

Hellwig, Martin

**Article — Published Version**

## Wachstumsschwäche, Bankenmalaise und Bankenregulierung

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Hellwig, Martin (2017) : Wachstumsschwäche, Bankenmalaise und Bankenregulierung, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 97, Iss. Sonderheft, pp. 43-48,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-017-2122-5>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/172965>

### 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.*

Martin Hellwig

# Wachstumsschwäche, Bankenmalaise und Bankenregulierung

Acht Jahre nach Lehman Brothers sind die Folgen der Krisen noch nicht überwunden. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Europäischen Union lag 2015 wieder knapp über dem Niveau von 2008. Selbst in Deutschland lag das BIP 2015 nur um ca. 7% über dem Niveau von 2008, das entspricht einer Wachstumsrate von ca. 1% pro Jahr, ein Drittel der Wachstumsraten 2006 und 2007. Die Politik denkt darüber nach, wie dieser Wachstumsschwäche abzuweichen ist. Wir brauchen mehr Investitionen, heißt es. Und dazu bräuchten wir eine höhere Kreditvergabe der Banken. Insofern die Reformen der Bankenregulierung nach der Krise die Banken an der Kreditvergabe hindern, müssten wir diese Reformen überdenken und gegebenenfalls zurückfahren. Die Europäische Kommission ist in diesem Diskurs besonders engagiert. Präsident Juncker möchte, dass der Finanzsektor zur Finanzierung seines Infrastrukturprogramms beiträgt. Und die für den Finanzsektor zuständigen Kommissionsmitglieder werden nicht müde, zu betonen, dass die Regulierung des Finanzsektors nicht die Fähigkeit der Banken zur Finanzierung der Realwirtschaft schädigen dürfe.

## Schwäche des Wirtschaftswachstums – eine Folge der Bankenregulierung?

Über die Schädigungen der Realwirtschaft durch eine mögliche Krise des Finanzsektors wird nicht mehr gesprochen. So führen auch die europäischen Institutionen die Diskussion über die Vorschläge des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht zur „Vollendung von Basel III“ unter der Devise „Die Vorschläge dürfen nicht zu einer Erhöhung der durchschnittlichen Eigenkapitalanforderungen führen!“. Die deutschen Vertreter im Basler Ausschuss verhalten sich ähnlich. Dass die Vorschläge offensichtliche Missstände beheben sollen, fällt dabei unter den Tisch.

Ehe man allerdings die Investitions- und Wachstumsschwäche in Europa der Bankenregulierung zuschreibt, lohnt sich ein Blick über den Atlantik. Das BIP-Wachstum in den USA war von 2008 bis 2015 mit über 2% pro Jahr mehr als

doppelt so hoch wie in Deutschland. Dabei ist die Bankenregulierung in den USA strikter als bei uns. Große Banken müssen dort mindestens 5% ihrer Bilanzsumme mit eigenen Mitteln finanzieren.<sup>1</sup> Die tatsächlichen Zahlen liegen bei großen Banken zum Teil deutlich höher, z.B. bei JPMorgan Chase Ende 2015 mit über 10%.<sup>2</sup> Die USA haben nach der Krise auch gründlicher aufgeräumt als wir. Dort sind deutlich mehr Banken geschlossen worden, darunter auch sehr große, z.B. Washington Mutual. Andere Problembanken sind durch Übernahmen aus dem Markt genommen worden. Der Kapazitätsabbau durch Bankenschließungen und -übernahmen hat die Gewinnmöglichkeiten der verbleibenden Banken verbessert. Gewinne aus dem laufenden Geschäft schaffen Spielraum für den Abbau von versteckten Verlusten, d.h. für Abschreibungen auf faule Kredite aus der Vergangenheit. Die amerikanischen Banken waren daher eher als die europäischen Banken in der Lage, die Altlasten aus den Jahren vor der Krise abzubauen.

