

Rocholl, Jörg

Article

Eigentum und Haftung zusammenbringen

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Rocholl, Jörg (2013) : Eigentum und Haftung zusammenbringen, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 1861-1559, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 82, Iss. 2, pp. 149-156, <https://doi.org/10.3790/vjh.82.2.149>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/106453>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Eigentum und Haftung zusammenbringen

JÖRG ROCHOLL

Jörg Rocholl, ESMT European School of Management and Technology, E-Mail: Joerg.Rocholl@esmt.org

Zusammenfassung: Das Ziel der Einheit von Eigentum und Haftung, dem bei der Einführung des Euro unter anderem durch das No-Bailout-Prinzip Rechnung getragen wurde, hat sich während der Finanzkrise nicht erfüllt. Viel zu häufig ist Bail-out an die Stelle von Bail-in getreten und hat damit substantielle Lasten für Steuerzahler geschaffen. Die Überwindung der engen Verflechtung zwischen Staaten und Banken, aber insbesondere der engen Verflechtung von Banken untereinander bleibt eine große Herausforderung auf dem Weg zu einem nachhaltig funktionierenden Euroraum. Die Schaffung stabiler Finanzmärkte ist damit die wesentliche Grundvoraussetzung für die Herstellung der Einheit von Eigentum und Haftung.

Summary: The goal of unifying ownership and liability was addressed by the no-bailout principle as part of the introduction of the euro. Yet it was not achieved during the financial crisis. All too often, bail-ins were replaced by bailouts, creating substantial burdens on taxpayers. Overcoming the close interdependence between states and banks, but particularly the tight interrelationships between banks themselves, remains a major challenge on the way to creating a sustainable, functioning Eurozone. As a result, creating stable financial markets is the fundamental prerequisite for unifying ownership and liability.

→ JEL Classification: Bail-in, bailout, creditor participation

→ Keywords: G01, G15, G20

I Einleitung

Die offensichtliche Krise im Euroraum tritt nun in ihr viertes Jahr. Zwar haben die außerordentlichen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) die Lage deutlich entspannt, doch könnte sich die gegenwärtige Ruhe schnell als trügerisch erweisen. Daher müssen insbesondere Reformen ergriffen werden, die die Konstruktionsfehler bei der Schaffung des Euro beheben können. In erster Linie geht es dabei um die Herstellung der Einheit von Eigentum und Haftung, also dem grundsätzlichen marktwirtschaftlichen Prinzip, das seit Einführung des Euro verletzt worden ist. An keiner Stelle wird das deutlicher als bei der Betrachtung der Renditeabstände zwischen den Staatsanleihen verschiedener Euro-Staaten. Wenn nämlich das No-Bailout-Prinzip, d.h. das Gebot des Nichteinstehens anderer Länder für die Verbindlichkeiten eines Landes, wirklich seine Gültigkeit gehabt haben sollte, dann hätten die Renditeabstände zum Beispiel zwischen deutschen und griechischen Staatsanleihen über lange Zeit deutlich höher sein müssen. Offensichtlich ist dies nicht der Fall gewesen. Hintergrund ist, dass Kapitalmärkte eingepreist haben, dass im Falle der Überschuldung eines Landes die anderen Länder doch eingreifen werden und müssen, da sich ein Zahlungsausfall verheerend auf die Gläubiger und damit die Stabilität des Finanzmarktes ausgewirkt hätte. Das No-Bailout-Prinzip war also trotz seiner vertraglichen Fixierung nie realistisch. Es ist aber von zentraler Bedeutung bei den Überlegungen, wie man die massiven Konstruktionsfehler bei der Einführung des Euro durch Reformen im Nachhinein heilen kann, wie also Eigentum und Haftung wieder zusammengebracht werden können. Insbesondere entsteht die Herausforderung, klare Regeln zu schaffen, die im Krisenfall auch eingehalten werden. Der nachfolgende Beitrag beschäftigt sich genau mit dieser Frage.

