

Durch die globale Finanz- und Wirtschaftskrise geraten Europas Banken immer mehr unter Druck. Reichen die von der Politik vorgeschlagenen Maßnahmen aus, um eine erneute Bankenkrise zu verhindern?

Bankenrettung: Nicht noch mehr alter Wein in neuen Schläuchen!

»Occupy Wall Street!« ist nicht nur in den USA zum »Schlachtruf« geworden. Nahezu flächendeckend hat sich in den großen Industriestaaten eine Protestbewegung etabliert, die die Finanzindustrie einerseits, die Politik andererseits an den Pranger stellt. Drei Jahre nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers ist die Krise damit in der Mitte der Gesellschaft angekommen und zugleich in eine neue Phase getreten. Hatte sich die ursprünglich begrenzte Banken- zunächst zu einer globalen Finanzmarktkrise ausgewachsen, die dann zu einer weltweiten Rezession führte, haben die nachfolgenden staatlichen Rettungsaktionen für Banken und Konjunktur die öffentliche Verschuldung speziell der Euroländer an den Rand der Tragfähigkeit geführt. Mit gewissem time lag erkennen nun immer weitere Teile der Bevölkerung, welche Lasten ihnen und den nachfolgenden Generationen aufgebürdet werden.

Die desolante Verfassung der Staatsfinanzen gerade südeuropäischer Länder hat die Krise in den Bankensektor »zurückgebracht«, denn diese halten immer noch in großem Umfang öffentliche Schuldtitel. Insofern sind sie (neben Versicherungen und anderen Kapitalanlagegesellschaften) in besonderem Maße von dem beim Brüsseler Gipfel Ende Oktober beschlossenen Forderungsverzicht gegenüber Griechenland betroffen. Und auch die Bonität von Frankreich und Italien wird inzwischen so stark angezweifelt, dass den Banken weitere massive Wertkorrekturen auf Staatsanleihen drohen.

Zur Bekämpfung der Bankenkrise greift die Politik auf ein altbekanntes Instrument der Regulierung zurück: die Eigenkapital-Vorschriften. Die 91 größten Banken Europas müssen ab Juni 2012 9% ihrer

Risikoaktiva mit Kernkapital unterlegen. Lassen sich diese Mittel nicht aus thesaurierten Gewinnen oder über den Kapitalmarkt beschaffen, soll der jeweilige Heimatstaat sie bereitstellen, also durch Eigenkapitalhilfe Miteigentümer werden und dementsprechend auf die Geschäftspolitik der Kreditinstitute Einfluss nehmen können.

Als Vorbild hierfür wird vielfach das massive Bankenrettungsprogramm angeführt, das die US-Regierung im Oktober 2008 aufgelegt hatte. Erst diese Intervention habe den Sektor stabilisiert – und entwickle sich zudem für den Staat immer mehr zu einem »guten Geschäft«: Nicht nur seien große Teile der damaligen Hilfsleistungen mittlerweile zurückgezahlt, es würde sich sogar ein »milliardenschwerer Gewinn« einstellen (z.B. Vogel 2011).

US-Bankenrettung – ein fragwürdiges Vorbild

Das US Department of the Treasury stellte am 19. September 2008 den ersten Entwurf eines staatlichen Bankenrettungsprogramms vor (»*Troubled Asset Relief Program*«, *TARP*). Nachdem der US-Kongress zehn Tage später den ursprünglichen Entwurf dieses Programms aufgrund seiner inhaltlichen Ausgestaltung zunächst ablehnte, wurde eine modifizierte Version von TARP am 3. Oktober 2008 vom US-Kongress gebilligt und im Rahmen des Emergency Economic Stabilization Act (EESA) verabschiedet.

Das ursprüngliche Ziel von TARP bestand darin, den US-amerikanischen Bankensektor durch den staatlichen Ankauf toxischer Wertpapiere bzw. illiquider hypo-



Stephan Paul*



Christian Farruggio**

* Prof. Dr. Stephan Paul ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzierung und Kreditwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum.

** Christian Farruggio ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum.

thekarbesicherter Kredite in Höhe von maximal 700 Mrd. US-Dollar zu entlasten und mit Liquidität zu versorgen. Vor dem Hintergrund anhaltender Unsicherheiten auf den Finanzmärkten entschied die US-Regierung am 14. Oktober 2008, das bisherige Rettungsprogramm zu erweitern und ein zusätzliches Rekapitalisierungsprogramm (*Capital Purchase Program, CPP*) aufzulegen. Auf dessen Basis konnte der Staat in Höhe von maximal 250 Mrd. US-Dollar Vzugsaktien und/oder Optionsscheine (TARP-Warrants) US-amerikanischer Banken erwerben und diese mit Eigenkapital versorgen. Nachdem in einem ersten Schritt die neun größten US-Banken dazu verpflichtet wurden, staatliche Kapitalhilfen in Höhe von 125 Mrd. US-Dollar anzunehmen, wurden die übrigen 125 Mrd. US-Dollar in einem zweiten Schritt an weitere rettungswürdige (»qualifying«) US-Banken unterschiedlichster Größe und Form vergeben.¹

In der Literatur finden sich unterschiedliche und zum Teil gegenläufige Erklärungsansätze zur Wirkungsweise staatlicher Bankenrettungsprogramme auf den Shareholder Value sowie das Risiko der unterstützten Banken (vgl. u.a. Black und Hazelwood 2010). Während die Rettungsmaßnahmen zunächst einen direkten Effekt auf den Verschuldungsgrad sowie die Liquiditätsausstattung der Bank haben, ergibt sich ein indirekter Effekt infolge der Reinvestition der Kapitalhilfen und den damit verbundenen Konsequenzen für das Risikoprofil der unterstützten Banken.

Im Zusammenhang mit dem *direkten Effekt* wird zunächst angenommen, dass die Kapitalhilfen die finanzielle Stabilität der Banken erhöhen, da sie kurzfristig zu einer Reduzierung des Leverage und einer Erhöhung der Liquiditätsposition führen (vgl. Mehran und Thakor 2010; Bayazitova und Shivdasani 2010). Im Gegensatz hierzu ist der nachhaltige Einfluss der Rekapitalisierung von der Risikoposition der Bank im Vorfeld abhängig (vgl. Diamond und Rajan 2010, 2009). Die Bereitstellung von Kapital kann dann nicht zwangsläufig den kurzfristigen und verlustreichen Verkauf (»fire sale«) von Wertpapieren verhindern, wenn die Bank ex ante in großem Maße illiquide und toxische Anlagen in ihrem Portfolio gehalten hat. Darüber hinaus kann die Inanspruchnahme staatlicher Hilfen seitens der Kapitalmarktinvestoren unter Umständen als Zeichen für ein hohes Ausfallrisiko im Kreditportfolio der unterstützten Banken interpretiert werden (vgl. Hoshi und Kashyap 2010) und folglich ihre Refinanzierungskosten erhöhen. Schließlich ist es fraglich, ob die Kapitalhilfen tatsächlich den Marktwert des (ökonomischen) Eigenkapitals und somit die Risikotragfähigkeit der Bank erhöhen oder eher den Marktwert des Fremdkapitals steigern (vgl. Veronesi und Zingales 2009).

Richtung und Höhe des *indirekten Effekts* hängen zum einen davon ab, wie die erhaltenen Mittel reinvestiert wurden, zum anderen spielt eine Vielzahl von »Marktfaktoren« eine Rolle (vorherrschende Kapitalmarkterwartungen, Wettbewerb in den einzelnen Anlageklassen, regulatorische und vertragliche Anforderungen etc.). Speziell im Fall von TARP war die Aufrechterhaltung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft eine wichtige Auflage für die Gewährung der staatlichen Kapitalhilfen. Angesichts der schlechten konjunkturellen Entwicklung während der Finanzkrise ist jedoch schon von daher die stabilisierende Wirkung der Kapitalmaßnahmen für den Bankensektor zu bezweifeln (vgl. Black und Hazelwood 2010; Delis und Kouretas 2010; Altunbas et al. 2010).

Vor diesem Hintergrund haben Farruggio, Michalak und Uhde (2011) untersucht, inwiefern TARP das Vertrauen in die Kapitalmärkte wiederherstellen konnte und ob die verabschiedeten Maßnahmen die Stabilität des

Tab. 1
Die zehn größten »Hilfsempfänger« des TARP-Programms und seine bisherige »Erfolgsbilanz«

| Banken | Summe der Kapitalhilfen (in Mrd. US-Dollar) |
|---------------------------------------|---|
| Bank of America Corporation | 25 |
| Citigroup Inc. | 25 |
| JPMorgan Chase & Co. | 25 |
| Wells Fargo & Company | 25 |
| Morgan Stanley | 10 |
| The Goldman Sachs Group, Inc. | 10 |
| The PNC Financial Services Group Inc. | 7,6 |
| U.S. Bankcorp | 6,7 |
| SunTrust Banks Inc. | 4,9 |
| Capital One Financial Corp. | 3,6 |
| Summe | 144 |

| | |
|---------------------------------------|-------|
| Summe aller Kapitalhilfen: | 205 |
| Summe aller zurückgezahlten Mittel: | 165 |
| Verluste: | - 2,6 |
| Noch ausstehende Beträge aus dem CPP: | 37,8 |

Quelle: Transactions Report, U.S. Treasury Department, 2. November 2011.

¹ Mit dem Ziel, die Stabilität des gesamten Finanzsektors zu stärken und US-amerikanische Arbeitsplätze, Ersparnisse sowie Alterssicherungen zu schützen, wurden Anfang 2009 weitere Kapitalhilfen für systemrelevante Banken im Rahmen des *Targeted Investment Program (TIP)* zur Verfügung gestellt. Lediglich Citigroup und Bank of America erhielten mit diesem Programm weitere je 20 Mrd. US-Dollar, um die Märkte vor möglichen Ansteckungseffekten und den damit verbundenen Auswirkungen für die Gesamtwirtschaft zu bewahren.

Finanzmarktes nachhaltig gestärkt haben. Im Detail wird der Einfluss der ersten Ankündigung von TARP (19. September 2008), der Modifikation des Ursprungsentwurfs (14. Oktober 2008) sowie der Effekt der tatsächlichen Inanspruchnahme und der Rückzahlungen der Kapitalhilfen auf den Shareholder Value und das Risikoexposure von 125 börsennotierten Banken untersucht. Die empirische Analyse zeigt eine *Licht- und eine Schattenseite des US-amerikanischen Bankenrettungsprogramms*.

Die Ankündigungen der Rettungsmaßnahmen führten zunächst zu signifikant positiven abnormalen Renditen im Bankensektor, begleitet von einer Reduzierung des systematischen Risikos, das hauptsächlich durch eine Abnahme der Korrelationen der Kreditinstitute untereinander getrieben wird. Im Gegensatz dazu führte die tatsächliche Inanspruchnahme der Kapitalhilfen zwischen Oktober 2008 bis Juli 2009 zu signifikant negativen Werteffekten aus der Perspektive der Anteilseigner der unterstützten Institute. Die Analyse der Risikoposition der einzelnen Banken offenbart darüber hinaus einen signifikanten Anstieg des systematischen Risikos, welches sich sowohl aus einer Zunahme des bankindividuellen Risikos als auch einer Erhöhung des Marktrisikos zusammensetzt. Positive Werteffekte zeigten sich erst wieder zum Zeitpunkt der Rückzahlung der Kapitalhilfen.