In Europa sind Marktaustritte von Banken durch die Rettungsmaßnahmen von Regierungen und Zentralbanken weitgehend verhindert worden. In Deutschland hatten wir die Übernahmen von Sachsen LB und Dresdner Bank durch LBBW und Commerzbank, ferner die – nur der Beihilfekontrolle der Europäischen Kommission zu verdankende – Schließung der West LB. Die 2008 von vielen angemahnte Konsolidierung des Landesbankensektors ist Stückwerk geblieben. Von einem Abbau der Altlasten kann auch nur in Ansätzen die Rede sein. Gewiss hatten wir in Europa nicht nur mit der US-Krise von 2008 zu tun, sondern auch mit den verschiedenen Staatsschulden- und Immobilienkrisen, der weltweiten Schifffahrtskrise und im Gefolge der Austeritätspolitik auch mit den Krisen der Unternehmenskredite in den betroffenen Ländern. Jedoch sind die Verluste der Banken aus diesen Krisen nur in Ansätzen offen-

**Prof. Dr. Martin Hellwig** ist Direktor am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn.

- 1 Es gehört zu den Ritualen des transatlantischen Diskurses, dass ein europäischer Politiker an dieser Stelle schimpft: „Die Amerikaner sind viel laxer als wir! Die haben nicht einmal Basel II umgesetzt!“ und dabei verschweigt, dass die für Geschäftsbanken zuständigen Behörden in den USA bei der früheren „Leverage Ratio“-Regulierung blieben, weil sie fanden, dass die „Risikogewichtung“ nach Basel II den Banken zu viel Spielraum für Manipulationen ließ. Vgl. A. Admati, M. Hellwig: Des Bankers neue Kleider, München 2013, Kap. 11.
- 2 Aufgrund von Unterschieden in den Rechnungslegungsvorschriften für Derivate sind die Zahlen nicht unmittelbar vergleichbar, aber selbst wenn man die europäischen Vorschriften auf amerikanische Banken anwendet, sind die Eigenkapitalquoten großer Banken in den USA spürbar höher als in Europa. Vgl. z.B. ebenda, Kap. 6; oder Advisory Scientific Committee of the European Systemic Risk Board: Is Europe Overbanked, Report 04/2014.

gelegt und bereinigt worden. Der Präsident der Europäischen Aufsichtsbehörde EBA spricht von 1 Billion Euro an Problemkrediten und fordert eine europaweite „Bad Bank“ zur Befreiung der Banken von diesen Krediten.

Der Vergleich Europa/USA legt die Vermutung nahe, dass nicht die Strenge der Bankenregulierung und der Bankenaufsicht für die europäische Wachstumsschwäche verantwortlich ist, sondern die Versäumnisse der Europäer beim Aufräumen nach der Krise. Aus empirischen Untersuchungen ist bekannt, dass ein längeres Schwelen von Problemen im Bankensektor ohne rechtzeitiges Eingreifen und Aufräumen durch die Behörden zumeist dazu führt, dass die langfristigen Kosten der Krise deutlich höher sind, die Kreditklemme härter, der Einbruch der Wirtschaftstätigkeit schärfer und die Schäden für die Staatsfinanzen größer.<sup>3</sup>

In Europa sind Banken in stärkerem Maße politisch, sei es, weil man sie gerne zur Staatsfinanzierung heranzieht, oder zu anderen politisch gewünschten Finanzierungen, sei es weil etliche Regierungen die Förderung des Finanzsektors als industriepolitisches Programm betreiben. Bei einer solchen Politik gegenüber dem Finanzsektor hat man wenig Interesse an einem Aufräumen, das eine Schließung von Banken und eine transparente Sozialisierung von Verlusten mit sich bringen könnte. In einigen Mitgliedstaaten der Eurozone könnte das Aufräumen auch die Kapazitäten des Staates übersteigen.

