

Finanzmarktkrisen und Beschäftigung

Die Krise als Normalität

Krisen an den Finanzmärkten kommen und gehen. Die Akteure auf diesen Märkten, seien es Banken, Fonds, private Spekulanten oder Unternehmen in normaler Geschäftstätigkeit, fallen immer wieder jahrelangen Schüben von übersteigertem kollektivem Optimismus oder Pessimismus zum Opfer. Im Fall von Überhitzungen geben Banken zu leichtfertig Kredit und Anleger zu leichtfertig Kapital, und in der nachfolgenden Konsolidierung geschieht das Gegenteil. Nach solchen zyklischen Ausschlägen finden die Akteure dann wieder in eine Phase realistischer Bewertungen zurück, und Aktienkurse, Wechselkurse, Immobilienwerte, die Kurse festverzinslicher Wertpapiere und die Einschätzung von Kreditrisiken werden entsprechend korrigiert.

Zyklischen Fehltritten über die Risikolage unterliegen nicht nur ahnungslose Privatanleger, Kreditnehmer und Banken aller Größenordnungen, sondern sogar Zentralbanken. Dies zeigt, wie unvermeidlich derartige Fehleinschätzungen nach wie vor sind. Bei Banken und mehr noch bei Zentralbanken ist der höchste verfügbare Sachverstand in diesen Fragen gebündelt, und doch sind sie in ihren Risikoeinschätzungen höchst fehlbar.

Man mag solche Zyklen der Risikoeinschätzung mit dem Argument abtun, es handle sich um übliche Unwägbarkeiten von Geschäftstätigkeit, die niemand den Betroffenen abnehmen könne. Dies wäre richtig, wenn Finanzmarktkrisen nicht auch Beschäftigungswirkungen hätten und wenn dadurch nicht Menschen betroffen wären, für die es um ganz anderes geht als um übliche Geschäftstätigkeit. Diese Beschäftigungswirkung vor allem ist es, die aus den Finanzmarktkrisen ein gravierendes Politikum macht.

Der Anstieg der Risikobelastung

Natürlich können die kollektiven Irrtümer, wie sie sich in Finanzmarktkrisen offenbaren, nicht nur für Arbeitskräfte schmerzlich werden, sondern auch für Banken, Unternehmen, Spekulanten und professionelle Anleger. Die Finanzmarktakteure und insbesondere Banken treiben daher beträchtlichen Aufwand, um sich vor den Auswirkungen solcher Krisen zu schützen. Sie wissen, dass sie Risiken nicht aus der Welt schaffen können, aber sie versuchen, sie zumindest vorsorglich zu orten, um deren Auswirkungen für sich selbst beherrschbar zu machen.

Diese Bemühungen um Risikoeingrenzung sind in der Vergangenheit stark intensiviert worden, und doch ist es nicht gelungen, die Risikozyklen nachhaltig abzumildern. Hierfür gibt es einen einfachen Grund. Mit den Bemühungen um Risikoeingrenzung sind nämlich zugleich die Risiken selbst gewachsen. Der gewandelte

Umgang mit dem Risikophänomen ist insofern nur ein Reflex auf gewandelte Bedingungen des Wirtschaftens. Die meisten Wirtschaftsakteure tragen höhere Risiken, als dies in früheren Phasen des Wirtschaftens der Fall war, und zwar ganz unabhängig von allen politisch bedingten Instabilitäten. Die Profite von Unternehmen, Kapital- und Kreditgebern haben demzufolge zu einem immer größeren Teil die Eigenschaft von Risikoprämien angenommen. Weil diese aber alles andere als verlässlich sind, wird immer mehr Aufwand und Erfindungsreichtum aufgeboden, um sie in einigermaßen verlässliche Renditen zu transformieren. Banken und andere Unternehmen des Finanzsektors müssen dies schon deswegen tun, weil ihre Anteilseigner eben dies von ihnen erwarten.

Insoweit es gelingt, die gewachsenen Risiken durch ein weiterentwickeltes Risikomanagement zu neutralisieren, wirkt sich dies natürlich auch positiv auf dem Arbeitsmarkt aus. Dennoch kommt es zumindest zyklisch weiterhin zu starken kollektiven risikobedingten Produktionsunterlassungen, die wiederum kollektive Einschränkungen der Beschäftigung zur Folge haben.¹ Die dauerhaft erhöhte Risikobelastung des Wirtschaftens ist insofern auch Ursache für eine langfristig erhöhte Arbeitslosigkeit.