2 Übermäßige Verschuldung auf allen Ebenen als Grundproblem

Wir hören heutzutage sehr häufig, dass wir die Staatsschuldenkrise bekämpfen müssen. Das ist sicher richtig, sind doch die staatlichen Verschuldungsquoten in Europa und im Rest der Welt eindeutig zu hoch. Als Beispiel sei nicht nur Griechenland mit einer Verschuldungsquote von 157 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im 4. Quartal 2012 genannt; auch fast alle anderen Länder im Euroraum liegen mittlerweile, anscheinend wie selbstverständlich und selbst bei den offiziellen Zahlen, weit über dem Maastricht-Kriterium von 60 Prozent: Italien mit 127 Prozent, Irland mit 118 Prozent, Portugal mit 124 Prozent, selbst das vermeintliche Vorbild Deutschland mit 82 Prozent. Tendenz steigend.

Schon die Höhe dieser Quoten legt nahe, dass sich die Verschuldung nicht über Nacht ergeben hat. Sie ist also keine einfache Konsequenz der Finanzkrise. Auch der historische Blick auf Deutschland und andere europäische Länder lässt das klar erkennen. Spätestens seit den 1970er Jahren hat die Staatsverschuldung in vielen Ländern, auch in Deutschland, deutlich zugenommen. Anfang der 1970er Jahre lag die staatliche Verschuldungsquote bei uns noch unter 20 Prozent. Bis zur Wiedervereinigung stieg sie auf etwa 40 Prozent an und hat sich seitdem nochmals verdoppelt. Um in diesem Zusammenhang mit einem Gerücht und damit einem möglichen politischen Argument gleich aufzuräumen: Diese Entwicklung ist keine Folge eines verringerten Zugriffs des Staates auf die gesamtwirtschaftliche Leistung; denn diese stieg zwischen 1970 und 2010 um das Siebenfache. Gleichzeitig erhöhten sich die staatlichen Einnahmen um das Siebeneinhalbfache. Der Staat besteuert also einen immer größeren Teil der Wirtschaftsleistung,

erhöht aber dennoch die Verschuldung, denn die staatlichen Ausgaben haben sich über diesen Zeitraum um das Achtfache erhöht.

So richtig es also ist, die Staatsschuldenkrise zu bekämpfen, so wenig darf man vergessen, dass eine einseitige Betrachtung der Staatsschulden zu kurz greift. Wissenschaftler und Rating-Agenturen sind sich darüber einig, wie schwierig es ist, Ratings für Staatsanleihen zu vergeben. Die Prognosefähigkeit hier ist auch nach vielen Jahrzehnten der Untersuchungen erschreckend gering, ganz im Gegenteil zum Fall der Vergabe von Ratings bei Unternehmensanleihen, wo der Verschuldungsgrad eines Unternehmens und seine Fähigkeit, seine Zinszahlungen aus den Unternehmensgewinnen zu bezahlen, 40 Prozent eines Ratings erklären können. Die Situation bei Staaten ist viel komplizierter, spielen doch auch Fragen der politischen und gesellschaftlichen Stabilität eine große Rolle. Ein Punkt aber ist klar: Für das Verständnis der Entwicklung der Bonität eines Staates ist die Betrachtung des Zustand des privaten Sektors von größter Bedeutung. Nur wer versteht, wie hoch der private Sektor verschuldet ist und wie stark er wachsen kann, wird auch ein besseres Verständnis dafür gewinnen, wie es um den jeweiligen Staat bestellt ist.

