

Nach der Krise ist vor der Krise

Haben wir die richtigen Lehren gezogen, und was bleibt zu tun?

Armin Steinbach, Philipp Steinberg¹

Auf einen Blick

Eine Krisenbewältigung, die sich auf eine Reform der Finanzmärkte beschränkt, läuft Gefahr, zu kurz zu greifen. Nur durch eine Neujustierung der Finanz- und Wirtschaftspolitik auf Basis der zentralen Grundsätze der ökonomischen Nachhaltigkeit und des Haftungsprinzips als konstitutivem Element der Sozialen Marktwirtschaft kann die Gefahr weiterer Krisen gebannt werden. Ein krisenfesteres Wachstumsmodell muss sich auf eine gerechtere Einkommensverteilung und eine Kontrolle der Ungleichgewichte im Euroraum stützen.

Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat viele überkommene ökonomische Glaubenssätze in Frage gestellt, insbesondere die Annahme der inhärenten Stabilität der Volkswirtschaften, nach der staatliche Eingriffe mehr Schaden als Nutzen stiften. Heute wissen wir, dass die Märkte ohne ausreichende staatliche Regulierung zu katastrophalen Krisen neigen und den menschlichen Trieb zur Gewinnmaximierung nicht in den Dienst des Gemeinwohls zwingen können.

Theorien in Trümmern

Wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen sind mit dem Versagen der Finanzmärkte auf Grund unzureichender Regulierung eng verflochten. Eine Krisenbewältigung, die sich auf eine – unbestreitbar notwendige – Reform der Finanzmärkte beschränkt, läuft Gefahr, zu kurz zu greifen. So sind etwa die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte mitverantwortlich für die Aufblähung und Destabilisierung der Finanzmärkte. Eine mangelnde Koordination der nationalen Wirtschaftspolitiken führt zur Destabilisierung der Realwirtschaft. Und das Auseinanderdriften in den Vermögens- und Einkommensverhältnissen trägt zur wachsenden Nachfrage nach Finanzprodukten bei.

Eine zentrale Lehre aus der Krise ist es, sich stärker an einer Gesellschaft des Miteinanders zu orientieren, ohne dabei Markt und Wettbewerb grundsätz-

lich in Frage zu stellen. Die neue Ordnung ist geprägt von der Vorstellung, dass es mittel- und langfristig lohnt, wenn Arbeitnehmer und Arbeitgeber kooperieren, wenn sich Bürger und Unternehmen eines Landes auf gemeinsame Ziele verständigen, wenn es einen fairen Ausgleich zwischen Arm und Reich gibt – aber auch, dass verantwortliche Wirtschaftsakteure für ihre Fehler einstehen müssen.

Finanzmarktpolitik reloaded – aus den Fehlern gelernt?

Wurden nach der Krise die richtigen Maßnahmen getroffen? Fakt ist: Bei der Reform der Finanzmärkte ist zwar schon einiges geschehen – aber es bleibt noch vieles zu tun.

Die EU nimmt bei der Finanzmarktregulierung sicherlich eine Vorreiterrolle ein. Ratingagenturen, Derivatemärkte, Eigenkapitalregeln, Aufsicht – kaum ein Feld hat die EU bisher unbeackert gelassen. Dennoch besteht auch auf EU-Ebene nach wie vor Handlungsbedarf. Hier sind die Reformen gerade bei der Regulierung des Verbriefungsmarktes hinter den Erwartungen zurückgeblieben: Der Eigenanteil der Banken an verbrieften Produkten muss auf mindestens 20 Prozent erhöht und Weiterverbiefungen müssen verboten werden.

Bei der Regulierung der Derivatemärkte ist die Einrichtung von zentralen Gegenpartei-Clearingstellen ein erster Schritt in Richtung zu mehr Transparenz. Allerdings muss gerade der Markt für nicht über Börsen gehandelte Finanzprodukte (OTC-Derivate) stärker reguliert und der Unterschied zwischen den Kapitalgebühren für zentral an der Börse abgewickelte und bilateral abgewickelte Verträge erhöht werden. Außerdem ist die Flucht von standardisierten Produkten in maßgeschneiderte OTC-Produkte zu verhindern.