Der Umgang mit den erhöhten Risiken

Die negativen Auswirkungen des Risikoproblems auf die Beschäftigung haben natürlich wenig Einfluss auf die Verhaltensweisen von Unternehmen. Diese sind gezwungen, effizient zu wirtschaften, auch wenn sie dabei mögliche Beschäftigung unterlassen. Sie betreiben daher weniger denn je eine unternehmensinterne Risikostreuung durch Diversifizierung. Sie sichern ihre Profitabilität eher durch Beschränkung auf singuläre Geschäftsfelder, in denen sie Kompetenzvorsprünge und damit Wettbewerbsvorteile erlangen können. Dies tun sie notgedrungen auch dann, wenn damit eine Erhöhung unternehmerischer Risiken verbunden ist. Erhöhte Risiken wiederum versuchen sie aufzufangen, indem sie diese zunehmend auf Subunternehmer, sonstige Vertragspartner und auf die Beschäftigten abwälzen. Sie lassen z.B. freiberufliche, befristet beschäftigte, leicht kündbare und leistungsabhängig entlohnte Arbeitskräfte auf je unterschiedliche Weise unternehmerische Risiken mittragen.

Dennoch vermag ein solches Risikomanagement den Risikozuwachs auf der Unternehmensebene natürlich nicht vollständig zu neutralisieren. Dies hat zur Folge, dass auch die Kapital- und Kreditgeber von Unternehmen am allgemeinen Risikozuwachs teilhaben. Kapital- und Kreditgeber versuchen daher ihrerseits, Risiken einzugrenzen, indem sie diese möglichst breit streuen. Sie versuchen beispielsweise, Kreditrisiken nach Branchen und anderen Kriterien zu diversifizieren, um damit der Bildung so genannter Risiko-Cluster vorzubeugen. Daneben treiben sie einen wachsenden Aufwand, und Risiken zu quantifizieren, und auf dieser Grundlage differenzieren sie zunehmend die in die Kreditzinsen eingerechnete Risikoprämie. Mit solchem Risi-

¹ Zum Phänomen der risikobedingten Produktionsunterlassung und seiner Bedeutung für das Beschäftigungsproblem s. B. Wehner, *Der Arbeitsmarkt im Sozialstaat*, Hamburg 2001, Kap. 2, und ders., *Der Neue Sozialstaat*, 2. Aufl. Wiesbaden 1997, Kap. 4.1.

komanagement wollen sie zumindest erreichen, dass es schlimmstenfalls zu einer risikobedingten Delle in ihrer Gewinnentwicklung kommt, nicht aber zu verlustbringenden oder gar existenzbedrohenden Kreditausfällen.

Die politischen Fehler im Umgang mit dem Risikoproblem

In Zeiten krisenfreier Konjunkturhochs werden die Beschäftigungswirkungen von Bereinigungskrisen oft vergessen. In solchen Phasen werden die Produktionsmöglichkeiten weitgehend ausgeschöpft, ohne dass es zu auffallenden risikobedingten Produktionsunterlassungen käme, und auch die Beschäftigung erreicht dabei ihre möglichen Höchststände. Dennoch ist in der scheinbar krisenfreien Hochkonjunktur immer schon die nachfolgende Krise angelegt. Auch wenn die Risikobelastung durch ein fortgeschrittenes Risikomanagement der Unternehmen abgefedert wird, bleibt doch eine allgemein erhöhte Risikobelastung der Wirtschaft, die erst in den Ernüchterungen einer Krise wieder vollständig bewusst wird.

Die in diesem Jahr offenbar gewordene Finanzmarktkrise hat gravierende Schwächen im Umgang mit den allgemeinen Risiken des Wirtschaftens aufgedeckt. Dieser Krise ging eine positive Konjunktorentwicklung mit positiven Beschäftigungswirkungen voraus. In dieser Phase wurde die Produktion nahezu global so weit ausgedehnt, dass Folgen risikobedingter Produktionsunterlassung kaum noch erkennbar waren. Dieser positive Effekt aber beruhte größtenteils auf der Verschleierung von Risiken. Einem Großteil der Anbieter auf den internationalen Finanzmärkten war es gelungen, über reale wirtschaftliche Risiken systematisch hinwegzutäuschen. Der Finanzmarkt wurde überschwemmt mit vermeintlich risikolosen Wertpapieren, die in Wahrheit durch stark risikobehaftete Forderungen besichert waren. Eine wichtige Rolle spielten dabei so genannte Verbriefungen. Stark risikobehaftete Hypotheken- und sonstige Kreditforderungen wurden in Bündeln „verbrieft“ und neuartigen Wertpapieren als Sicherheiten unterlegt. Diese Wertpapiere wiederum wurden Anlegern angeboten, die sich über die wahre Risikobelastung der Besicherung nicht im Entferntesten im Klaren waren. Nur auf den ersten, unkritischen Blick erschienen solche Wertpapiere daher renditestark. Die wahren Risiken wurden vor Kapitalanlegern hinter einem Schleier von Intransparenz versteckt, und selbst manche Emittenten und Anbieter solcher Wertpapiere waren sich, benommen von der vermeintlichen Raffinesse ihrer eigenen Finanzmarktinnovationen, über die selbstgeschaffene Intransparenz nicht im Klaren. Daraus ergaben sich zwar vorübergehend positive Auswirkungen auf Produktion und Beschäftigung, aber möglich war dies eben nur vor dem Hintergrund einer zyklischen kollektiven Fehleinschätzung.