### Geldpolitik der EZB und Kreditvergabe der Banken

Das Mantra „Wir brauchen eine höhere Kreditvergabe der Banken“ bestimmt auch die Geldpolitik der EZB. Diese möchte die von ihr befürchtete Deflation verhindern, indem sie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage belebt. Eine höhere Kreditvergabe der Banken soll dazu beitragen. Um die Banken dazu zu veranlassen, hat die EZB die Zinssätze auf Einlagen der Geschäftsbanken bei ihr unter Null gesenkt. Sie hat auch durch massive Käufe langfristiger Wertpapiere im offenen Markt die Renditen auf solche Wertpapiere sinken lassen. Wenn Einlagen bei der Zentralbank und langfristige Wertpapiere weniger attraktiv sind, so das Kalkül der EZB, werden die Geschäftsbanken verstärkt Kredite vergeben.

Diese Krisenmaßnahmen unterscheiden sich grundlegend von den früheren der EZB, die darauf abzielten, die Geschäftsbanken in den Turbulenzen zu stabilisieren. Sie sicherten nicht nur die Liquidität, sondern boten den Geschäftsbanken auch die Möglichkeit, ihre Gewinne aus Fristen- und Risikotransformation zu steigern. So verliehen viele Banken das

Geld, das sie von der EZB im Rahmen der Long Term Refinancing Operation (LTRO) von 2011/2012 für drei Jahre zu 1% bekamen, zu 4% oder 5% z.B. an die Peripherieländer weiter. Dagegen wird die Profitabilität der Banken durch die seit 2014 getroffenen Maßnahmen der EZB verschlechtert. Die Negativzinsen auf Einlagen bei der Zentralbank belasten die Banken direkt. Die Senkung der Renditen auf langfristige Anlagen mindert die Margen, die die Banken mit Fristentransformation verdienen können. Indem die Zentralbank langfristige Titel kauft, tritt sie effektiv als Wettbewerber der Geschäftsbanken auf und engt deren Gewinnmöglichkeiten ein.

Hinter der seit 2014 verfolgten Geldpolitik der EZB steht die Beobachtung, dass die Banken die Senkung ihrer Finanzierungs- und Risikokosten seit 2012 nicht an ihre Kreditkunden weitergegeben, sondern stattdessen ihre Margen erhöht hatten. Es fehlt allerdings an einer Analyse der Ursachen für die Nichtweitergabe der Kostensenkungen an die Kreditkunden. Vielleicht haben die Banken ihre Kreditvergabe ja eingeschränkt, da sie sich zu schwach fühlten, um erhebliche weitere Risiken einzugehen? Dann hätte die EZB die Margenerhöhung von 2012 bis 2014 begrüßen müssen als ein Mittel zur Erhöhung der Profitabilität – und mit der Zeit auch der Gesundung der Banken. Vielleicht liegt die Investitionsschwäche auch daran, dass die Unternehmen der Realwirtschaft in der Rezession ihre Ertragsaussichten pessimistisch sehen. Oder daran, dass diese Unternehmen selbst noch mit der Belastung durch eine aus der Vergangenheit übernommenen hohen Verschuldung kämpfen und sich nicht noch weiter verschulden wollen. In diesem Fall wären vorwiegend solche Unternehmen Kreditkunden, die sich anders gar nicht helfen können, und der Margenanstieg entspräche den bei diesen Unternehmen besonders hohen Kreditrisiken. Soweit die Schwäche der Kreditvergabe auf die hier skizzierten Zusammenhänge zurückgeht, kann die Politik der EZB langfristig kontraproduktiv wirken. Probleme, die daher rühren, dass die Unternehmen schon hoch verschuldet sind und die Banken schon mehr Kreditrisiken auf sich genommen haben, als sie verkraften können, werden durch die zusätzliche Kreditvergabe noch vergrößert. Und der Druck auf die Profitabilität der Banken verringert deren Fähigkeit, die Risiken zu tragen.