Um den Kreis zugelassener Finanzprodukte auf solche zu beschränken, die einen konkreten volkswirtschaftlichen Nutzen stiften, sollten sie von einer Wertpapiersicherheitsagentur zertifiziert werden müssen, bevor sie zugelassen werden. Doch selbst wenn damit bessere Transparenz und standardisierter Handel möglich sein wird, macht das eine Finanztransaktionssteuer nicht entbehrlich: Letztlich wird man der ausufernden Transaktionen auf den Finanzmärkten nur durch die Besteuerung von Finanztransaktionen Herr. Damit sollen insbesondere kurzfristige Transak-

tionen mit niedrigen Profitmargen reduziert werden. Denn die Profitabilität kurzfristiger Spekulation ergibt sich aus der Summe der Differenzen zwischen Verkaufs- und Ankaufspreis. Im Ergebnis würde der kurzfristig-spekulative Handel mit Finanzderivaten erheblich verteuert werden und damit voraussichtlich zurückgehen.

Die Regulierung von Ratingagenturen durch EU-Recht mit klaren Standards und der Begrenzung von Interessenkonflikten ist zu begrüßen. Zu bemängeln bleibt, dass die Ratingagenturen nach wie vor von den bewerteten Unternehmen bezahlt werden. Ein hohes Maß an Objektivität und Neutralität wird erst dann erreicht sein, wenn die Ratinganalyse entweder vom Käufer bezahlt oder von staatlicher Seite finanziert wird. Ein Teil der Mittel, die aus dem Steueraufkommen einer Finanztransaktionssteuer entstehen, könnte für die Bezahlung der Ratinganalysen verwendet werden.

Höhere Eigenkapitalanforderungen durch Basel III: notwendig, aber nicht hinreichend

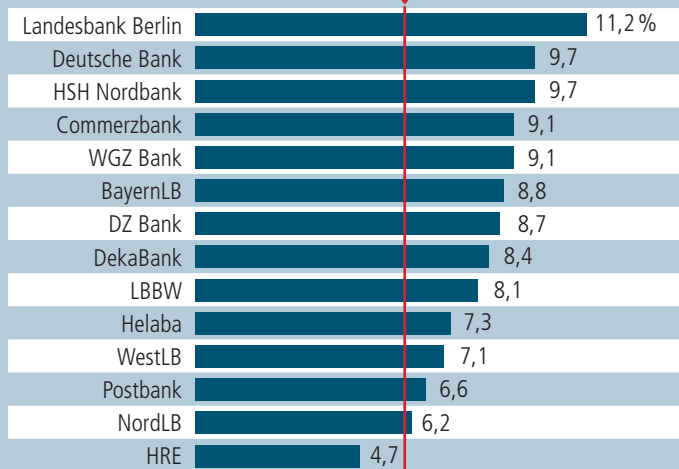
Zentral zur Verhinderung künftiger Krisen und für eine bessere Finanzmarktstabilität sind höhere Eigenkapitalanforderungen für Finanzinstitute. Eine der wichtigsten Entwicklungen der letzten Zeit ist hier die Verständigung auf neue Eigenkapitalvorschriften (Basel III). Ab 2013 müssten Finanzinstitute nach einer Übergangsfrist sechs Prozent Kernkapital – hochliquides Kapital, das sofort abgerufen werden kann – vorhalten. Auch wird eine strengere Definition von Kernkapital angelegt. Dazu kommt ein Kapitalpuffer, der nur in Krisen angetastet werden darf und der mit einem Ausschüttungsverbot verbunden ist. Dennoch ist zweifelhaft, ob die Quote ausreichend ist. In der Schweiz werden weit schärfere Standards angelegt; dort ist eine Kernkapitalquote von zehn Prozent geplant. In Deutschland erreichen schon heute fast alle Institute höhere Werte (siehe Grafik).

Viel gefährlicher ist, dass das System der Risikogewichtung – die Banken bestimmen mit internen Modellen, wie risikoreich ein Produkt ist, und in der Folge mit wie viel Eigenkapital es zu unterlegen ist – weiter gilt. Diese Risikomodelle haben in der Krise versagt. Deswegen soll dieses System durch eine Begrenzung der maximal möglichen Kredite im Verhältnis zur Bilanzsumme („Leverage Ratio“) eingedämmt werden.

Kernkapitalquoten deutscher Banken

Die europäische Bankenaufsicht CEBS errechnete in ihrem Stresstest* im Juli 2010 folgende Kernkapitalquoten für 2011:

Basel III erfordert ab 2013: 6%



* strengstes Szenario: starker Konjunkturreinbruch, Wertverlust bei Staatsanleihen, bestanden bei mind. 6,0%

Quelle: CEBS.