Natürlich wird sich auch nach einer solchen Krise die Neigung zur Risikoverschleierung fortsetzen, und es wird weiter jene Grauzonen der Finanzmärkte geben, in denen Anleger und Kreditgeber vorsätzlich oder fahrlässig aufs Glatteis geführt werden. Dennoch folgt der Finanzmarktkrise eine Zyklusphase, in der betont pessimistische Risikoeinschätzungen Platz greifen. Risikoprämien steigen über das langfristig begründbare Niveau an, und Banken und Kapitalgeber ziehen sich ganz aus Bereichen des Wirtschaftens zurück, in denen die Risiken nicht mehr solide

kalkulierbar erscheinen. Dies trifft, so moderat sie in ihren Auswirkungen ist, auch auf die aktuelle Finanzmarktkrise zu. Diese ist ein neuerliches Lehrstück dafür, dass Risikoverschleierung auf den Finanzmärkten allenfalls vorübergehend hilft, Produktion und Beschäftigung zu steigern.

Die Optionen künftiger Risikopolitik

Die wirtschaftspolitische Schlussfolgerung aus einer solchen Krise ist naheliegend. Es sollten Rahmenbedingungen des Wirtschaftens geschaffen werden, die auch bei hoher Risikotransparenz eine bessere Ausschöpfung der Produktions- und Beschäftigungsmöglichkeiten erlaubt, als es bisher in normalen Zyklusphasen möglich war.

An der wachsenden Risikobelastung an sich kann natürlich keine Wirtschaftspolitik etwas ändern. Die Wirtschaftspolitik kann sich auch nicht darauf verlassen, dass die Wirtschaft selbst für die wünschenswerte Streuung der Risiken sorgt. Sie muss vielmehr aktiv dazu beitragen, dass, wie dies in früheren Analysen benannt wurde, wirtschaftliche Risiken nachhaltig „absorbiert“ werden.²

In der jüngeren Vergangenheit neigte die Politik dazu, sich auf die langfristigen Selbstregulierungsmechanismen des Marktes zu verlassen, auch wenn mit zyklischen Fehlentwicklungen zu rechnen war. Der Markt, so diese Einschätzung, werde kollektive Fehleinschätzungen zeitig korrigieren, und damit sei auch sichergestellt, dass die Risikobelastung der Wirtschaft Konjunktur und Beschäftigung nicht dauerhaft schade. Richtig daran ist, dass Unternehmen, Banken und institutionelle und private Kapitalgeber schon im eigenen Interesse Risiken streuen und dass dies in gewissem Umfang auch einer wachsenden Zurückhaltung bei Produktion und Beschäftigung vorbeugt. Dennoch reichen die Marktmechanismen allein nicht aus, um die negativen Auswirkungen der wachsenden Risikobelastung zu neutralisieren.

Eine der Ursachen hierfür ist, dass der Staat selbst ungewollt die Risikobelastung der Wirtschaft erhöht. Er tut dies, indem er Steuern erhebt, und er tut es auch, indem er rechtliche Rahmenbedingungen für Beschäftigungsverhältnisse und andere Wirtschaftskontrakte setzt. Gerade in diesen Funktionen aber könnte der Staat wesentlich dazu beitragen, die Risikobelastung des Wirtschaftens zu entschärfen. Er könnte zumindest das risikobedingte Verhalten der Wirtschaftsakteure positiv beeinflussen. Eben dies wäre staatliche Risikoabsorption.