### Kreditvergabe der Banken und Wirtschaftswachstum

Das Wort „Wirtschaftswachstum“ bezeichnet einen Anstieg der Wirtschaftstätigkeit. In konjunkturpolitischen Diskussionen geht es darum, dass ein Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bei unterausgelasteten Ressourcen das BIP ansteigen lässt. In der Wachstumstheorie dagegen geht es um das Wachstum der Produktionskapazitäten durch Investitionen und Innovationen. Hinter der Unterscheidung zwischen „Wirtschaftswachstum“ aufgrund einer Nachfragesteigerung und einem „Wirtschaftswachstum“ aufgrund von Investitionen und Innovationen stehen verschiedene Wir-

<sup>3</sup> Dazu G. Caprio, D. Klingebiel: Bank Insolvencies: Cross-Country Experiences, The World Bank, Policy Research Working Paper, Nr. 1620, 1996; und dies.: Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?, Annual World Bank Conference on Development Economics 1996, The World Bank, 1997, S. 1-26.

kungsmechanismen. Die Aussage „Die Banken müssen mehr Kredite vergeben, damit die Wirtschaft schneller wächst“ ist eine Binsenweisheit, wenn wir auf kurzfristige Konjunkturzusammenhänge abstellen, und ist fragwürdig, wenn wir auf nachhaltige Wachstumsprozesse abstellen.

Bankkredite ermöglichen es den Kreditnehmern zusätzliche Investitionsgüter, Immobilien, Autos usw. nachzufragen. Die zusätzliche Nachfrage erhöht die Erlöse der Anbieter und ihrer Zulieferer. Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung weist ein steigendes Inlandsprodukt aus. Aber was kommt danach? In den Jahren 2003 bis 2006 wies die US-amerikanische Wirtschaft ein bemerkenswertes Wachstum auf. Die massive Kreditvergabe der Banken, vor allem auch an Kunden von sehr zweifelhafter Kreditwürdigkeit, verursachte eine Immobilienblase und einen Bauboom. Die US-Wirtschaft wuchs rasant – bis die Blase platzte. Die Folgen sind bekannt. In der Eurozone gingen vor 2008 sehr viele Kredite in die Peripherieländer Irland, Griechenland und Spanien. Das Wirtschaftswachstum von 1995 bis 2008 war in diesen Ländern sehr hoch, 125% in Irland, 61% in Griechenland, 56% in Spanien, gegenüber 22% in Deutschland. Jedoch war dieses Wachstum nicht nachhaltig. In Irland und Spanien heizten die Kredite Immobilienblasen an wie in den USA. In Griechenland gingen die Kredite vor allem in den Konsum. Mit den Folgen dieser Fehlentwicklungen haben wir heute noch zu tun.

Jeder, der sagt, wir brauchen mehr Bankkredite, um ein höheres Wirtschaftswachstum zu erzielen, muss sich fragen lassen, ob er wünscht, dass diese Erfahrungen sich wiederholen. Oder aber, wie er verhindern will, dass die Steigerung der Kreditvergabe nicht wieder schädliche Nachwirkungen in der Zukunft hat. Nicht jeder Kredit ist wirtschaftlich sinnvoll. Zu den Aufgaben der Banken gehört es, zwischen sinnvollen und nicht sinnvollen Krediten zu unterscheiden. Wenn sie dieser Aufgabe gerecht werden, tragen sie dazu bei, dass die Mittel der Sparer sinnvoll verwandt werden. Für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum ist es wichtig, dass die Kredite vor allem an Unternehmen gehen, die überdurchschnittlich gute Investitionen und erfolgreiche Innovationen tätigen.

Für eine sinnvolle Auswahl der Kreditnehmer müssen die Banken allerdings die richtigen Anreize haben. Daran hapert es oft. Zum einen versucht die Politik immer wieder, die Banken für ihre eigenen Ziele zu instrumentalisieren. Zu nennen ist das Community-Reinvestment-Gesetz in den USA, das mit dazu beigetragen hat, dass Immobilienkredite auch an Familien gingen, die sich das eigentlich nicht leisten konnten. Zu nennen ist auch das System der Staatsfinanzierung durch Banken in den südeuropäischen Ländern vor 1990, das weitgehend zulasten der Unternehmenskredite ging.<sup>4</sup>

Auch die bei den Landesbanken in Deutschland mit großer Regelmäßigkeit auftretenden Probleme dürften damit zu tun haben, dass diese Institute als parafiskalische Einrichtungen zur Verfolgung politischer Ziele ohne Transparenz über die Kosten benutzt wurden.