Bei der Bankenrettung bietet durch den Staat bereitgestelltes Eigenkapital demnach keine Erfolgsgarantie, selbst wenn das Programmvolumen so hoch ausfällt wie im Falle von TARP. Angesichts der staatlichen Zielfunktion, in der die Bekämpfung systemischer Risiken oberste Priorität genießt, ist es auch sekundär, dass Banken schon große Teile der erhaltenen Gelder zurückzahlen konnten: Über die Systemstabilität sagt dies wenig aus.

Bei der Frage nach *alternativen Regulierungsdesigns* fällt natürlich sofort der Blick auf den derzeit entstehenden *Basel-III-Standard*. Auf dem jetzigen Diskussionsstand zeigt sich, dass speziell die mit Staatsschuldtiteln zusammenhängenden Bonitätsprobleme in allen drei Säulen des Entwurfs unzureichend berücksichtigt werden.

Quantitative Normen: Privilegierung der Staatsschulden beseitigen

Die Privilegierung der Investition in Staatstitel in der Säule 1 äußert sich darin, dass in der Basel II für Deutschland umzusetzenden Solvabilitätsverordnung (SolV) im Rahmen des von 97% aller Institute praktizierten Standardansatzes Forderungen gegenüber Zentralregierungen deutlich geringer mit Eigenkapital zu unterlegen sind als solche gegenüber Unternehmen. In den ersten vier Bonitätsklassen betragen die entsprechenden Sätze 0% gegenüber 1,6% der Risiko-

aktiva, 1,6% / 4%, 4% / 8% und 8% / 12%. Auch von den 90 größten europäischen Banken nutzen 54 diesen Standardansatz.

Nun mag man einwenden, dass diese Faktoren bereits vor der Finanzmarktkrise fixiert wurden, als das Risiko einer Staatsinsolvenz gerade in den ersten beiden Bonitätsklassen als vernachlässigbar angesehen wurde. Aber auch unter Basel III wird diese strukturelle Schwachstelle nicht beseitigt. Obwohl die Eigenkapitalunterlegungssätze sowohl theoretisch als auch empirisch auf sehr »wackligem« Fundament stehen und zudem – siehe Staatsanleihen – nicht investitionsneutral sind, also die Kapitalallokation ungerechtfertigterweise verzerren, werden sie beibehalten. Die neuen Baseler Anforderungen verstärken pauschal den Risikoträger Eigenkapital, indem sie vor allem das notwendige Kernkapital von bislang 4% auf zukünftig mindestens 7% zuzüglich eines antizyklischen Kapitalpuffers (und weiteren Zuschlägen für systemrelevante Institute) erhöhen. Um ein Bild zu wählen: Die Verkehrsteilnehmer dürfen ihre Fahrweise beibehalten, aber es wird ein stärkerer Airbag vorgeschrieben.

Auch in den geplanten Liquiditätsregeln findet sich die angesprochene Privilegierung wieder. Bei der kurzfristigen Liquidity Coverage Ratio sollen Staatsanleihen mit einem Rating in der ersten regulatorischen Bonitätsklasse als Level-1-Vermögenswerte eingestuft und in voller Höhe als »hochliquide Aktiva« zur Abdeckung der innerhalb der nächsten 30 Tage unter Stress erwarteten Nettozahlungs-mittelabflüsse angerechnet werden. Dies lädt Banken noch weiter zu Investitionen in Sovereign Bonds ein, erleichtert die Staatsverschuldung und verdrängt tendenziell die private Inanspruchnahme des Kapitalmarktes (Crowding-out-Effekt).

Im Hinblick auf die Eigenkapital- und Liquiditätsregeln muss dringend nachgebessert werden, indem der schwankenden Werthaltigkeit und Liquiditätsnähe von Staatsschuldtiteln Rechnung getragen wird – bei Basel III ebenso wie bei Solvency II für Versicherer, bei denen die derzeitigen Entwürfe den gleichen Fehleinschätzungen der Regulatoren unterliegen.

Qualitative Aufsicht: Blick auf bankweite Risikozusammenhänge verstärken

Im allgemeinen Teil der die zweite Baseler Säule ausformenden und zuletzt 2010 überarbeiteten »Mindestanforderungen an das Risikomanagement« sind Länderrisiken bei der Benennung des Adressenausfallrisikos als wesentliche Risikoart ebenso explizit herausgehoben wie Risikoklumpungen. Insbesondere sind – unter Berücksichtigung von Risikokonzentrationen – für alle wesentlichen Risiken

Risikotoleranzen festzulegen und regelmäßig zu überwachen. Diese Risikohäufungen scheinen tatsächlich derjenige Bereich zu sein, für den im Risikomanagement der Kreditinstitute immer noch Nachholbedarf besteht. Die Krise der GIIIPS-Staaten hat erneut belegt, wie instabil Korrelationsannahmen sein und in welcher kurzen Zeit sich – hier in Bezug auf eine Staatengruppe – Klumpenrisiken im Portfolio herausbilden können.

In zwei wichtigen Papieren hat der Baseler Ausschuss bei international führenden Banken erhoben, inwiefern sie in der Lage sind, schlagend werdende gemeinsame Risikofaktoren in unterschiedlichen Bereichen der Institute zu erkennen (vgl. Basel Committee 2008; 2009). Die gewichtigste Hürde hierfür stellt in vielen Häusern die vorherrschende Praxis »siloartiger« Organisationsstrukturen dar, die dem Risikomanagement eine frühzeitige Identifikation, Messung, Steuerung und Kontrolle von Risiken auf bankkonzernübergreifender Aggregationsebene unmöglich macht. Damit im Zusammenhang stehen unterschiedliche EDV-Systeme in den verschiedenen Teilbereichen (Tochtergesellschaften, Sparten, Profit Center), die die Abbildung zusammengefasster Risikopositionen erschweren.

Aufgrund der hier identifizierten Defizite gibt der Baseler Ausschuss den Impuls an die Geschäftsleitungs- und Kontrollorgane, den Korrelationen zwischen Risiken aus unterschiedlichen Produkten bzw. Geschäftsfeldern mehr Aufmerksamkeit zu schenken. Risikoartenübergreifende, konzernweite Stresstests können helfen, diese strukturellen Defizite zu überwinden und die Wahrnehmung gemeinsamer (Klumpen-)Risiken zu verbessern.

Dieser Appell muss sich aber spiegelbildlich auch an die Aufsicht selbst richten, die sich von einer primär vergangenheitsorientierten Sichtweise von Einzelrisiken (z.B. bei der Ableitung von Modellparametern) lösen und stattdessen einen zukunftsgerichteteren Blick auf die »Hot Spots« im Sinne von materiell gewichtigen »Klumpungen« im Portfolio werfen sollte. Um diese im Rahmen etwa des Aufsichtsgesprächs nach Säule 2 adäquat thematisieren zu können, ist ein vertieftes Verständnis der Spezifika der jeweiligen Bank und ein »Vertrautsein« mit den Besonderheiten ihrer Geschäftsfelder erfolgskritisch. Nach Ansicht der jüngst repräsentativ befragten Geschäftsleitungen deutscher Kreditinstitute ist hier – im Gegensatz etwa zur sehr hoch eingestufteten Fachkompetenz der Aufseher – noch deutlicher Verbesserungsbedarf (vgl. Paul, Stein und Meine 2011).

Offenlegung: Mehr statt weniger Transparenz über die Länderrisiken schaffen

Mit den Regelungen der dritten Baseler Säule wurde angestrebt, den Finanzmarktteilnehmern ein genaueres Bild über

die tatsächliche Rendite-Risiko-Position des jeweiligen Kreditinstituts zu vermitteln. Durch diese Publizitätsregulierungen sollte (potenziellen) Investoren die sachgerechte(re) Anpassung ihrer risikoorientierten Renditeforderungen ermöglicht werden. Da diese spiegelbildlich die Kapitalkosten der Banken bestimmen, versprach sich Basel hiervon einen disziplinierenden Einfluss auf den »Risikoappetit« der Bankleitungen. Dies gelte insbesondere dann, wenn Investoren unversicherte Fremd- oder Hybridkapitalpositionen (z.B. Nachrangige Verbindlichkeiten, Contingent Convertibles etc.) unterhalten.

Doch im Zuge der Finanzmarktkrise ist diese dritte Säule in den Hintergrund gerückt; in den internationalen Regulierungsdiskussionen fristet sie ein Schattendasein. Zwar taucht in den Forderungen der Politik mit Blick auf regulatorische Krisenkonsequenzen gebetsmühlenartig diejenige nach »Mehr Transparenz!« (»der Banken«, »der Produkte« usw.) auf. Andererseits hat man aber – so im Oktober 2008 – die Möglichkeiten des Abweichens vom Prinzip der Marktbeurteilung von Finanzinstrumenten eher erweitert. Dabei hat eine frühzeitige, offene Informationspolitik auch bei drastischen Wertberichtigungen und Abschreibungen eher stabilisierenden Charakter als Gerüchte und Spekulationen über mögliche stille Lasten, denn Informations- und nachfolgende Vertrauensschocks sind der Auslöser schwerer Krisen. Bank Runs können nur dann verhindert werden, wenn Investoren Bonitätsdifferenzen zwischen den Banken registrieren und sanktionieren können. Werden diese eingeebnet, droht viel eher die Gefahr, ein Haus für so gut oder eben schlecht wie das andere zu halten (»Homogenitätsthese«) und damit kollektiv das Vertrauen gegenüber allen Kreditinstituten zu verlieren (»Headline-Risiko«).

Statt wie in den letzten vier Jahren international in erster Linie über höhere Eigenkapitalquoten, antizyklische Kapitalpuffer, Leverage Ratios u.Ä. nachzudenken, ist daher zu überlegen, wie man die Publizität der Institute auch dort weiterentwickeln kann, wo es um Länderrisiken geht. So könnten Banken etwa im Anhang ihrer Geschäftsberichte einen Teil des Sets unterschiedlicher Szenarien für die Entwicklung der Bonität derjenigen Staaten veröffentlichen, bei denen sie als Buchkreditgeber oder Wertpapierinvestor Risiken sowohl gegenüber privaten als auch staatlichen Adressen eingehen – und die sie in ihrem Controlling ja (hoffentlich) bereits durchspielen. Die Märkte könnten sich dann selbst ein Urteil darüber bilden, wie realistisch die gewählten Annahmen sind und wie stressresistent die jeweilige Bank ist (vgl. Paul 2010).