Bei der Höhe der Eigenkapitalanforderungen hat sich die Argumentation der Banken durchgesetzt, wonach zu scharfe Eigenkapitalanforderungen eine Kreditklemme hervorrufen, weil die Kapitalkosten für die Banken höher würden und sie diese an die Kunden weitergäben bzw. die Kreditvergabe einschränkten. Diese Argumentation ist jedoch selbst aus einem institutsbezogenen Blickwinkel (ohne Berücksichtigung der Kosten für die Allgemeinheit durch notwendige Rettungsaktionen) zu bezweifeln²: Wenn der Fremdkapitalhebel aufgrund eines höheren Eigenkapitalanteils reduziert wird, verringert sich auch das Risiko des eingesetzten Eigenkapitals. Das bedeutet geringere Kosten für das eingesetzte Eigenkapital. Auch eine Kreditklemme muss nicht die Folge sein: Banken können neues Eigenkapital bilden und zum Zwecke der Kreditvergabe einsetzen.

Ferner sorgt das System der Risikogewichtung dafür, dass Kredite an die Realwirtschaft mit geringem Risiko für eine Bank nach wie vor profitabel sind, weil sie mit weniger Eigenkapital unterlegt werden müssen als vergleichsweise risikoreiche Investitionen. Ein besseres Eigenkapitalpolster würde dafür sorgen, dass die Finanzmärkte von solider finanzierten Banken niedrigere Risikoprämien verlangen würden. Auch würde ein Anreiz zugunsten des „langweiligen“ Einlagengeschäfts an Stelle des renditeträchtigen Eigenhandels gesetzt. Hauptgrund des anhaltenden Widerstandes der meisten Banken gegen schärfere Regeln dürf-

te vor diesem Hintergrund die hohe steuerliche Attraktivität der Fremdkapitalfinanzierung sein, mit der die Steuerlast gesenkt werden kann. Die Fremdkapitalfinanzierung wird aber durch höhere Eigenkapitalanforderungen steuerlich weniger attraktiv. Durch die steuerliche Absetzbarkeit werden Kosten auf die Allgemeinheit umgelegt, weswegen eine Beschränkung der steuerlichen Geltendmachung und stattdessen steuerliche Anreize zur Eigenkapitalbildung zu erwägen sind.

Besonders problematisch ist ferner, dass noch kein Konzept für den Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten gefunden worden ist. Damit Banken zukünftig nicht „too big to fail“ sind, müssen die Eigenkapitalanforderungen systemrelevanter Banken deutlich verschärft werden. Bankeninsolvenzen müssen neu geregelt werden, damit systemrelevante Banken schnell saniert und geordnet abgewickelt werden können, ohne dass das Finanzsystem gefährdet wird und Sparer ihr Geld verlieren. Wenn das nichts hilft, sollte Obamas Weg einer stärkeren Trennung von Investment- und Geschäftsbanking eingeschlagen werden.

Krisenfestes Wachstum – „yes, we can“

Doch selbst wenn diese Hausaufgaben bei den Finanzmarktreflexen erledigt werden und die vereinbarte schlagkräftigere europäische Bankenaufsicht ihre Arbeit aufgenommen hat, sind wir noch lange nicht am Ziel. Eine Kehrtwende ist nicht bloß in der Finanzmarktpolitik vonnöten. Zu deutlich hat uns die Krise die Verflechtung von Wirtschafts- und Finanzmarktpolitik und von Real- und Kapitalmärkten vor Augen geführt, als dass wir uns auf eine Baustelle beschränken könnten. Die globalen Leistungsbilanzunterschiede, eine mangelnde Koordination der Wirtschaftspolitik und zunehmende soziale Ungleichheit sind Ausdruck dafür, wie eine verfehlte Wirtschaftspolitik die Finanzkrise erst ermöglicht hat. Das Vertrauen in deregulierte und aus sich heraus stabile Märkte, wie es dem Kollaps der Finanzmärkte vorausging, treibt immer noch unsere Wirtschaftspolitik an, die ihr Heil in der Steigerung des Exports, der Senkung der Lohnkostenbelastung und weniger Staat sucht und ihren Denkbogen in geringen Zukunftsinvestitionen und steigender Abhängigkeit vom Auslandskonsum bekommen hat. Das muss sich ändern.