Um diese Erkenntnis konkret zu untermauern, lohnt sich ein Blick auf Europa: Viele der Länder, die heute unter besonderen Herausforderungen zu leiden haben, sind in Bereich Staatsschulden bis zum Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2007/2008 quasi Musterschüler gewesen. Schaut man sich zum Beispiel an, wie häufig verschiedene europäische Länder zwischen der Einführung des Euro im Jahr 1999 und dem Jahr 2009, also vor dem offensichtlichen Ausbruch der Staatsschuldenkrise, das Maastrichter Defizit-Kriterium von einer maximalen Neuverschuldung von 3 Prozent des BIP verfehlt haben, dann stellt man Altbekanntes, aber auch Erstaunliches fest. Der Spitzenreiter in dieser Statistik ist, das sollte kaum überraschen, Griechenland, das in den untersuchten Jahren das Defizitkriterium neun Mal verpasst hat. Als Randnotiz: Man kann vermuten, dass das Einhalten des Defizitkriteriums in den anderen Jahren nur auf dem Papier garantiert war. Auf dem zweiten Platz folgt – wiederum wenig überraschend – Italien mit sechs Verstößen, dann aber unter anderem schon gefolgt von Deutschland mit fünf Verstößen. Sucht man in dieser Tabelle nach Spanien, so muss man weiter unten suchen und stellt fest, dass Spanien das Defizitkriterium im untersuchten Zeitraum nur zwei Mal verfehlt hat. Gleiches stellt man für Irland fest. Beide Länder können mit einiger Berechtigung von sich behaupten, dass sie bis zum Ausbruch der Krise in gewisser Weise Vorbilder für den Rest Europas waren. Spanien hat in den Jahren zwischen 2005 und 2007 sogar jeweils Haushaltsüberschüsse erzielt. Das spiegelt sich auch in der Gesamtverschuldung dieser Länder vor dem Jahr 2008 wider, lag dieser Wert doch jeweils deutlich unter dem Wert Deutschlands und unterhalb des Maastricht-Kriteriums einer Gesamtverschuldung von 60 Prozent des BIP.

Es ist also offensichtlich, dass hier andere Faktoren eine große Rolle spielen. In beiden Ländern sind die heutigen Staatsschuldenquoten, die weit über denjenigen des Jahres 2008 liegen, nur über die hohen Belastungen zu erklären, die sich aus den Stützungsmaßnahmen für den heimischen Bankensektor ergeben haben und – dazu hören wir zur Zeit fast täglich neue Nachrichten – weiter ergeben. Die Staatsschuldenkrise in diesen Ländern ist also nicht, wie auch einmal gedacht, eine kurzfristige Liquiditätskrise, sondern im Wesentlichen eine Bankenkrise.

Diese Feststellung reicht aber nicht aus, sondern wir sollten vielmehr fragen: Woher kommt diese Bankenkrise? Die im Rahmen der Euro-Einführung deutlich gesunkenen Zinsen haben in diesen Ländern sowohl Unternehmen als auch Privatpersonen dazu veranlasst, kreditfinanzierte Investitionen deutlich auszuweiten, vor allem im Immobiliensektor. Gerade in Spanien haben

sich dadurch massive Verlagerungen in der Industriestruktur ergeben, weg vom produzierenden Gewerbe, hin zur Baubranche.

Das, was wir als Staatsschuldenkrise wahrnehmen, äußert sich daher als vielschichtiges Phänomen, das eine massive Überschuldung von Unternehmen und Privatpersonen beinhaltet, die sich nach der geplatzten Immobilienblase zunächst auf die Banken ausgewirkt, mit den für sie notwendigen Stützungsmaßnahmen dann aber auch die Staaten erfasst hat. In Kurzform: Verschuldung überall, und das in einem nie gekannten Ausmaß und mit einer ungeahnten Vernetzung der einzelnen Akteure. Es scheint also auf allen Ebenen leichter gewesen zu sein, Schulden zu machen, als Maß zu halten und stärker mit den *heute* gegebenen Mitteln die *heute* anstehenden Herausforderungen anzugreifen.

3 Enge Verflechtung zwischen Banken und Staaten als Katalysator

Das hängt vor allem mit der engen Verflechtung von Staaten und Banken *und* der engen Verflechtung von Banken untereinander zusammen.

Erstere ergibt sich zunächst einmal durch die Aktivseite der Bankbilanzen, denn Banken investieren stark – zu stark – in europäische Staatsanleihen. Das lässt sich auch aus regulatorischen Gründen erklären: Zum einen gibt es für Banken bei Investitionen in Staatsanleihen keine Eigenkapitalunterlegung, zumindest mehrheitlich ist das nicht der Fall. Zum anderen – und das ist vermutlich gravierender – existieren für die Investitionen in Staatsanleihen keine Größenbeschränkungen. Auch in Basel III, in den Artikeln 109/145 der Capital Requirement Regulation, sind diese beiden fundamentalen Regeln nicht geändert worden.