Kein »Weiter so!« in der Regulierung

Die von der Politik derzeit favorisierten Vorschläge zur Beseitigung der Bankenkrise sind leider nur »alter Wein in neu-

en Schläuchen«, da sie sich primär auf die Höhe des regulatorischen Eigenkapitals von Banken fokussieren. Mehr Risikopuffer allein (am Markt aufgenommen oder – noch problematischer – vom Staat bereitgestellt) löst aber weder die derzeitigen Probleme noch beugt es ausreichend künftigen Systemgefahren vor. Stattdessen muss im Rahmen einer proaktiven Kontrolle der Aufsicht intensiver geprüft werden, welche Risiken Banken ein- und wie sie mit ihnen umgehen. Hier ist Eile geboten, weil angesichts des hohen gesellschaftlichen Drucks auf die Politik bei einer Verschärfung der Krise radikale, ökonomisch nicht gerechtfertigte Strukturreformen (etwa die geforderte Rückkehr zum Trennbankensystem) drohen.

Literatur

- Altunbas, Y., L. Gambacorta und D. Marques-Ibanez (2010), »Does monetary policy affect bank risk-taking?«, BIS Working Paper, No. 298, Basel.
- Basel Committee on Banking Supervision (2008), »Cross-sectoral review of group-wide identification and management of risk concentrations«, Basel, April.
- Basel Committee on Banking Supervision (2009), »Enhancements to the Basel II framework«, Basel, Juli.
- Bayazitova, D. und A. Shivdasani (2010), »Assessing TARP«, Working Paper, University of North Carolina, Chapel Hill.
- Black, L. und L. Hazelwood (2010), »The effect of TARP on bank risk-taking«, Working Paper, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Delis, M.D. und G. Kourtas (2010), »Interest Rates and Bank Risk taking«, *Journal of Banking and Finance* 35, 840–855.
- Diamond, D.W. und R.G. Rajan (2009), »Fear of fire sales and the credit freeze«, NBER Working Paper No. 14925, Cambridge.
- Diamond, D.W. und R.G. Rajan (2010), »The credit crisis: Conjectures about causes and remedies«, NBER Working Paper No. 14739, Cambridge.
- Farruggio, C., T.C. Michalak und A. Uhde (2011), »The light and dark side of TARP – Empirical Evidence«, Working Paper, Ruhr-Universität Bochum.
- Hoshi, T. und A.K. Kashyap (2010), »Will the U.S. bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan«, *Journal of Financial Economics* 97, 398–417.
- Mehran, H. und A. Thakor (2011), »Bank capital and value in the cross-section«, *Review of Financial Studies*, im Erscheinen.
- Paul, S. (2010), »Banken-Stresstests: Viel Lärm um nichts?«, *Wirtschaftsdienst* 90, 498–499.
- Paul, S., S. Stein und C. Meine (2011), »Aufsichtsqualität aus Sicht der Banken – empirische Ergebnisse nach der Krise«, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 64, 558–563.
- Veronesi, P. und L. Zingales (2009), »Paulson's Gift«, NBER Working Paper No. 15458, Cambridge.
- Vogel, H. (2011), »Bankenrettung mit Gewinn – das amerikanische Vorbild«, *Handelsblatt Online*, 12. Oktober 2011.



Gerhard Schick*



Jan Weder**

Nur ein europäischer Ansatz wird Stabilität im Bankensektor schaffen

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise, die im Jahr 2007 ihren Anfang nahm und seitdem kontinuierlich ihr Erscheinungsbild ändert, hat seit nun beinahe zwei Jahren auch die Eurozone fest im Griff und in eine existenzielle Krise geführt. Dabei verschärfen sich Banken- und Staatsschuldenkrise und umgekehrt: Beide Krisen verstärken sich über negative Rückkopplungsschleifen gegenseitig. So gerieten die Staatsfinanzen der Eurozone auch infolge der kostspieligen Bankenrettungen der Jahre ab 2007 aus dem Ruder. Resultierende höhere Ausfallrisiken für Staatsanleihen schlugen dann erneut auf die Banken durch. Und heute stehen europäische Staaten erneut vor der Notwendigkeit, Banken stabilisieren zu müssen.

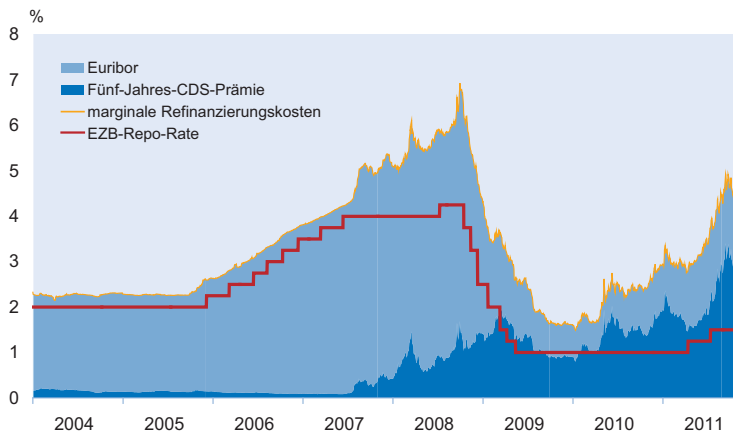
Ansteckungskanäle zwischen Banken und Staatsschuldenkrisen

Wieso haben sich die aus dem Gleichgewicht geratenen öffentlichen Haushalte der Eurozone auf die Banken übertragen und dort für neue Schief lagen gesorgt? In der Eurozone – wie im Rest der Welt auch – gehören Banken zu den wichtigsten Investoren von Staaten und Haltern ihrer Anleihen. Weil derzeit mehr als die Hälfte des Bondmarkts der Eurozone erhöhte Ausfallrisiken trägt (vgl. IWF 2011, 16), treffen entsprechende Wertverluste direkt und massiv die Aktivseite von Banken und können dort schnell zu neuen Schief lagen führen. Das gilt insbesondere in der Eurozone, in der Banken kein Eigenkapital für Anleihen ihrer Staaten bereit halten und im Zweifel krisenverschärfende Notverkäufe durchführen müssen, um Wertverluste aufzufangen.

* Dr. Gerhard Schick, MdB, ist finanzpolitischer Sprecher der Fraktion Bündnis 90/Die Grünen.

** Jan Weder ist wissenschaftlicher Mitarbeiter im Büro Dr. Gerhard Schick.

Abb. 1
Grenzfinanzierungskosten für Banken des Euroraums



Quelle: Credit Suisse, Banking against recovery, Oktober 2011.

Auch auf der Passivseite sind Banken von den höheren Kreditrisiken etlicher Eurostaaten betroffen: Zum einen sind implizite staatliche Garantieverprechen und Einlagensicherungen vieler Länder weniger wert und verteuern so die Refinanzierung der dortigen Banken. Außerdem orientieren sich Refinanzierungsgeschäfte – zum Beispiel mit der EZB – am Marktwert der gestellten Sicherheiten, so dass Wertverluste bei Anleihen sich negativ auf die Refinanzierung von Banken auswirken.

Infolge dieser und weiterer Ansteckungskanäle haben sich mit der Schuldenkrise die Finanzierungsbedingungen für Banken bereits deutlich verschlechtert, wie Abbildung 1 exemplarisch zeigt

Die Ansteckungseffekte wirken allerdings auch in die andere Richtung: Banken Krisen können staatliche Schulden Krisen verstärken oder verursachen, wenn Staaten – wie in Irland geschehen – zur Rettung eines instabilen und im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung überdimensionierten Bankensystem gezwungen sind.

Die Rückkopplung von Banken auf Staaten kann aber auch über eine Dämpfung des Wachstums bis hin zur Rezession erfolgen, wenn Banken infolge einer drohenden Schieflage ihre Kreditvergabe einschränken. Aktuelle Erhebungen der EZB lassen sich bereits entsprechend und als Warnsignal für rasches Handeln interpretieren: Demnach haben Banken der Eurozone ihre Kreditvergabe Standards an Unternehmen und Haushalte gegenüber dem Vorquartal deutlich angezogen (vgl. EZB 2011b). Banken begründen dies mit den verschlechterten Refinanzierungskonditionen. Damit droht eine weitere negative Rückkopplung zwischen Banken- und Staatsfinanzierungskrise.

Unzureichende EU-Gipfel-Beschlüsse zur Bankenstabilisierung

Für ein Durchbrechen dieses Teufelskreises aus sich gegenseitig verstärkenden Banken- und Schulden Krisen ist es wichtig, beide Krisen separat zu lösen. Die Stabilisierung der Banken ist deshalb elementarer Baustein zur dauerhaften Lösung dieser Zwillingskrise.

Die EU-Staats- und Regierungschefs haben sich dieser Erkenntnis lange verweigert. Noch Ende August 2011 schaltete es von Paris über Frankfurt bis Berlin ein »Unnötig!«, als IWF-Chefin Lagarde die rasche, umfassende und zwangweise Rekapitalisierung europäischer Banken anmahnte, um ein »Übergreifen der Wirtschaftsschwäche« auf die »Euro-Kernländer zu verhindern und eine »Liquiditätskrise« abzuwenden (vgl. Handelsblatt 2011a; FAZ 2011b).

Beim jüngsten Krisengipfel vom 26. Oktober 2011 der EU-Staats- und Regierungschefs erfolgte – vordergründig – ein Einlenken: Zur »Wiederherstellung des Vertrauens in den Bankensektor« soll eine höhere Eigenkapitalquote der risikogewichteten Aktiva von 9% eingeführt werden, und zwar »nach Berücksichtigung des Marktwerts von Staatsanleihen (...) zum 30. September 2011«. Diese höheren Kapitalquoten müssen »bis zum 30. Juni 2012 erreicht sein« (Erklärung der Staats- und Regierungschefs der EU 2011).

Die Beschlüsse werden allerdings ihr Ziel aus den folgenden Gründen verfehlen:

1. Der Zeitraum, der den Banken zur Erreichung der höheren Kapitalquoten zugestanden wird, ist mit Ende Juni 2012 viel zu belang bemessen. Bis dahin stehen viele weitere Monate der Unsicherheit bevor. Angesichts bereits vorhandener empirischer Warnsignale, dass die Banken beginnen, die eigenen schlechteren Finanzierungsbedingungen an die Kreditnehmer weiterzugeben (vgl. oben), kommt es entscheidend darauf an, die Rekapitalisierung der Banken zügig umzusetzen, um sicherzustellen, dass die derzeit vorhandene Gefahr des Abgleitens der Eurozone in eine Rezession (vgl. FAZ 2011a) nicht zusätzlich durch schwache Banken noch befördert wird.
2. Diese Gefahr besteht auch nach den jüngsten Gipfelbeschlüssen fort. So hat die Commerzbank bereits mitgeteilt, die neuen Kapitalanforderungen u.a. durch einen beschleunigten Abbau der risikogewichteten Aktiva von bis zu 30 Mrd. Euro zu erreichen, unter anderem durch »die temporäre Einstellung des Kreditneugeschäfts oh-

