsche Bundesbank (2021), Asset Purchase Programme (APP), <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/asset-purchase-programme-app--830334>
57. Philip R. Lane (2021), The monetary policy response in the euro area in English, Forbes & Ubide (2021), Monetary Policy and Central banking in the Covid Era, CEPR Press, 03.06.2021, <https://voxeu.org/content/monetary-policy-and-central-banking-covid-era>
58. Für eine tiefergehende Diskussion der geldpolitischen Antwort der EZB siehe: Philip R. Lane (2021), The monetary policy response in the euro area in English, Forbes & Ubide (2021), Monetary Policy and Central banking in the Covid Era, CEPR Press, 03.06.2021, <https://voxeu.org/content/monetary-policy-and-central-banking-covid-era>
59. OMFIF (2021), Central bank policy tracker, https://www.omfif.org/policy-tracker/?utm_source=homepagesquare (letzter Zugriff: 09.07.2021, 13:00)
60. Daniel Barth & Jay Kahn (2020), Basis Trades and Treasury Market Illiquidity, 16.07.2020, https://www.financialresearch.gov/briefs/files/OFRBr_2020_01_Basis-Trades.pdf
61. Christopher House, Christian Pröbsting, Linda Tesar (2017), Austerity in the aftermath of the Great Recession, VOXEU / CEPR. <https://voxeu.org/article/austerity-aftermath-great-recession>
62. Europäische Kommission & Ausschuss für Sozialschutz (2021), Long-term care in the EU, 14.06.2021, <https://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=738&langId=en&pubId=8396>
63. Transformative Responses (2021), Beyond crisis mode: building a resilient society, <https://transformative-responses.org/the-project/beyond-crisis-mode-building-a-resilient-society/> (letzter Zugriff: 16.07.21, 16:00)
64. Adam Tooze (2020), Unsere Normalität kehrt nicht zurück, Blätter für deutsche und internationale Politik, <https://www.blaetter.de/node/29631/download>
65. Europäische Kommission (2021), The Recovery and Resilience Facility, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility_en
66. Clarida et al. (2021), The COVID-19 crisis and the Federal Reserve’s policy response in English, Forbes & Ubide (2021), Monetary Policy and Central banking in the Covid Era, CEPR Press, 03.06.2021, <https://voxeu.org/content/monetary-policy-and-central-banking-covid-era>
67. Europäische Kommission (2021), Strategy for financing the transition to a sustainable economy, 06.07.2021, https://ec.europa.eu/info/publications/210706-sustainable-finance-strategy_en
68. Isabel Schnabel (2020), COVID-19 and the liquidity crisis of non-banks: lessons from the future, 19.11.2020, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201119_1~4a1ff0daf9.en.html
69. OMFIF (2021), Central bank policy tracker, Ratio of total assets to GDP, %, <https://www.omfif.org/policy-tracker/> (letzter Zugriff: 23.07.2021)
70. Doris Neuberger (2018), Bankenregulierung: Auf dem falschen Dampfer, 28.11.2018, https://www.finanzwende.de/blog/bankenregulierung-auf-dem-falschen-dampfer/#_ftn20

71. Daniela Gabor, Adam Tooze, Gerhard Schick & Pierre Monnin (2021), Die EZB muss aufhören, klimaschädliche Industrien zu unterstützen, 16.04.2021, <https://www.tagesspiegel.de/meinung/geldpolitik-ist-nicht-neutral-die-ezb-muss-aufhoeren-klimaschaedliche-industrien-zu-stuetzen/27098582.html>
72. Ebd.
73. Thomas Piketty (2019), Capital et Idéologie, Seuil.
74. Emmanuel Saez & Gabriel Zucman (2019), The Triumph of Injustice, How the Rich Dodge Taxes and How to Make Them Pay, Norton & Company.
75. Bürgerbewegung Finanzwende (2020), Ungleiches Terrain, Eine Studie zur Größe und Einfluss der Finanzlobby in Deutschland, 09.12.2020, <https://www.finanzwende.de/themen/finanzlobbyismus/studie-ungleiches-ter>

.....
**DR. GERHARD SCHICK, GESCHÄFTSFÜHRER
 FINANZWENDE RECHERCHE GGMBH**



Gerhard Schick ist promovierter Volkswirt, ehemaliges Mitglied des Bundestages, Mit-Initiator der Finanzwende und deren Geschäftsführer. Er hat sein Bundestagsmandat für die Arbeit in der Nichtregierungsorganisation zum 31.12.2018 niedergelegt.



.....
**MICHAEL PETERS, REFERENT FINANZMÄRKTE,
 FINANZWENDE RECHERCHE GGMBH**



Michael Peters ist Volkswirt mit finanzwissenschaftlichem Schwerpunkt und arbeitet als Referent für Finanzmärkte für Finanzwende Recherche. Dort beschäftigt er sich insbesondere mit Fragen der Finanzmarktstabilität, also der Regulierung von Banken, dem Schattenbankensystem und der Geldpolitik.