Schaut man sich die Situation in der Praxis an, dann sieht man, wie rasch diese fehlenden Beschränkungen spürbar werden. Nehmen wir die Ergebnisse des Stresstests der European Banking Authority (EBA) im Dezember 2011 und fragen uns: Wie verhalten sich die Investitionen in Staatsanleihen zum Eigenkapital der Banken? Zur Antwort seien exemplarisch einige Länder genannt. In den griechischen Banken, die in dem Stresstest berücksichtigt wurden, wurde das Vierfache des Eigenkapitals in griechische Staatsanleihen investiert. In Portugal ist es das mehr als Dreifache; in Spanien und in Italien etwa das Eineinhalbfache; in Zypern etwas mehr als das Vierfache. Hier wurden allerdings nur etwa die Hälfte des Eigenkapitals in heimische Staatsanleihen investiert; der Rest vermutlich überwiegend in griechische. Insofern liegt es auf der Hand, dass die Probleme von Staaten und Staatsanleihen sich unweigerlich auch auf das Bankensystem der jeweiligen Länder auswirken. Natürlich können die Probleme sich ebenso aus anderen Gründen speisen; wir müssen nur an den Immobilienmarkt und die Banken in Spanien und Irland denken, ebenso an die deutschen Landesbanken, an Fälle also, in denen die Bankenprobleme zu Staatenproblemen geworden sind.

Angesichts der Aktivseiten der Bankbilanzen ist es demnach unabdingbar, dass man über Begrenzungen der Investitionen in Staatsanleihen nachdenkt und Banken nicht weitere Anreize verschafft, um noch mehr Staatsanleihen kaufen zu können. Das gilt insbesondere für die Bedingungen der „Liquidity Coverage Ratio“, also der Frage, in welcher Form die Banken künftig Liquidität vorhalten sollen. Es ist nicht nachvollziehbar, dass Staatsanleihen auch in diesem Fall eine derart hervorgehobene Rolle spielen sollen.

Kommen wir zur Passivseite der Bankbilanzen und insbesondere zu den Bankgläubigern. Wie oben beschrieben, können die Probleme auch von den Banken ausgehen. Die Frage ist, was passiert, wenn Banken in Schieflagen geraten und restrukturiert oder abgewickelt werden müssen? In dem Zusammenhang muss man leider feststellen, trotz der Bemühungen und trotz des Restrukturierungsgesetzes – zum Beispiel in Deutschland – bleibt die tatsächliche Gläubigerbeteiligung die absolute Ausnahme. Zu diesem Themenkomplex hat die OECD eine Studie verfasst. Aus ihr geht hervor, dass es in lediglich vier Staaten – das sind Dänemark, Island, Großbritannien und die USA – in mehr als einem Fall, das heißt, in mehr als einer Bank, eine tatsächliche Gläubigerbeteiligung gegeben hat. Das heißt, Gläubiger werden in der Regel nicht – und wenn, dann nur in sehr geringem Maß – an dem beteiligt, was in Banken und im Finanzsystem an Schieflagen entsteht. Wenn überhaupt, scheinen Gläubiger bisher nur bei kleineren Banken beteiligt worden zu sein; bei größeren wurden sie überwiegend vom Staat entschädigt. Auf die Weise entsteht der Teufelskreis: Die Banken, die die eingegangenen Risiken nicht mehr bewältigen können, verursachen Probleme für ihre Heimatstaaten, indem sie ihre Lasten an diese übertragen. Daraufhin geht es den Staaten schlechter, was sich auf die Staatsanleihen auswirkt und Probleme für die Banken zeitigt, die diese Staatsanleihen halten.

Schauen wir uns die einzelnen Länder an. In Irland beispielsweise konnten nach den Berechnungen von Dübel (2013) nur etwa zehn Prozent des Kapitalbedarfs der irischen Banken durch ein Bail-in abgedeckt werden. Insofern handelt es sich hier um eine Ausnahme, die man derzeit tatsächlich positiv nennen muss. In Spanien ist der Prozess dagegen deutlich schleppender verlaufen. Die Beteiligung der Gläubiger ist dort auf die lange Bank geschoben worden; vielleicht auch deshalb weil, anders als in Irland, vorrangig einheimische Investoren betroffen waren. Allerdings hatte die Verzögerung zur Folge, dass einige der Investoren ihre Anteile an Retail-Investoren weiterreichen konnten, die ihrerseits unter dem besonderen Schutz der Politik stehen. Auch Italien scheint dem Bail-in keine Priorität einzuräumen. In dem Zusammenhang müssen wir nur an den Fall der Banca Monte dei Paschi di Siena denken. Dort belaufen die geschätzten Gläubigerverluste sich auf einen Bruchteil der staatlichen Verluste.