- ne Konnektivität zu Deutschland bzw. Polen« (Commerzbank 2011). Zwar wird die Commerzbank allein mit diesen Maßnahmen keine Kreditklemme der Eurozone herbeiführen. Doch zweifellos wird es realwirtschaftlich negative Auswirkungen nach sich ziehen, wenn alle Banken der Eurozone in diese Richtung reagierten. Die Gipfelbeschlüsse sehen deshalb vor, dass die Banken bis Ende 2011 Pläne zur Erreichung der Quoten entwickeln müssen, »die mit den einzelstaatlichen Aufsichtsbehörden vereinbart und durch die EBA koordiniert werden« (Erklärung der Staats- und Regierungschefs der EU 2011). Es fragt sich allerdings, nach welchen Kriterien die Aufsichten eine »übermäßige« Bilanzverkürzung feststellen und ahnden sollen und rechtlich überhaupt können. Zumindest die deutsche Finanzaufsicht hat sich bisher immer verweigert, in die Geschäftspolitik von Banken einzugreifen. Doch selbst, wenn nationale Aufseher noch für ihren Heimatmarkt eine wie auch immer definierte »übermäßige« Bilanzverkürzung verhindern werden: Spätestens der EBA fehlt es an der Kompetenz zu verhindern, dass Kreditgeschäft des Heimatlandes zu Lasten des Auslands aufrechterhalten wird. Insbesondere die Kreditversorgung osteuropäischer Länder mit einem hohem Anteil ausländischer Banken wäre dann bedroht.
3. Es ist falsch, die höheren Eigenkapitalquoten allein an den risikogewichteten Aktiva auszurichten. Sollten bspw. Staatsanleihen der Eurozone weiter im Wert fallen, ginge das schnell zulasten des Eigenkapitals, so dass bald erneute Rettungen nötig würden. Außerdem haben viele europäische Banken – darunter die spanische Banco Santander oder die britischen Lloyds Banking Group oder HSBC – bereits angekündigt, einen bedeutenden Teil der höheren Quoten durch eine Änderung der Berechnung der Risikogewichtung zu erreichen. Allein die Großbank Santander will auf diese Weise ihr Kapitaldefizit von 5,2 um 4 Milliarden reduzieren, ohne dass ein Euro zusätzliches Kapital in die Bank flösse. Auch die deutsche Commerzbank will prüfen, auf diese Weise ihre Quote zu erhöhen (vgl. Bloomberg 2011 und Handelsblatt 2011b). Richtig wäre daher gewesen, die Mindestkapitalausstattung zumindest ergänzend im Verhältnis zur gesamten Bilanzsumme als ein ungewichtetes Maß (leverage ratio) zu verlangen.
 4. Für Bankvorstände ist es für Reputation und Gehalt unangenehm, staatliche Hilfen in Anspruch zu nehmen. Da auch private Geldgeber derzeit zögerlich sein werden, in europäische Banken zu investieren, besteht ein Anreiz, höhere Eigenkapitalquoten vor allem durch die Reduktion der Risikoaktiva oder Neuberechnung der Risiken (siehe oben) zu erreichen. Besser wäre es deshalb gewesen, Banken mit Zwang und mit öffentlichen Mitteln zu rekapitalisieren. Vergleichende Erfahrungen, bspw. aus der Schweiz oder den USA, im Zuge der Bankenrettungen der Jahre ab 2007 zeigen, dass solch ein pragmatischer Ansatz für die öffentliche Hand finanziell günstiger ist und

sogar zu Gewinnen führen kann und außerdem ein Ausstieg aus den Bankenbeteiligungen schneller glückt als bspw. in Deutschland (vgl. Expertenrat 2011, 36 ff.).

5. Ein weiterer Fehler besteht darin, dass der europäische Rettungsfonds EFSF nicht eigenständig in der Lage ist, Banken zu rekapitalisieren. Denn sollte eine Rekapitalisierung mit Unterstützung der EFSF durchgeführt werden, würde das die jeweilige nationalstaatliche Schuldenquote erhöhen und so eine neuerliche Verschärfung der Staatsschuldenkrise verursachen – so wie bereits in Irland die Inanspruchnahme der EFSF nur aufgrund der Bankenrettung erforderlich war.

Wie eine funktionierende Bankenstabilisierung aussehen müsste

Aus dem zuvor Gesagten lassen sich folgende Eckpunkte einer funktionierenden Bankenstabilisierung ableiten: Zum einen bedarf es einer zügigen Rekapitalisierung, um der Unsicherheit an den Märkten und der Gefahr einer bankenseitig beförderten Rezession in der Eurozone zu begegnen. Ferner wurde für zwangsweise Rekapitalisierung mit öffentlichen Mitteln nach dem Vorbild der USA oder der Schweiz plädiert, u.a. um unerwünschte Ausweichreaktionen zu verhindern, die im Bereich der Realwirtschaft zu gefährlichen Kreditknappheiten führen können. Drittens wurde gefordert, die Rekapitalisierung mit europäischen Mitteln durchzuführen, um die Schuldenstände der Nationalstaaten nicht weiter zu erhöhen und so neue Krisenverschärfungen in den öffentlichen Haushalten zu vermeiden.

Ergänzend ist festzustellen: Europa ist denkbar schlecht vorbereitet auf die neue Bankenschieflage. So verfügt Europa und die Eurozone über drei Jahre nach der Lehman-Insolvenz noch immer über kein funktionsfähiges Abwicklungsregime für Banken, das erlauben würde, Banken oder Teile davon abzuwickeln, ohne dass es zu gefährlichen weiteren Schieflagen und Paniken am Markt zu kommen droht. Die Politik hat hier versäumt, sich neue Optionen auf dem Kontinuum zwischen den beiden Extremen »Retten« und »Nicht-Retten« zu verschaffen. Im Ernstfall bleibt damit nach wie vor einzig die aus Perspektive der Steuerzahler und öffentlichen Haushalte ungünstigste Variante: die komplette Rettung maroder Banken und mit ihr sämtliche Fremdkapitalgeber, ohne die Möglichkeit, sie im Rahmen eines geordneten Verfahrens an den Kosten substantiell beteiligen zu können.¹ Damit werden Fehlanreize bei den Banken und ihren Investoren perpetuiert: Beide können sich nach wie vor auf die rettende Hand des Staates verlassen und werden so weiter angehalten, zu hohe Risiken einzugehen bzw. zu finanzieren.

¹ Erinnert sei hier exemplarisch an den Fall der HRE: für eine detaillierte Auflistung der dort mitgeretteten Gläubiger vgl. Tagesspiegel (2009).

Das in Deutschland bereits in Kraft getretene Restrukturierungsgesetz kann an diesem Missstand letztlich nichts ändern: Angesichts international agierender Banken kann nationales Recht allein keine rechtsfeste, steuerzahler-schonende Abwicklung sicherstellen (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2010, 166; 2011, 149).

Ein überfälliger Schritt muss deshalb darin bestehen, einen funktionsfähigen EU-Abwicklungsrahmen für Banken endlich und schnell umzusetzen. Ziel sollte sein, taumelnde Banken künftig nach dem sog. Good-Bank-Ansatz horizontal in ihre »guten« (das sind vor allem das Einlagen- und Kreditgeschäft, werthaltige Aktiva, Zahlungssystem) und »schlechten« Teile zerschlagen zu können. Etwaige Kapitalhilfen sollte es künftig ausschließlich für die »guten« Bankbestandteile geben (vgl. Burow und Klemperer 2009).

Sinnvoll wäre in diesem Zusammenhang die Gründung einer europäischen Abwicklungsbehörde für systemrelevante grenzüberschreitend tätige Banken, am besten nach Vorbild der US-amerikanischen FDIC (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011, 151 ff.). Ansonsten dominieren beim Krisenmanagement nationale Interessen fort und die Rettungen werden teurer als erforderlich, wie sich am Beispiel der grenzüberschreitenden Rettungen von Dexia und Fortis in 2008 gezeigt hatte. Damals waren mehrere Länder an der Bankenrettung beteiligt, aber ein koordinierter (günstiger) Ansatz ist wegen nationaler Befindlichkeiten nicht erfolgt.

Wichtig sind in diesem Zusammenhang sinnvolle Ex-ante-Vereinbarungen über eine faire Lastenverteilung zwischen den Nationen. Die Gründung eines Bankenrettungsfonds, der sich aus einer europäischen Bankenabgabe finanzierte, wäre sinnvoller Baustein einer solchen Lastenverteilung.

Der seit fast einem Jahr erwartete Vorschlag der EU-Kommission zu einem europäischen Abwicklungsrahmen bleibt indes hinter dem eigentlich Nötigen weit zurück. Demnach wird die Kommission lediglich einen Koordinierungsrahmen für nationale Maßnahmen vorschlagen (vgl. EZB 2011a), der die Verantwortlichkeiten fürs Krisenmanagement bei den Staaten belässt und die Harmonisierung der Abwicklungsregeln in ferne Zukunft verschiebt. Sie bleibt damit »weit hinter dem Ziel zurück, ein effektives und glaubwürdiges Insolvenzregime zu schaffen« (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011, 149).

Dringender Verbesserungsbedarf gegenüber den Bankenrettungen der vergangenen Jahre besteht in der parlamentarischen Kontrolle und öffentlichen Transparenz. Denn all zu oft blieben in den letzten Jahren wegen der vermeint-

lich geheimen Einstufung von Unterlagen zu den Bankenrettungen eine wirksame Kontrolle und Evaluation des Mitteleinsatzes auf der Strecke. Im Gegensatz zu anderen Ländern, die unter dem Einsatz erheblicher öffentlicher Mittel ihre Banken stabilisieren mussten, konnten so in Deutschland wichtige Lehren zu einem möglichst effektiven, steuermittelsparenden Einsatz der Mittel bis heute nicht gezogen werden.

Literatur

- Bloomberg (2011), »Financial Alchemy Fools Capital Rules in Europe«, 9. November.
- Burow, J. und P. Klemperer (2009), »Reorganising the Banks: Focus on the Liabilities, Not the Assets«, online verfügbar unter: <http://delong.typepad.com/sdj/2009/03/jeremy-bulow-and-paul-klemperer-reorganizing-the-banks.html>.
- Commerzbank (2011), »Commerzbank: Konzernergebnis im dritten Quartal bei minus 687 Mio Euro«, Pressemitteilung, 4. November.
- Credit Suisse (2011), *Banking against recovery*.
- Erklärung der Staats- und Regierungschefs der EU vom 26. Oktober 2010, online verfügbar unter: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ec/125622.pdf.
- Expertenrat (2011), *Strategien für den Ausstieg des Bundes aus krisenbedingten Beteiligungen an Banken*, Gutachten im Auftrag der Bundesregierung, Berlin.
- EZB (2011a), »Der neue Rahmen für Krisenmanagement im Finanzsektor und Abwicklung«, *Monatsbericht* Juli.
- EZB (2011b), »The Euro Area Bank Lending Survey«, Oktober.
- FAZ (2011a), »Brüssel warnt vor Rezession«, 10. November.
- FAZ (2011b), »Lagarde will Rekapitalisierung von Europas Banken«, 28. August.
- Handelsblatt (2011a), »IWF-Chefin blitzt ab«, 30. August.
- Handelsblatt (2011b), »Europäische Banken rechnen sich ihre Risiken schön«, 11. November.
- IWF (2011), *Global Financial Stability Report*, September, Washington.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2010), *Chancen für einen stabilen Aufschwung, Jahresgutachten 2010/11*, online verfügbar unter: <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten-2010-110.html>.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Verantwortung für Europa wahrnehmen, Jahresgutachten 2011/12*, online verfügbar unter: <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>.
- Tagesspiegel (2009), »Die Geretteten«, 13. September, online verfügbar unter: <http://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/finanz/die-geretteten/1598962.html>.