Zudem haben Banken verzerrte Anreize, wenn sie erwarten, dass sie gegebenenfalls von einem Dritten schadlos gehalten werden. So dienten in der lateinamerikanischen Schuldenkrise der 1980er Jahre die Unterstützungszahlungen des Internationalen Währungsfonds an die großen lateinamerikanischen Länder in erheblichem Umfang der Finanzierung des Schuldendienstes dieser Länder an die Gläubigerbanken. Das Eingreifen alter und neuer europäischer Institutionen in der europäischen Schuldenkrise ab 2010 wirkte ähnlich. Wenn die Banken so etwas erwarten, werden sie die Risiken ihrer Kreditvergabe vernachlässigen. Der Umstand, dass die Risikoprämien auf die Staatsschulden Griechenlands und anderer Peripherieländer in den Jahren vor 2008 nahe bei Null lagen, lässt vermuten, dass genau das geschehen ist.

### Schuldenüberhang und verkappte Überschuldung

Wachstumsschädigende Anreizverzerrungen treten auch auf, wenn Banken aufgrund ihrer eigenen hohen Verschuldung und aufgrund von Misserfolgen bei früheren Geschäften am Rande der Insolvenz stehen.<sup>5</sup> Zum einen kann eine Bank, die de facto insolvent ist, deren Insolvenz aber noch nicht offengelegt wurde, versucht sein, nach dem Prinzip „Kopf – ich gewinne, Zahl – die Gläubiger oder die Steuerzahler verlieren“ besonders riskante Anlagen zu tätigen. Als in der Hochzinsphase von 1980/1981 etwa zwei Drittel der US-amerikanischen Sparinstitute de facto insolvent waren, wurden sie nicht geschlossen. Stattdessen wurden die Anlagevorschriften in der Hoffnung gelockert, dass diese Institute wieder profitabel würden. Sie nutzten die Lockerung zu einem „Gambling for Resurrection“, einem Zocken zur Wiederauferstehung, und die spätere Bereinigung der Krise in den 1990er Jahren wurde für die Steuerzahler sehr viel teurer.<sup>6</sup> Zum anderen kann eine Bank, die umfangreiche Problemkredite in ihren Büchern hat, versucht sein, so zu tun, als gebe es gar kein Problem. Wenn sie selbst dafür sorgt, dass die Problemschuldner immer „zahlen“ können, gibt es keine Kreditereignisse und daher auch keinen zwingenden Grund, die Problemkredite abzuschreiben. Eine solche Strategie kann sinnvoll sein, wenn vorauszusehen ist, dass die Schwierigkeiten dieser Schuldner bald vorübergehen werden. Sie ist aber problematisch, wenn die Schwierigkeiten der Schuldner von Dauer sind und die Nachsicht der Bank vor allem darauf zurückzuführen ist, dass sie die Folgen der Abschreibungen für die eigene Bilanz fürchtet.

<sup>4</sup> Vgl. die Arbeiten von F. Bruni, R. Caminal et al. und A. Borges, in: J. Dermine (Hrsg.): *European Banking in the 1990s*, Oxford 1990.

<sup>5</sup> Vgl. A. Admati, M. Hellwig, a.a.O., Kap. 3.

<sup>6</sup> Vgl. ebenda, Kap. 4.