Ein Staat, der Steuern und Abgaben verlangt, ist zwangsläufig ein Risikofaktor. Der Staat kann aber Steuern und Abgaben auf sehr unterschiedliche Weise bemessen und dabei seine Rolle als Risikofaktor sehr unterschiedlich gestalten. Der Staat kann sich beispielsweise an unternehmerischen Risiken beteiligen, indem er Steuern und Abgaben größtenteils den Charakter einer Risikoprämie gibt. Er könnte beispielsweise die Fälligkeit von Steuern und Abgaben vom Nichteintritt unternehmerischer Risikoereignisse abhängig machen, und er könnte hierfür leicht verständliche und

² Zum Begriff der Risikoabsorption s. B. Wehner, Der Neue Sozialstaat, 2. Aufl. Wiesbaden 1997, Kap. 5.2.

verlässliche Regeln schaffen.³ Wenn Unternehmen sich auf eine derartige Risikoteilhabe des Staates verlassen könnten, wären sie selbst als Risikoträger wesentlich entlastet. Sie könnten sich einen weniger defensiven Umgang mit dem Risikoproblem leisten und daher mehr Produktion und Beschäftigung wagen, als dies ohne Risikoteilhabe des Staates der Fall wäre.

Eine wirksame Maßnahme staatlicher Risikoabsorption wäre es auch, wenn Verluste steuerlich von einem auf ein anderes Unternehmen übertragen werden könnten. Das verlustabgebende Unternehmen könnte sich hierbei die Steuerersparnis des verlustübernehmenden Unternehmens vergüten lassen, um eigenen Liquiditätsengpässen vorzubeugen. Wenn diese Möglichkeit bestünde, dann wäre auch damit die unternehmerische Risikobereitschaft wesentlich gestärkt. Es entstünde ein positiver Effekt auf Produktion und Beschäftigung in den risikobelasteten Unternehmen, ohne dass bei den Aufkäufern steuerlicher Verluste mit nennenswerten negativen Effekten zu rechnen wäre. Zumindest in der Summe wären daher Produktion und Beschäftigung gestärkt.

Wenn der Staat auf solche Weise Risikoabsorption betriebe, dann fiel es ihm auch viel leichter, die Risikotransparenz in der Wirtschaft zu erhöhen. Wenn sicher wäre, dass Produktion und Beschäftigung auch ohne temporäre Verschleierung von Risiken und ohne temporäre kollektive Optimismusschübe ausgeschöpft werden, dann wäre zumindest die politische Versuchung viel geringer, sich der Hoffnung auf solche illusionsfördernden Zyklusphänomene hinzugeben. Dann fiel es dem Gesetzgeber viel leichter, die Wirtschaftsakteure zu uneingeschränkter Transparenz in der Risikofrage zu verpflichten, indem er beispielsweise aus den bisher straffreien Kavaliersdelikten der Risikoverschleierung folgenschwere Straftatbestände und Haftungsfälle machte.⁴ Derartiges könnte geschehen, wenn in der Transparenzfrage ein ähnlicher juristischer Bewusstseinswandel stattfände wie etwa in Fragen der Bestechung, Bestechlichkeit und Untreue.

Verschärfte gesetzliche Transparenzgebote könnten insbesondere professionelle Anleger und Anlageberater, Emittenten und Verkäufer von Wertpapieren, Investmentbanker, die für Banken, Fonds oder Versicherungen Wertpapiere kaufen, und sogar Wirtschaftsredakteure und Wirtschaftspublizisten zu einem stark veränderten, nämlich risikosensibleren Wirken zwingen. Allein dies würde erheblich dazu beitragen, Wirtschaftszyklen vorbeugend zu glätten, und es würde darüber hinaus ein dauerhaftes Hemmnis für Wohlstand und Beschäftigung beseitigen. Ihre bestmögliche Wirkung würden solche Transparenzgebote allerdings erst dann entfalten, wenn

³ Betrügerischem Missbrauch einer solchen Regel müsste natürlich vorgebeugt werden. Eine derartige Regel aber wäre für sich genommen nicht weniger missbrauchsträchtig, als es bei Regeln des Steuer- und Abgabenrechts und des Schuldrechts im Allgemeinen der Fall ist.

⁴ Da die Risikoverschleierung besonders auf dem so genannten Derivatemarkt fast zur gängigen Praxis geworden ist, wären gesetzliche Transparenzgebote für diesen Markt besonders vordringlich.

irgendwann auch der Übergang zu einer konsequent regelgeleiteten Geldpolitik geschaffen würde.⁵

12 – 2007

www.reformforum-neopolis.de

⁵ Zur einer regelgeleiteten Geldpolitik s. auch „Die Logik der Geldpolitik“ (1) und (2) in www.reformforum-neopolis.de. Bei der Sicherung eines hohen Beschäftigungsstandes käme daneben der Lohnstrukturpolitik eine wichtige Rolle zu. S. hierzu B. Wehner, Der Neue Sozialstaat, Wiesbaden 1997, Kap. 5.2, sowie die Beiträge zur Beschäftigungspolitik und zum Arbeitsmarkt in www.reformforum-neopolis.de