Jochen Zimmermann*

Resiliente Geschäftsmodelle für die Kreditwirtschaft – ein Weg jenseits von Basel III und mehr Regulierung

Ausgangslage

Die deutsche Kreditwirtschaft zeichnet sich durch eine große Vielfalt aus: Neben klassischen Privatbanken erfüllen Sparkassen, Volks- und Genossenschaftsbanken oder Bausparkassen die volkswirtschaftlichen Funktionen von Banken. In den letzten Jahren haben sich die Modelle weiter ausdifferenziert. Privatbanken versuchen, durch Größe in internationales Geschäft aufzusteigen, komplexe Wünsche einer vermeintlich anspruchsvollen Kundschaft zu bedienen und Renditen nicht nur mit Hilfe des klassischen Bankenportfolios zu erzielen, sondern auch durch das Arbeiten als Investmentbank in Form von Beratung großer Investoren und Verbriefung von Forderungen. Klassische Formen der Losgrößen- und Fristentransformation wurden ergänzt um Risikotransformation. Dies geschah auch vor dem Hintergrund der ökonomischen Theorie, die Risiko als einen vom Zahlungsstrom abgekoppelten, separat handelbaren Faktor thematisiert hat. Insbesondere Derivate, also Wertpapiere, die ihren Wert von anderen Wertpapieren ableiten, stehen für den Handel mit Risiken, die von den unterliegenden Zahlungsströmen gelöst sind.

Jüngste empirische Untersuchungen zeigen, dass Banken zunehmende Skalenerträge haben: Größe steigert also die Rendite. Das macht Wachstum zu einem Imperativ derjenigen Banken, deren Legitimation sich aus Kapitalmarkterfolgen wie Dividendenzahlungen und Aktienkurssteigerungen ableitet. Unternehmenszusammenschlüsse und die Expansion in das margenträchtigere Derivategeschäft sind die nahezu zwangsläufige betriebswirtschaftliche Konsequenz des privatwirtschaftlich or-

ganisierten Bankensystems. Besonders deutlich steht hierfür die Deutsche Bank. Legt man das Ende der Amtszeit von Hilmar Kopper, also das Jahr 1997, als Referenzpunkt fest, lassen sich die Änderungen des Geschäftsmodells mit wenigen Zahlen greifen. Die Bilanzsumme wuchs von 533 Mrd. Euro auf 1 906 Mrd. Euro, ein Anstieg um über 350%, der Anteil der Kundeneinlagen an der Bilanzsumme veränderte sich von 42 auf 28%, das Kreditgeschäft fiel von 50 auf 21%. Wird dies etwa mit den Veränderungen einer bedeutenden Sparkasse kontrastiert, etwa der in freier Trägerschaft befindlichen Sparkasse in Bremen, werden die Unterschiede deutlich. Hier wuchs die Bilanzsumme um 21% von 8,7 Mrd. Euro auf 10,6 Mrd. Euro, der Anteil der Kundeneinlagen an der Bilanzsumme betrug 1997 51 und nun 60%. Die Forderungen gegenüber den Kunden veränderten sich von 68 auf 73%. Auch in kleineren Instituten, zufällig sei die Sparkasse Goslar/Harz genannt, wird die Passivseite der Bilanz zu zwei Dritteln durch die Kundeneinlagen bestimmt. Genauso machen die Forderungen an Kunden (Kreditnehmer) etwa zwei Drittel der Bilanzsumme aus. Festzuhalten bleibt also: Banken entfernen sich von den klassischen Funktionen der Losgrößen- und Fristentransformation und stoßen in neue Geschäftsfelder vor. Im Bilanzbild wird dies durch die internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS verstärkt.

Aus ökonomischer Sicht ist die Expansion in weitere Geschäftsfelder nicht überraschend; sie ist ein Ergebnis der vorherrschenden Anreize. Private Großbanken ziehen sich relativ aus dem klassischen Bank- und Kreditgeschäft zurück und expandieren auf andern Feldern, die bei höherem Risiko mehr Gewinn versprechen. Der Zwischenbericht aus dem zweiten Quartal 2011 der Deutschen Bank etwa weist ebenso viele Verpflichtungen aus dem Derivategeschäft auf wie aus dem Einlagengeschäft; das klassische Kreditgeschäft ist im Volumen um ein Fünftel kleiner als die Vermögenswerte aus Derivaten. Bei der vermeintlichen »Mittelstandsbank« Commerzbank stehen die Verhältnisse nicht wesentlich anders.

Basel III und Regulierung: Nur Handlungsvorschläge im bestehenden System

Inzwischen werden die privaten Banken, die sich vom klassischen Finanzierungsgeschäft zurückziehen, als systemrelevant eingestuft. Dabei scheint es zunehmend um das System der Staatsverschuldung zu gehen und nicht so sehr um das System der Kreditversorgung. Deutschlands systemrelevante Banken sind die Commerzbank und die Deutsche Bank. Nach den Vorschlägen des Financial Stability Board, denen die G-20-Staatschefs gefolgt sind, wird ihnen aufgegeben, das Eigenkapital aufzustocken, und zwar über die Anforderungen von Basel III hinaus. Schon

* Prof. Dr. Jochen Zimmermann ist Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Unternehmensrechnung und Controlling an der Universität Bremen.

hier sollte das zur Verlustabdeckung erforderliche Eigenkapital bis zu 8% der Bilanzsumme betragen; für die systemrelevanten Institute soll sich diese Ausstattung mit Haftungsmitteln noch erhöhen. Schon diese Regelung zur Eigenkapitalausstattung ist reine Augenwischerei. Warum soll einerseits ein kleines Kreditinstitut wie etwa die Sparkasse Goslar/Harz bis zu 8% Eigenkapital vorhalten? Wie viele Kredite an Kleingewerbetreibende, kleinen Mittelstand und Häuslebauer sollen denn dort in einem großen Rutsch und ohne Hoffnung auf Sicherheiten verlorengehen? Alle Institute, die sich auf klassische Geschäftsfelder beschränken und diese mit Augenmaß bearbeiten, sind bei weitem mit Eigenkapital überausgestattet, wenn sie die Basel-III-Richtgrößen erfüllen. Trotzdem werden auch 10% haftendes Eigenkapital weder für Klein- noch für Großbanken bei systemischen Krisen ausreichen. Denn bislang waren Banken Krisen vor allem Liquiditätskrisen, die sich durch eine Eigenkapitalausstattung nicht lösen lassen. Das zeigt ein kurzer Blick in die Vergangenheit. Auch in den 1930er Jahren waren die deutschen Privatbanken mit etwa 10% Eigenkapital ausgestattet. Das hat ihnen damals ebenso wenig geholfen, wie es heute helfen würde. Eine Vertrauenskrise führt zu Kapitalabzug, und Kapitalabzug führt zu Liquiditätsproblemen, die den Untergang auslösen. Wer meint, mit mehr Eigenkapital Liquidität sichern zu können, der irrt. Denn dem Eigenkapital steht die gesamte Aktivseite zur Verfügung. Die Erinnerung, wie Notverkäufe Kursabstürze auslösen können und damit nicht nur Eigenkapital, sondern auch Liquidität reduzieren, sollte noch frisch sein. Allein eine Monetarisierung der Vermögenswerte durch die Zentralbank kann hier helfen – mit den Folgen der Inflation.

Neben der Eigenkapitalausstattung werden verbesserte Regulierungsmodelle mit einer starken Aufsicht empfohlen. Doch das hilft auch nicht viel. Es besteht kein Zweifel, dass etwa Island eine starke und wirkmächtige Aufsicht hatte, als die dortigen drei Großbanken zusammenbrachen. Das Übel ist nicht eine unqualifizierte Aufsicht, sondern das Misstrauen in ein Geschäftsmodell. Dessen Zusammenbruch geschieht plötzlich, weil sich Fragen stellen, die vorher nicht bedacht worden sind. Damit sind sie aus der Natur der Sache heraus kein Objekt der Regulierung. Staatsanleihen aus der Eurozone galten über Jahre hinweg als risikolos. Aus europäischem Binnenmarktverständnis heraus wurden in Deutschland die Anleihen von – aus heutiger Sicht – Risikostaat mit denen bester Schuldner gleichgesetzt. § 26 der Solvabilitätsverordnung sieht vor, dass von einer Zentralregierung des Europäischen Wirtschaftsraums geschuldete Titel in der Landeswährung mit einem Risikogewicht von 0% abgebildet werden können, für sie also kein Risikokapital vorgehalten werden muss. Das Aushebeln jeglicher Risikounterlegung erfolgte durch das Bundesministerium der Finanzen. Auch das zeigt die Widersinnigkeit, an den Erfolg einer

staatlichen Regulierung zu glauben: nicht ein Euro an Puffer steht den Banken jetzt zur Verfügung, um die Verluste aus Griechenland-Anleihen bilanziell verkraften zu können. Dazu muss nun – wieder aus Steuergeld – eine Rekapitalisierung der Banken erfolgen.

Resiliente Kreditwirtschaft: Optionen für einen Systemwechsel

Unzureichend ist nicht die Auskleidung der Mechanismen der Regulierung und der Aufsicht, sondern es sind Regulierung und Aufsicht selbst. Damit muss an den Anreizstrukturen und dem Geschäftsmodell der großen Privatbanken angegriffen werden, und zwar ist in mehrfacher Hinsicht anzusetzen: durch die Trennung von Staat und Kreditwirtschaft, durch weiträumige Verbote derivativer Geschäfte und die Stärkung des Zusammenhangs von Handlung und Haftung.

Ein erstes Handlungsfeld ist, die Kollusion von Staat und Privatbanken zu beenden. Der Staat schafft sich bislang bequeme Regeln zu seiner Finanzierung, und die Banken lassen sich dies durch Sonderregeln entlohnen. Staatsschulden gehören nicht in das Portfolio von Privatbanken oder institutionellen Anlegern. Als Steuern von morgen sind Staatsschulden von denjenigen zu halten, die sie auch später begleichen, also den nationalen Steuerbürgern. Man kann ein solches Vorgehen auch als ein Prinzip der doppelten Mehrheit begreifen, das eine Wohlfahrtsdemokratie als institutionelle Schuldenbremse benötigt. Eine (erste) Mehrheit beschließt den Aufbau der Staatsschuld, eine (zweite) Mehrheit entscheidet, ob und zu welchen Konditionen sie zur Finanzierung der Staatsaufgaben bereit ist. Eine solche doppelte Mehrheit kann gleichzeitig einen wichtigen Beitrag zur Debatte um die Form der Aufbringung von Staatsausgaben und um die Angemessenheit von Steuern leisten. Wenn Banken zum gegenwärtigen Zeitpunkt aus der Finanzierung der Staatsschuld aussteigen, bedeutete dies deren Finanzierung womöglich in Form von Zwangsanleihen bei der Bevölkerung. In Abhängigkeit der gewählten Zinssätze würde hier eine finanzielle Repression wie eine Form der Vermögensbesteuerung wirken.