Krisenfestes Wachstum wird nur dann möglich sein, wenn die Bürger unterer und mittlerer

Einkommensgruppen „brutto“ mehr in der Tasche haben und wenn ihnen auch „netto“ deutlich mehr bleibt als bisher. Den US-amerikanischen Privathaushalten ist als Konjunkturlokomotive die Puste ausgegangen. Damit sich die leeren Auftragsbücher der Unternehmen trotzdem wieder füllen, müssen wir hierzulande Konsumenten und investierfreudige Unternehmen entlasten. Tun wir das nicht, besteht die Gefahr, dass wir nicht die Kurve kriegen, um aus der Finanzkrise gestärkt hervorzugehen. Der Weg dorthin führt über Lohnsteigerungen und Mindestlöhne, mehr Bildungsinvestitionen, verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten für Unternehmen, Steueranreize für Investitionen in Forschungsaktivitäten, die Wiederherstellung der progressiven Abgaben- und Steuerbelastung, eine Reform der Erbschaftssteuer, die Wiedereinführung einer privaten Vermögenssteuer und die Besteuerung umweltschädlichen Handelns.

Europäische Herausforderungen: Leistungsbilanzungleichgewichte korrigieren

Innerhalb der Eurozone ist Vorsicht gegenüber Reformen geboten, die zu stark allein die Rolle der öffentlichen Verschuldung thematisieren. Auch wenn es unbestreitbar ist, dass in zahlreichen Staaten gravierende Fehler in der Finanzpolitik gemacht wurden, liegt die Hauptursache der aktuellen Spannungen in einer exzessiven Verschuldung privater Haushalte und Unternehmen in den vier Problemländern (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien). Durch eine viel zu großzügige Kreditvergabe der Banken und durch niedrige Realzinsen wurde über Jahre hinweg eine exzessive Entwicklung im Immobilienbereich ermöglicht. Der unweigerliche Zusammenbruch hat die Wirtschaft in diesen Ländern so massiv beeinträchtigt, dass es dem Staat nur durch sehr hohe Defizite gelungen ist, eine Depression zu vermeiden. Die problematische Finanzlage in den öffentlichen Haushalten ist somit primär eine Folge der vorausgegangenen Fehlentwicklungen im privaten Sektor und nur teilweise Ausdruck eines unsoliden Haushaltsgebarens.

Auch Deutschland trägt dabei eine erhebliche Mitschuld. Die überzogene Lohnzurückhaltung hat die durchschnittliche Inflationsrate des Euroraums nach unten gedrückt, so dass es der Europäischen Zentralbank erschwert wurde, den Boom in den Problemländern durch höhere Zinsen rechtzeitig zu bremsen. Zugleich ist es in Deutschland zu einer Umverteilung zugunsten Bezieher hoher Einkommen gekommen, die eine sehr hohe Sparneigung aufweisen. Die stark gestiegene deutsche Geldersparnis sorgte dafür, dass die Banken im Euroraum unter einem hohen Anlagedruck standen, der wiederum zu einem großzügigen Kreditangebot bei niedrigen Zinsen führte. Da in den Problemländern gleichzeitig die Löhne viel zu stark erhöht wurden, fiel dort die Inflationsrate überdurchschnittlich aus, so dass die Realzinsen niedriger als in Deutschland waren. Das wiederum heizte Konsum und Immobilienboom an.

Eine wichtige Lehre der Krise besteht darin, dass es für eine Währungsunion gefährlich ist, wenn die privaten Haushalte und Unternehmen in einem Teil der Mitgliedsländer über Jahre hinweg in hohem Maße über ihren Verhältnissen gelebt haben, während sie in anderen Ländern gleichzeitig massiv unter ihren Verhältnissen lebten. Dies gilt besonders dann, wenn Kredite nicht für Investitionen, sondern für Konsum oder Immobilienkäufe verwendet werden. Damit verbunden sind Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Gemeinschaft, die die Interdependenz zwischen Ländern mit hoher und niedriger Wettbewerbsfähigkeit zu Tage treten lassen. Die Währungsunion benötigt daher ein wirksames Frühwarnsystem, um solche Fehlentwicklungen rechtzeitig zu identifizieren. Die Vorschläge der Europäischen Kommission für eine Überwachung aller volkswirtschaftlichen Ungleichgewichte („surveillance of macroeconomic imbalances“) sind hierfür durchaus zielführend. Es kommt dabei entscheidend darauf an, dass nicht nur hohe Defizite, sondern auch hohe Überschüsse als ein Problem diagnostiziert werden.

- 1 Dr. Armin Steinbach ist Referent im Bundeswirtschaftsministerium; der Inhalt gibt allein seine persönliche Meinung wieder. Dr. Philipp Steinberg ist Referent von Sigmar Gabriel. Dieses WISO direkt greift thesenartig zentrale Ergebnisse des gleichnamigen im Metropolis-Verlag (Oktober 2010) erschienenen Werks auf.
- 2 Admati, A.R.; DeMarzo, P.M.; Hellwig, M.F.; Pfleiderer, P. (2010): Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive, http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2010_42online.pdf.