Hinsichtlich Zyperns gilt wieder das, was bereits oben beschrieben ist. Auch wenn die durchgeführte Gläubigerbeteiligung prinzipiell zu begrüßen ist, werden die Probleme ad hoc und ohne eindeutige Regeln gehandhabt, obwohl man diese – in Zukunft auch bei Problemen anderer Länder – erwarten könnte. Beispielsweise wurde in puncto Beteiligung nicht nach der Seniorität der Eigen und dann der Fremdkapitalgeber vorgegangen. Natürlich kann man argumentieren, dass bei zyprischen Banken, bei einem Anteil an Anleihen von nur etwa zwei Prozent an der Bilanzsumme, die Beteiligung von Anleihegläubigern keinen nennenswerten Beitrag liefern würde. Hier stellt sich jedoch die Frage, ob solche Anleihen, wenn man nur lange genug wartet, immer weniger vom privaten Sektor gehalten werden, sondern stattdessen an den öffentlichen Sektor oder – siehe das Beispiel Spanien – an private Anleihegläubiger übertragen werden. Schließlich hat auch die zunächst beschlossene, dann aber wieder verworfene Beteiligung von Einlegern mit einer Summe von unter 100 000 Euro nicht zum Aufbau von Vertrauen beigetragen.

4 **Enge Verflechtung zwischen Banken als elementare Herausforderung**

All diese Beispiele zeigen die dringende Notwendigkeit eines konsistenten Regelwerks auf internationaler Ebene, wie die Recovery and Resolution Directive (RDD) der Europäischen Union. Entscheidend ist hier aber nicht nur die Verabschiedung eines solchen Regelwerks, sondern vor allem deren Umsetzung. Speziell in der RDD wird die Möglichkeit des Bail-in nach wie vor nicht in dem Umfang umgesetzt, wie es erforderlich wäre. Die Umsetzung soll nach dem gegenwärtigen Vorschlag erst bis zum Jahr 2018 erfolgen. Aber letztlich heißt das im Umkehrschluss: Solange dieses Bail-in nicht der Regelfall ist, sondern vielmehr auf die lange Bank geschoben wird, werden für die Steuerzahler weiterhin Risiken entstehen. Und das bedeutet wiederum, dass es zwischen den Gläubigern von Banken und den Gläubigern von Staaten einen steigenden Risikotransfer gibt und die Steuerzahler zu stark belastet werden.

All das heißt in Summe, dass die substanzielle Gläubigerbeteiligung bisher unterblieben ist. Woraufhin sich sogleich die nächste Frage ergibt, nämlich, warum dem so ist. Denn selbstverständlich gibt es auch dafür Gründe, die man nicht so einfach unter den Tisch fallen lassen kann. In dem Zusammenhang sei die Studie von Hildebrand, Rocholl und Schulz (2013) erwähnt. Darin werden alle Wertpapiere aller deutschen Banken untersucht, und es zeigt sich, dass 80 Prozent des Portfoliowerts deutscher Banken aus Investitionen in Wertpapiere anderer Banken bestehen.¹ Staatsanleihen spielen hingegen nur eine untergeordnete Rolle. Insofern haben wir es neben der engen Verflechtung zwischen Banken und Staaten mit einer äußerst engen Verflechtung und Vernetzung der Banken untereinander zu tun. Diese Tatsache erschwert die tatsächliche Gläubigerbeteiligung bei Banken substantiell, denn es besteht die Gefahr, dass damit Banken belastet werden, die eine systemische Bedeutung haben. Daher sind die Vorschläge im Liikanen-Bericht ausdrücklich zu begrüßen, die die Schaffung eines Bail-in-Instruments zum Inhalt haben, das nicht von anderen Banken gehalten werden kann.² Davon abgesehen existieren in Europa politische Gründe, die die Gläubigerbeteiligung – wie in Spanien – bremsen. Sie bewirken, dass man darauf wartet oder hofft, dass die Lasten irgendwann auf europäischer Ebene aufgefangen werden.