Staatsschulden gehören auch deswegen nicht in Bankbilanzen, weil Banken bei Staatsschulden zu anderen Sicherungsinstrumenten greifen müssen wie etwa Credit Default Swaps: Handelt es sich um private Gläubiger, dann vereinbart das Kreditinstitut Sicherheiten, die in der Regel in verwertbaren Vermögensbestandteilen bestehen. Staatsschulden werden aber nicht durch Vermögenswerte garantiert, sondern durch ein loses Versprechen auf die zukünftigen Steuereinnahmen. Dieses Versprechen ist damit viel unsicherer als die Position, die eine Bank etwa bei

einer Unternehmensanleihe eingeht. Dass Risikogewichte von 0% dennoch im Interesse der Banken sein können, zeigen andere Vereinfachungen, die für Staatsanleihen als Sicherheiten bei der Europäischen Zentralbank gelten. Keine Liquiditätsbeschaffung ist für Banken einfacher als über Staatsanleihen. Damit setzt die Politik starke Anreize, um in Staatsanleihen zu investieren. Im Interesse einer demokratischen Legitimation der Staatsverschuldung ist es ein dringendes Bedürfnis, Banken bei deren Finanzierung außen vor zu lassen.

Ein zweites Thema betrifft die Geschäftstätigkeit von Einlagenbanken. Sowohl das Handeln auf eigene Rechnung wie das Tragen spekulativer Risiken aus Derivategeschäften ist für Einlagenbanken auszuschließen. Insofern sie Geld von Kunden entgegennehmen, steht ihnen die Verwendung dieser Mittel zunächst einmal im Rahmen des bestehenden Aufsichtsrechts frei: Es ist eine betriebswirtschaftliche Entscheidung des Managements, ob damit Hypotheken, Geschäftskredite oder Optionsgeschäfte eingegangen werden. Zur Sicherung der Stabilität und zum Erhalt des Vertrauens muss sich das eingegangene Risiko in Grenzen halten. Händlerskandale großer Geschäftsbanken wie der UBS oder der Société Générale zeigen die Gefahr, wenn Einlagenbanken große Handelsabteilungen in ihr Geschäftsmodell integrieren. Da der Handel den ursprünglichen Geschäftszweck von Fristen- und Losgrößentransformationen nur in sehr eingeschränktem Maß befördert, sollten ihn Einlagenbanken nicht betreiben. Ebenso kritisch ist eine nackte Stillhalterposition bei Derivategeschäften zu sehen. Sicherlich müssen Geschäftsbanken insbesondere ihren international oder global operierenden Kunden die Möglichkeit geben, sich gegen Geschäftsrisiken wie Preis- oder Wechselkursrisiken abzusichern. Ein nach Möglichkeit über Märkte abzuwickelnder Handel, wie etwa vom Financial Stability Board gefordert, wird spezifischen Herausforderungen der Unternehmensfinanzierung nicht immer gerecht. Daher wäre es unangemessen, das Over-the-Counter Geschäft vollständig auszuschließen. Es muss aber an Grundgeschäfte geknüpft sein. Eine solche Verknüpfung von Grundgeschäft und Absicherungsgeschäft würde einen positiven Nebeneffekt in der Stärkung des Hausbankenprinzips haben. Diese oft geschmähte Organisationsform der Unternehmensfinanzierung hat sich in der allgemeinen Vertrauenskrise bewährt. Es ist resilienter als Finanzierungen, die über Märkte erfolgen und sollte daher gefördert werden. Der Derivatehandel soll bestehen bleiben, aber mit anderen Geschäftspartnern. Hedgefonds und Anlagevehikel privater Anleger können sich als Gegenpartei zu einem Absicherungsgeschäft anbieten und mit der Wette auf schwankende Preise Renditeerwartungen begründen und realisieren. Diese Wettpartner werden aber aus dem Gesamtsystem ausgekoppelt und lassen damit keine systemischen Risiken entstehen.

Ein letztes wesentliches Element ist die Stärkung der Einheit von Handlung und Haftung. Es war ein Fehler, das System der Investmentbanken an das System der Einlagenbanken anzunähern. Die klassischen Formen des Investmentbankings – die Beratung, das Platzieren von Anleihen oder das Fusions- und Übernahmengeschäft – bedürfen keiner starken Kapitalbasis. Daher wurde das Geschäft auch lange Zeit in Form von Partnerschaften geführt, bei der die Partner persönlich haftbar waren. Die Zusammenführung mit dem Einlagengeschäft hat nun die Möglichkeit geschaffen, mit größeren Hebeln und kleineren Zeitfenstern Transaktionen des Investmentbanking durchzuführen. Da noch immer fraglich ist, ob durch das Investmentbanking Wohlstand neu geschaffen oder doch nur umverteilt wird, liegt eine Trennung der Einlagen- und Investmentbankinggeschäfte nahe. Denn es kann nicht richtig sein, wenn mit der Hebelung der Transaktionen durch Kundeneinlagen immer größere Transaktionen getätigt werden, die nicht nur Kreditnehmer möglicherweise verdrängen, sondern auch die Einlagen der Kunden gefährden.

Ein neues Finanzsystem: International, dezentral und sicher

Dezentrale Sicherheit ist nicht nur in der Energiewirtschaft ein wichtiges Konzept. Leistungserstellung soll dort erfolgen, wo sie benötigt wird; und Sicherheit soll in autonom operierenden Einheiten jenseits eines zentralen Systems gewährleistet werden. Diese Vorstellung lässt sich auch auf die Kreditwirtschaft übertragen, und sie ist das Konzept vor allem der Netzwerke der Sparkassen oder der Genossenschaftsbanken. Das soll und kann aber nicht die alleinige Maxime für ein Land mit der wirtschaftlichen Bedeutung Deutschlands sein. Global wirtschaftende Konzerne wie auch die große Zahl der international tätigen Mittelständler benötigen ein Finanzsystem, das ihre Bedürfnisse befriedigt. Demensprechend braucht es Finanzplätze, die im internationalen Wettbewerb bestehen können. Die Existenz von großen Privatbanken ist hierfür weder hinreichend noch notwendig. Die Wall Street und die City haben als Börsen- und Finanzplatz internationale Bedeutung auch ohne sie erlangt. Regulierung der Banken und Beschneidung des Geschäftsmodells der Großbanken muss nicht mit dem Verlust von Kompetenz und Internationalität einhergehen. Die Bündelung von Kompetenzen ist in einer vernetzten Wirtschaft auch ohne rechtliche Bündelung in einem Konzern möglich. Voraussetzung ist die räumliche Nähe, die etwa am Finanzplatz Frankfurt – zugegebenermaßen durch die großen Privatbanken – entstanden ist. Sie haben aus dem räumlich fragmentierten Finanzmarkt ein starkes Zentrum geschaffen, das nun wieder einer rechtlichen, nicht räumlichen Aufteilung bedarf. Auch hier kann der Blick auf die Energiewirtschaft ermutigen, die von einer dezentralen

Phase (Stadtwerke) über eine zentrale (Großkraftwerke) wieder in eine dezentrale Phase übergeht.

Ein neues Finanzsystem muss auf den Stärken des deutschen Kreditwesens aufbauen: der verteilten Leistungserstellung, dem Hausbankensystem und Privatbanken, die ihre international sichtbaren Produkte in einem Finanzplatz konzentriert haben. Auf diesem Finanzplatz können in Zukunft die Dienstleistungen des Investmentbankings durch kleinere haftende Einheiten vernetzt angeboten werden. Die Hebelung dieser Aktivitäten durch Einlagengeld muss ausgeschlossen werden, genauso wie es eine Trennung von Kreditwirtschaft und Finanzierung des Schuldenstaats geben muss.



Harald Hau*



Bernd Lucke**

Schritt für Schritt ... dem Abgrund entgegen!

Der Chef der Euro-Gruppe, Jean-Claude Juncker, wird mit den Worten zitiert: »Wir machen weiter, Schritt für Schritt, bis es kein Zurück mehr gibt.« Doch wie viele Schritte das europäische Krisenmanagement auch immer zu tun vorgibt, mit der tatsächlichen Entwicklung scheint es nicht Schritt halten zu können. In Griechenland konnte ein Volksentscheid nur durch massiven ausländischen Druck verhindert werden. Einen Plan B, der auf ein Aufbegehren der Bevölkerung im Schuldnerland abstellt, existiert offensichtlich nicht.

Noch immer gibt sich die Politik dem Wunschdenken hin, Griechenland sanieren und einen Staatsbankrott verhindern zu können. Das ist nur noch Tagträumerei. Tatsächlich ist der Staatsbankrott längst erklärt, denn die privaten Gläubiger Griechenlands werden gezwungen, »freiwillig« auf angeblich 50% ihrer Forderungen zu verzichten.¹ Nur ist es zweifelhaft, dass diese Quote ausreichen wird. Nach den EU-Gipfelbeschlüssen vom 26. Oktober 2011 soll der Schuldenschnitt (bei Zugrundelegung eines »ehrgeizigen« Reformprogramms) im Jahre 2020 (!) eine griechische Schuldenquote von 120% des BIPs erreichen können. Das ist offenbar das Beste, was man im Augenblick glaubt, erreichen zu können: Wenn alles gut geht, hat Griechenland in neun Jahren eine Verschuldung, die »nur« noch doppelt so hoch ist, wie im Maastricht-Vertrag maximal zulässig.

Jenseits der griechischen Tragödie tun sich weitere Abgründe auf. Denn anders als beabsichtigt wurde durch die bisherige Politik ein Überspringen der Krise auf den Rest der Eurozone nicht verhindert. Dies zeigt sich in den letzten Ta-

* Prof. Harald Hau, Ph.D. ist Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Universität Genf und Lehrstuhlinhaber am Swiss Finance Institute – einer Exzellenzinitiative an Schweizer Hochschulen.

** Prof. Dr. Bernd Lucke, Indiana University, Bloomington, und Universität Hamburg.

¹ Es ist wahrscheinlich, dass es sich bei der Berechnung der 50% um einen Etikettenschwindel handeln dürfte wie schon bei der Berechnung der vorangegangenen 21%. Vermutlich werden sich die EZB und viele private Gläubiger an dem Schuldenschnitt nicht beteiligen (vgl. auch Cabral 2011).

gen in den stark steigenden Finanzierungskosten für italienische Staatsanleihen – trotz massiver Marktinterventionen der Europäischen Zentralbank. Auch Deutschland und Frankreich werden langsam von dem Strudel erfasst: Die Risikoprämie für Kreditausfallversicherungen deutscher Staatsanleihen lag noch im Oktober 2009 bei rund 20 Basispunkten. Zwei Jahre später hat sich dieser Wert versechsfacht und überstieg damit vorübergehend sogar den britischen (90 Basispunkte). Für Frankreich hat sich der Preis einer Kreditabsicherung sogar fast verzehnfacht: Von 23 Basispunkten im Oktober 2009 auf nunmehr knapp unter 200. Weitere Menetekel sind unübersehbar: Noch im August haben die großen Rating-Agenturen den französischen Staatsanleihen ein Top-Rating (AAA) mit stabilem Ausblick bescheinigt. Mitte Oktober aber stellt Moody's dieses Urteil in Frage und droht mit einer Herabstufung.

Rettungsschirme funktionieren nicht

Wie können in kurzer Zeit Zweifel an der Solvenz Deutschlands und Frankreich entstanden sein, wenn nicht durch die immer kopfloser wirkende Politik der Rettungsschirme? Im Mai 2010 als ausdrücklich *befristete* Institution beschlossen, hielt man es im März 2011 für nötig, diese in eine *permanente* umzuwandeln. Im Juni wurde das Ziel verkündet, das für Rettungsaktionen verfügbare Volumen von 250 Mrd. Euro auf 440 Mrd. Euro fast zu verdoppeln. Kaum hatten im September und Oktober die nationalen Parlamente diesem Vorhaben unter erheblichem politischen Druck schließlich zugestimmt, verkündeten Europas politische Führer, dass das erhöhte Volumen inzwischen unzureichend sei und eine »Hebelwirkung« anzustreben sei, die das Volumen effektiv bis hin zum fünffachen des bislang Bewilligten treiben könnte.

Mit der Hebelwirkung steigt natürlich auch das Risiko. Das kann auch durch vernebelnde Hinweise der Bundesregierung hinsichtlich einer unveränderten maximalen Garantiesumme nicht verdeckt werden. Wenn von Staatsanleihen im Wert von 500 Mrd. Euro die riskantesten 20% »versichert« werden, ist das Risiko erheblich höher, als wenn 100 Mrd. Euro zu 100% garantiert werden. Das liegt daran, dass eine Staatsinsolvenz praktisch nie ein Totalausfall ist, sondern typischerweise nur einen teilweisen Forderungsausfall mit sich bringt. Bei einer Ausfallrate von 20% bedeutet ein fünffacher Hebel ein fünffaches Risiko.

Geht es nach der Bundesregierung, soll künftig nur noch genau diese gefährliche Marge »versichert« werden – allerdings wohl nicht gegen eine angemessene Versicherungsprämie. So kann zwar mit derselben Garantiesumme ein viel größeres Volumen von Staatsanleihen gestützt werden, aber nur zum Preis einer entsprechend hohen Risikosteigerung für die Bundesrepublik Deutschland. De

facto kommt die »Hebelung« einer Vervielfachung der Gewährleistungsverpflichtungen im bisherigen System der EFSF gleich. Der Schaden für die deutsche Kreditwürdigkeit ist bereits jetzt unverkennbar.

Zudem ist zweifelhaft, ob das Kalkül des Hebels aufgeht. Internationale Kreditgeber, darunter China und Russland, scheinen eine Versicherung von 20% nicht gerade für attraktiv zu halten. Das kann man ihnen nicht übel nehmen, denn es gibt natürlich keinerlei Gewähr dafür, dass sich ein Staatsbankrott auf eine Ausfallrate von 20% beschränkt. Erinnern wir uns: Noch im Juni haben die europäischen Staats- und Regierungschefs einen Forderungsverzicht der Privatgläubiger Griechenlands von 20% für nötig gehalten. Auf dem EU-Gipfel Ende Oktober wurde dieser Haircut plötzlich auf 50% erhöht, und viele Beobachter erwarten, dass auch dies nicht ausreichen wird. Die Konkursverschleppung rächt sich mit einer rasant steigenden Verschuldung und einer entsprechenden Erhöhung der zu erwartenden Ausfallrate. In dieser Situation ist es schwer, mit beschränkten Versicherungen neue Kreditgeber zu gewinnen.

Hier offenbart sich erneut der grundlegende Konstruktionsfehler der Rettungsschirme: Staaten, deren Verschuldung außer Kontrolle geraten ist, erhalten Kredite aus dem Schirm unter der Maßgabe, alle bestehenden und künftigen Schuldverpflichtungen weiter zu honorieren. De facto werden die Staaten also dazu verpflichtet, die unkontrollierte Schuldentwicklung fortzuführen. Die als Stabilisierungsmaßnahmen konzipierten wirtschaftlichen Reformen wirken zumindest kurzfristig rezessiv und verschlimmern damit die Verschuldungsproblematik noch weiter. Das Verschuldungsproblem als Ursache der Krise wird durch die Rettungsschirme also nicht behoben, sondern kurzfristig verschärft. In anderen Worten: Die Rettungsschirme wirken entgegen ihrer Intention destabilisierend, weil sie keinen unmittelbaren Zugriff auf die Ursachen der Krise haben, sondern sich kurzfristig allenfalls darauf beschränken, ihre Symptome zu verdecken.

Die ursprüngliche Idee der Rettungsschirme ist längst überholt. Es ist nicht mehr so, dass die Solidargemeinschaft aller Eurostaaten für den kleinen Sünder Griechenland geradesteht. Inzwischen haben sich Irland und Portugal aus dem Kreis der Bürgen verabschiedet, weil sie selbst hilfebedürftig geworden sind. Spaniens und vor allem Italiens Kreditwürdigkeit sinkt, und vielerorts wird erwartet, dass diese Länder in absehbarer Zeit ebenfalls illiquide werden. Belgien fühlt sich schon mit der Rettung seiner Dexia-Bank überfordert. Damit verdichtet sich der Kreis der Bürgen auf Deutschland, Frankreich und eine Handvoll solider kleinerer Staaten. In dem Maße, in dem immer größere Lasten auf immer weniger Schultern ruhen, wachsen die Zweifel selbst an der Solvenz Deutschlands.

Fatale Weichenstellungen

Eine fatale Weichenstellung für die europäischen Schuldenkrise wurde im Mai 2010 vorgenommen, als sich die Zahlungsunfähigkeit Griechenlands offenbarte. Die Reaktion der europäischen Zentralbank war die »Trichet Doktrin«, wonach es keinen Staatsbankrott in der Eurozone geben dürfe. Von diesem Zeitpunkt an wurden private Staatsschulden von Griechenlands Gläubigern durch massive Marktinterventionen aufgekauft oder über neue Kredite an Griechenland direkt ohne Abschlag getilgt. Das erste Griechenland-Programm umfasste 110 Mrd. Euro, das zweite wird auf 130 Mrd. Euro beziffert, die Anleihenkäufe der EZB belaufen sich auf schätzungsweise 50 Mrd. Euro, und die die griechischen Leistungsbilanzdefizite finanzierende Geldschöpfung im Rahmen der Target-2-Salden beträgt knapp 100 Mrd. Euro. Gewaltige erwartete Verluste werden dadurch von zumeist reichen Finanzinvestoren und Bankaktionären auf den europäischen Steuerzahler verlagert.

Die Wirtschaftsgeschichte belegt, dass der Staatsbankrott eine normale Erscheinung des internationalen Finanzsystems ist (vgl. Reinhart und Rogoff 2011b). In vier Krisenphasen der letzten 200 Jahre waren mehr als ein Drittel aller Staaten bankrott und in der Folge ohne Zugang zu internationalen Finanzmärkten (vgl. Abb. 1). Das war für diese Staaten kurzfristig oft schmerzhaft, und das sollte auch so sein, um keine falschen Anreize zu setzen. Aber jenseits der unangenehmen wirtschaftlichen Kontraktionen hat ein Staatsbankrott auch positive Aspekte: Er fungiert als ein Sicherheitsventil, das Überschuldungssituationen korrigiert, außenwirtschaftliche und fiskalische Ungleichgewichte bereinigt und so einen Neuanfang für das verschuldete Land erlaubt.

Abb. 1

Globale Zyklen von Staatsbankrotten von 1800 bis 2009



Leider hat man in der Griechenlandkrise durch die Verschleppung des Staatsbankrotts genau dieses Sicherheitsventil bewusst demontiert – mit fatalen Folgen für die gesamte Eurozone:

1) Seit der griechischen Zahlungsunfähigkeit im Mai 2010 ist Griechenlands staatliche Verschuldung weiter stark angewachsen. Ende 2009 lag der griechische Schuldenstand bei 129% des BIP, für Ende 2012 prognostiziert die EU-Kommission nach jüngsten Zahlen 198%. Alles scheint also auf einen großen Staatsbankrott hinauszulaufen, je später, desto schwerwiegender. Durch hohe Ausfälle beim Rettungsschirm und der Europäischen Zentralbank wird dieser den europäischen Steuerzahler schwerwiegend treffen. Zudem steigt die Ansteckungsgefahr für die Eurokernzone mit zunehmender Konkursverschleppung, da die verbleibenden Gläubiger mit immer höheren Ausfallquoten rechnen müssen.

2) Verteilungspolitisch wirkt die andauernde Risikoübernahme durch den Rettungsschirm regressiv. Finanzinvestitionen (in Bankaktien und Staatsanleihen) sind weltweit extrem konzentriert, wobei die 5% Reichsten in den OECD-Staaten etwa 70% dieser Finanztitel besitzen. So wird der Rettungsschirm zu einem gewaltigen Umverteilungsmechanismus zuungunsten des durchschnittlichen Steuerzahlers.

3) Auch in Griechenland selbst dürfte die Verzögerung des Staatsbankrotts der lokalen Finanzelite Milliardengewinne einbringen. Hierzu bedarf es eines privilegierten Zugangs zu griechischen Bankkrediten, die dann in Deutschland oder der Schweiz in Hoffnung auf einen Euroaustritt Griechenlands angelegt werden. Die griechischen Banken finanzieren dies über das Europäische Zahlungssystem (Target), dessen Verluste bei einem Euroaustritt Griechenlands die EZB und damit der europäische Steuerzahler tragen würde (vgl. Sinn 2011).

Historisch haben Politiker oft die Gefährlichkeit von Schuldensituation unterschätzt. Dies wird in der Literatur als das »This-time-is-different«-Syndrom bezeichnet (vgl. Reinhart und Rogoff 2011a). Diese Gefahrenunterschätzung paart sich mit politischer Hybris: Weder die Bundesregierung noch die europäischen Institutionen können strukturelle Probleme Griechenlands, Spaniens und Portugals wirkungsvoll steuern. Es ist notwendig, die Beschränkungen der Gestaltungsmacht zu akzeptieren und die angemessenen Schlussfolgerungen daraus zu ziehen. Die verbliebenen solventen Eurozonenmitglieder müssen ihre finanzielle Leistungsfähigkeit

higkeit darauf konzentrieren, die Folgen von Staatsinsolvenzen zu beherrschen und abzumildern.

Der Bankrott eines Staates ist niemals wünschenswert. Aber derzeit werden durch die Politik überzogene Ängste befördert. Ein Staatsbankrott von Einzelstaaten in der Eurozone bedeutet nicht notwendigerweise das Ende des Euro oder Europas wirtschaftlicher und politischer Integration. Aus der historischen Betrachtung wissen wir, dass sich insolvente Staaten meist rasch wieder erholen haben. Der Zahlungsausfall des Schuldners ist schmerzhaft für die Gläubiger, aber das ist primär ein Problem der Gläubiger. Der Staat ist nur dann gefordert, wenn Fundamente der staatlichen Ordnung gefährdet werden, hier insbesondere die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors. Die größte volkswirtschaftliche Gefahr droht von einer Bankenkrise.