Zu guter Letzt stellt sich allerdings eine generelle Frage. Sie lautet: Warum leistet Europa sich einen – im Vergleich zu den USA und Japan – dermaßen großen Bankensektor? Dazu lässt sich anführen, dass die Finanzierungsstruktur europäischer Unternehmen anders als in diesen Ländern ist, und europäische Banken eine andere Rolle als die in den genannten Vergleichsländern spielen. Trotzdem ist es verwunderlich, dass beispielsweise die Gesamtbilanzsumme des Bankensektors in Zypern das mehr als Siebenfache der zyprischen Wirtschaftsleistung beträgt. Auch aus der Evidenz in anderen europäischen Ländern ergibt sich, dass Europa „over-banked“ ist, sprich, dass es bezogen auf die Wirtschaftsleistung einen zu großen Bankensektor besitzt.

1 Flight to Where? Evidence from Bank Investments During the Financial Crisis, Working Paper 2013.

2 Hochrangige Expertengruppe für Strukturreformen im EU-Bankensektor, Vorsitz Erkki Liikanen, 2. Oktober 2012.

5 Zum Umgang mit der bestehenden Verschuldung

Bei allen Reformbemühungen, die zur Schaffung einer nachhaltig und langfristig erfolgreichen Eurozone notwendig sind, darf nicht übersehen werden, dass gewaltige Verbindlichkeiten auf den Staaten lasten. Diese sogenannten Altlasten müssen abgetragen werden, und vor allem die Variante der finanziellen Repression hat sich zu einer vermeintlich attraktiven Option entwickelt. Unter finanzieller Repression versteht man nicht-marktgetriebene Eingriffe in die Gestaltung des Zinssatzes, die zur Verringerung des realen Zinssatzes führen. Der Hintergrund dafür ist, dass die finanzielle Repression im Gegensatz zu anderen Maßnahmen der staatlichen Entschuldung weniger sichtbar ist, insbesondere im Vergleich zu einer Schuldenrestrukturierung oder zu einer strikten Austeritätspolitik. Darüber hinaus sind andere Möglichkeiten der staatlichen Entschuldung nicht so ohne weiteres möglich. Insbesondere kann man in den nächsten Jahren gerade in den Peripherieländern der Eurozone nicht von höheren Wirtschaftswachstumsraten ausgehen.

Die Vorteile bei der Entschuldung werden allerdings mit Risiken für die Finanzmarktstabilität erkaufte. Funktionierende Kapitalmärkte sind die Voraussetzung für die Allokation von Kapital in einer Marktwirtschaft. Daher sind sie von zentraler Bedeutung. In verschiedenen Ländern spiegeln die vorherrschenden Zinssätze nicht mehr die Marktkräfte wider, sondern sie werden auch von Staaten und Zentralbanken beeinflusst. Diese Politik birgt die Gefahr, dass Investitionen durchgeführt werden, die unter regulären Marktkonditionen nicht durchgeführt würden. Das kann zu Blasen bei bestimmten Vermögensgegenständen führen, in die jetzt zusätzliches Kapital fließt. Die Risiken dieser Arbitrage sind enorm, weil noch unklar ist, in welchen Anlageklassen sich diese Blasen bilden können. Ein ähnliches Beispiel hat man nach dem Platzen der Dotcom Blase erlebt, als in den USA die Zinsen sehr niedrig gehalten wurden und Kapital nach Anlagemöglichkeiten gesucht hat. Das hat dann zur Immobilienblase geführt, die mitverantwortlich war für das Ausbrechen der großen Finanzkrise im Jahr 2007. Es muss also verhindert werden, dass zu lange zu viel Liquidität bei zu niedrigen Zinssätzen im Markt vorhanden ist, die nach Anlagemöglichkeiten sucht und Risiken für bestimmte Anlageklassen hervorrufen kann.