Alternative: Die Rekapitalisierung der Banken

Die heute oft geschürte Furcht vor einer Staatsinsolvenz wird meist mit einem Verweis auf die desaströsen Folgen der Lehman-Pleite begründet. Aber Lehman Brothers war eine Bank, kein Staat. Die Lehman-Pleite stellte die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems in Frage. Um sich gegen eine Staatspleite zu wappnen, muss genau diese Funktionsfähigkeit gesichert werden können. Es besteht weitgehende Übereinstimmung, dass es dafür einer umfassenden und ggf. verbindlichen Rekapitalisierung der Banken bedarf. Im Idealfall sollte ein solcher Rekapitalisierungsplan eine weit höhere Eigenkapitalausstattung vorsehen, als zuletzt von der Europäischen Bankenbehörde (EBA) vorgeschlagen. Für Schweizer Großbanken ist zum Beispiel eine gesetzliche Eigenkapitalausstattung (inklusive von Wandelkapital) von 19% in Vorbereitung und damit mehr als doppelt so hoch als die in der Eurozone angestrebten 9% (vgl. Ewing 2011).

Zahlen der Europäischen Bankenbehörde (EBA) zeigen, dass selbst bei einer großen, auch Portugal, Irland, Spanien und Italien umfassenden Staatsinsolvenz die direkten Eigenkapitalverluste der deutschen Banken bei vermutlich weniger als 20 Mrd. Euro liegen würden. Hinzuzurechnen wären indirekte Effekte, deren Ausmaß wesentlich vom wirtschaftspolitischen Management abhängt. Aber es ist nicht erkennbar, dass die Gesamteffekte auch nur entfernt an die Beträge heranreichen, die der Deutsche Bundestag in Eilentscheidungen zur Rettungsschirmpolitik zu bewilligen genötigt wird. Eine Rekapitalisierung der Banken ist eine naheliegende Alternativlösung zur Politik des Rettungsschirms. Auch die europäische Politik hat sich dies nun erfreulicherweise – zumindest als Lippenbekenntnis – zu Eigen gemacht. Es kommt jedoch wesentlich auf die Umsetzung an.

Bessere gesetzliche Grundlagen dringend notwendig

Fatalerweise scheinen die europäischen Regierungen bislang keinerlei Vorbereitungen dafür getroffen zu haben, solche Bankenrekapitalisierungen auch gegen den Widerstand der Banken durchzusetzen. Spätestens seit dem offenen Ausbruch der Schuldenkrise im Mai 2010 hätten die nötigen gesetzlichen Voraussetzungen vorbereitet werden müssen. Leider haben Bankaktionäre in Schuldenkrisen ein Eigeninteresse, Kapitalerhöhungen zu verweigern. Der Widerstand der Aktionäre (und Bankmanager) wird umso stärker sein, je grösser der externe Kapitalbedarf wird und je heißungsvoller ein Rettungsschirm die Verlustübernahme durch den Steuerzahler in Aussicht stellt. Das Gemeinwohlinteresse muss hier aber überwiegen: Das europäische und die nationalen Parlamente sind gefordert, zusätzliche gesetzliche Möglichkeiten zu schaffen, eine obligatorische Bankenrekapitalisierung (auch ohne Zustimmung der Bankaktionäre) durchzuführen.

Aber auch unter der bestehenden Gesetzeslage haben die Bankenaufsicht (BAFin) und die europäische Bankenbehörde (EBA) weitreichende Spielräume, über die Erhöhung der Kapitalverpflichtungen auf die Banken einzuwirken. Nach Möglichkeit sollten sie diese in Bezug auf das absolute Volumen und nicht auf Kapitalquoten fixieren, damit die Banken keine Anreize haben, das Ausmaß der Rekapitalisierung durch wirtschaftsschädigende Verringerung des Kreditvolumens oder Verkauf von Aktiva zu unterlaufen. Das Rekapitalisierungsvolumen muss so bemessen sein, dass es den Doppeleffekt von Staatsinsolvenzen und einer eventuell folgenden Rezession in Betracht zieht.

Juristische Einwände gegen eine obligatorische Bankenrekapitalisierung konzentrieren sich vor allem auf die damit verbundene Einschränkung von Aktionärsrechten, wodurch das Grundrecht auf Eigentum betroffen ist. Aus ökonomischer Sicht ist eine Verletzung von Eigentumsrechten allerdings kaum zu begründen. Es handelt sich bei einer Rekapitalisierung zu Marktpreisen vielmehr um die Realisierung erwarteter Verluste, die nach dem Aktienrecht von den Aktionären zu tragen sind. Rekapitalisierung zu Marktpreisen haben Banken bei Unternehmen des produzierenden Gewerbes selbst empfohlen und praktiziert. Zudem kann Altaktionären ein Schutz gegen die Verwässerung ihres Eigentumsanteils durch ein Vorkaufsrecht eingeräumt werden. Der Einwand, die gegenwärtigen Marktpreise entsprächen nicht dem tatsächlichen Wert der Banken, ist daher nicht nachvollziehbar. Falls die Aktionäre die Bankaktien für unterbewertet hielten, sollten sie das Vorkaufsrecht nutzen, um sich ihren Aktienanteil gegen neues Kapital zu sichern. Insofern ist jeder Enteignungsvorwurf unbegründet.

Zwischenlösung: Wirtschaftspolitischer Druck

Bis verbesserte gesetzliche Grundlagen (europaweit) verfügbar sind, braucht man eine Zwischenlösung, die die Banken von der Notwendigkeit einer »freiwilligen« Rekapitalisierung überzeugt. Solange die Rettungsschirme die Ansprüche der Banken gegenüber den überschuldeten Staaten garantieren, wird dies aber schwerlich zu erreichen sein. Entscheidend ist daher, dass die 2013 auslaufenden temporären Rettungsschirme – anders als derzeit geplant – nicht verdauert werden oder ausschließlich zur Rekapitalisierung der Banken Verwendung finden. Die Banken müssen wissen, dass ihr Eigenkapital durch Staatsinsolvenzen schrumpfen kann und sie nicht mehr imstande sein werden, ihre Risiken auf die öffentliche Hand abzuwälzen. Konsequenterweise muss daher auch die EZB ihre (ohnehin gegen den Geist des EU-Vertrages verstoßenden) Aufkäufe von Staatsanleihen einstellen.

Um den ökonomischen Druck zu erhöhen, könnte die EZB begleitend ihre kurzfristigen Refinanzierungskredite an Geschäftsbanken preislich staffeln: Die ökonomische Logik gebietet, dass Banken, die aufgrund unzureichender Eigenkapitalausstattung als riskante Geschäftspartner angesehen werden, für Kredite der EZB zusätzlich zum Zinssatz Risikoaufschläge in Kauf nehmen müssen. Je nach Höhe der bankspezifischen Risikoprämien werden von dieser Preispolitik der EZB erhebliche Anreize zur Rekapitalisierung ausgehen.

Zeitgleich muss der Staat ein am Marktwert orientiertes Rekapitalisierungsangebot für die Banken vorlegen. Bei einzelnen griechischen oder spanischen Banken bedeutet eine negative Eigenkapitalausstattung (nach dem Staatsbankrott) eine Vollverstaatlichung (zugunsten des EFSF). Entscheidend ist, dass die Rekapitalisierung zügig abgeschlossen werden kann. Zögern und Taktieren der Banken darf nicht toleriert werden. Deshalb sind klare Fristen zu setzen. Fristüberschreitungen müssen durch ungünstigere Rekapitalisierungsangebote und EZB-Konditionen pönalisiert werden.

Was bringt der nächste Schritt?

Es gibt in der deutschen Bevölkerung, ebenso wie in den vielen anderen Geberländern der Eurozone, keine hinreichende Akzeptanz der Rettungsschirme und der damit verbundenen Risiken. Korrekterweise antizipiert die Bevölkerung besser als Bundesregierung und Parlamentsmehrheit, dass die gegenwärtige Strategie der Rettungsschirme ein vermutlich aussichtsloses Unterfangen ist, welches der europäischen Integration mehr Schaden zufügen kann, als es Rettung verspricht. Der geordnete Staatsbankrott einzelner Mitglieder der Eurozone wie z.B. Griechenlands darf nicht

länger verzögert werden. Verbleibende fiskalische Ressourcen müssen stattdessen auf die Rekapitalisierung des europäischen Banksystems verwendet werden.

Die sich abzeichnende Liquiditätskrise Italiens markiert eine neue Phase der Schuldenkrise. Der Druck auf die EZB, in immer umfassenderem Maße auch italienische Staatsanleihen anzukaufen, steigt beständig. Wenn die EZB ihre Politik nur noch passiv an die fiskalischen Gegebenheiten der EU-Staaten anpasst, verliert sie ihre Fähigkeit, die Inflationserwartungen zu kontrollieren. Steigende Inflationserwartungen aber führen zu steigenden Nominalzinsen, was den Schuldendienst der EU-Staaten verteuert und deshalb zu weiterer Neuverschuldung Anlass gibt. Selbst wenn es der EZB gelingen sollte, Staatsanleihen sterilisiert, also ohne Ausdehnung der Geldmenge, aufzukaufen, werden Inflationserwartungen entstehen, denn nur Inflation ermöglicht es, in einer fiskalisch nicht beherrschbaren Überschuldungssituation die nominale Staatsschuld weiter zu bedienen.

Europa steht daher vor der Wahl zwischen hoher Inflation oder dem möglichen Staatsbankrott einzelner Staaten der Eurozone. Da sich die Kosten der Inflation gleichmäßig auf alle Staaten der Eurozone verteilen, während die Kosten eines Staatsbankrotts primär dem betroffenen Land und seinen Gläubigern anheimfallen, ist diese Wahl nichts anderes als die Entscheidung über einen gewaltigen Umverteilungsmechanismus zu Lasten Deutschlands und anderer solventer Euroländer. Die daraus resultierenden innereuropäischen Interessenkonflikte spiegeln sich jetzt schon in einem Machtkampf innerhalb der EZB. In den meisten Staatsschuldenkrisen haben (aufgrund fehlender politischer Unabhängigkeit der Zentralbank) die Inflationbefürworter die Oberhand behalten. Bei Europas Schuldenkrise steht diese Entscheidung noch aus, aber resignierende Entscheidungen deutscher Vertreter in den letzten Monaten sind sicherlich kein gutes Omen.

Literatur

- Cabral, R. (2011), »Greece's 2nd bailout: Debt restructuring with no debt reduction?«, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6818>.
- Ewing, J. (2011), »2 Swiss Banks Facing Higher Capital Standards«, The New York Times, 4. Oktober, online verfügbar unter: <http://www.nytimes.com/2010/10/05/business/global/05basel.html>.
- Reinhart, M.C. und K.S. Rogoff (2011a), *Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen*, FinanzBuch Verlag, München.
- Reinhart, M.C. und K.S. Rogoff (2011b), »From Financial Crash to Debt Crisis«, *American Economic Review* 10, 1676–1706.
- Sinn, H.-W. (2011), »Und jetzt auch Italien: Eine Explosion in Zeitlupe«, online verfügbar unter: <http://www.project-syndicate.org/commentary/sinn40/German>.