Es kommt ein weiterer Punkt hinzu, der bereits oben beschrieben wurde. Wenn die Losung „this time is different“ gilt, dann im Vergleich der Möglichkeiten der finanziellen Repression heute und am Ende des Zweiten Weltkriegs. Damals gab es zwar eine ähnlich hohe staatliche Verschuldung wie heute. Dafür waren aber in der Regel und insbesondere in den USA die Verschuldungsquoten der privaten Haushalte deutlich geringer. Die Herausforderung, vor der wir heute stehen: Diese Verschuldung der privaten Haushalte kann auf die staatlichen Haushalte durchschlagen, wenn zum Beispiel Banken auf faulen Krediten sitzen bleiben und die Staaten diese Banken rekaptalisieren müssen, wenn also die Gläubigerbeteiligung ausbleibt oder nicht ausreichen sollte. Die signifikante private Verschuldung gestaltet daher die Herausforderung viel größer als zum Beispiel die nach dem Zweiten Weltkrieg. Verwiesen sei hier insbesondere wieder auf die Erfahrungen in Irland und Spanien, wo sich die Krise aus dem privaten in den staatlichen Sektor ausgebreitet hat.

Es müssen also dringend Maßnahmen unternommen werden, um die Solidität der staatlichen Finanzen wieder herzustellen. Die Staaten müssen ihre Haushalte wieder ins Lot bekommen. An einigen Stellen, wo Haushalte und Banken sich nicht selbst entschulden können, sind Restrukturierungen von Schulden unvermeidlich. Das heißt, es führt kein Weg an Entschuldungen in bestimmten Bereichen vorbei, um dann ein tragfähiges System aufzubauen, das nicht so zwang-

haft an der Niedrigzinspolitik hängt. Dafür ist ein stärkeres, konzentrierteres und koordiniertes Vorgehen der Politik nötig, und nicht so sehr ein Verlassen insbesondere auf die EZB. Deren Reaktion heute ist vergleichbar mit der der amerikanischen Zentralbank nach dem Platzen der Dotcom Blase und nach dem 11. September. Auch damals hat man die Zinssätze niedrig gehalten. Das hat dann zu Spekulationen in Immobilien und zur Immobilienblase geführt. Hier gibt es sich wiederholende Muster, die wir in den USA auch schon vor zehn Jahren gesehen haben. Umso wichtiger ist es, dass sich Zentralbanken mittelfristig wieder auf ihre eigentliche Aufgabe konzentrieren und nicht als Hilfsmittel benutzt werden, um die staatliche Entschuldung voranzubringen.

6 Schlussfolgerung

Die fundamentale Herausforderung im Euroraum besteht darin, die Einheit von Eigentum und Haftung herzustellen und damit den Steuerzahler zu schonen. Dieses Ziel ist noch nicht erreicht. Gläubigerbeteiligungen gerade bei der Insolvenz von Banken sind die Ausnahme geblieben, denn zu oft wirkte die Furcht mit, dass dadurch andere Banken in Mitleidenschaft gezogen würden. Damit einher geht aber ein Risikotransfer vom privaten in den staatlichen Sektor, der viele Staaten überfordert und einen Teufelskreis entstehen lässt, der sich wiederum auf die Solvenz der Banken auswirkt. Die enge Verflechtung zwischen Staaten und Banken, aber insbesondere die enge Verflechtung von Banken untereinander zu überwinden, bleibt eine große Herausforderung auf dem Weg zu einem nachhaltigen funktionierenden Euroraum. Daher ist es dringend notwendig, dass man zügig über die stärkere Beteiligung von Gläubigern nachdenkt. Folglich sollten so rasch wie möglich wirksame Bail-in-Instrumente eingeführt werden – nicht erst im Jahr 2018 – und Kapitalanteile geschaffen werden, die ausdrücklich nicht von anderen Banken gehalten werden dürfen. Diese Elemente sind ein entscheidender und vitaler Bestandteil der zu gestaltenden Bankenunion.

Literaturverzeichnis

- Dübel, Achim (2013): After the „Whatever-it-takes“ Bail-out of Eurozone Bank Bondholders. Working Paper.
- Schich, Sebastian und Kim Byoung-Hwan (2012): Developments in the Value of Implicit Guarantees for Bank Debt: The Role of Resolution Regimes and Practices. OECD Financial Markets Trends, Volume 2012, Issue 2.