Ein solches Verschleppen trug maßgeblich dazu bei, dass die japanische Krise der 1990er Jahre so lange dauerte. Die japanische Wachstumsschwäche seit 1992 spiegelt nicht nur die demografische Entwicklung, sondern auch die Schwäche der Innovationstätigkeit als Folge der Bankenmalaise. Die Mittel, mit denen die japanischen Banken ihre maroden Kreditkunden am Leben erhielten, standen nicht für die Finanzierung innovativer neuer Unternehmen zur Verfügung. Wichtiger noch: Die Erwartung, dass etablierte Unternehmen gegebenenfalls auf die Mittel ihrer Gläubigerbanken zurückgreifen könnten, machte es neuen Unternehmen schwer, überhaupt Geld zu bekommen, um in den Wettbewerb mit den alten Unternehmen zu treten. Diese Zusammenhänge trugen dazu bei, dass das Produktivitätswachstum in Japan in den 1990er Jahren sehr niedrig war, deutlich niedriger als bei uns.<sup>7</sup> Die japanische Erfahrung legt die Vermutung nahe, dass die eingangs erwähnten Unterschiede der Entwicklungen in Europa und den USA seit 2008 durchaus damit zu tun haben könnten, dass die USA in ihrem Finanzsektor gründlicher aufgeräumt haben als wir. Gewiss spielt auch die Krise der Eurozone eine Rolle. Es muss aber zu denken geben, dass selbst Deutschland ein vergleichsweise geringes Wirtschaftswachstum aufzuweisen hatte. Und dass auch in Deutschland vieles verschleppt wurde, zeigen die Schlagzeilen dieser Monate – über die Bremer Landesbank, Commerzbank, Deutsche Bank und HSH Nordbank.

### Abbau der Schulden durch Warten – eine Illusion

Die Krisen der letzten zehn Jahre sind durch übermäßiges Schuldenwachstum verursacht worden, in den Peripherieländern der Eurozone ebenso wie in den USA. Die Maßnahmen zur Krisenbekämpfung haben die Schulden nicht verringert, sondern erhöht, in Teilen auch von privaten Schuldern auf öffentliche Schuldner übertragen. Die Schuldenstände von privaten Haushalten, Unternehmen der Realwirtschaft, Staaten und Banken sind im Vergleich zu den wirtschaftlichen Möglichkeiten der Schuldner sehr hoch. Dieser Schuldenüberhang belastet die weitere Entwicklung. Bei hohen Schulden ist die Versuchung groß, die Augen zu verschließen und die erforderlichen Anpassungen zu vertagen. Die Schuldner möchten die Insolvenz hinausschieben. Die Gläubiger stimmen zu, wenn sie auf bessere Zeiten hoffen oder einen Eklat vermeiden wollen. Die Bankenaufsicht spielt ebenfalls mit, wenn sie die Folgen einer Offenlegung der Probleme fürchtet. Man sagt sich dann gerne, die Probleme würden verschwinden, sobald die Konjunktur wieder anziehe.

Dabeikennt man zumeist, dass ein Wiederanziehen der Konjunktur nicht ausreicht, wenn die Krise durch ein Übermaß an bestimmten Investitionen verursacht wurde. Um z.B.

die Schifffahrtskrise zu beheben, genügt nicht einfach eine Belebung des Welthandels; vielmehr muss diese Belebung stark genug sein, um das seit 2008 eingetretene Kapazitätswachstum überzukompensieren, ein Kapazitätswachstum, das seither immer noch weiterging, zum einen, weil die vor 2008 geordneten Schiffe noch bis 2012/2013 fertiggestellt und ausgeliefert wurden, zum anderen, weil seither neue und größere Schiffe geordert wurden mit der Möglichkeit, die im Betrieb teureren kleineren älteren Schiffe aus dem Markt zu verdrängen. Die zur Finanzierung dieser älteren Schiffe vergebenen Kredite werden möglicherweise nie aus der Krise kommen. Im Übrigen ist nicht ausgemacht, dass die Banken bei wieder anziehender Konjunktur auch wieder Gewinne machen. Das hängt von den Wettbewerbsverhältnissen ab. Insofern ist die Beobachtung, dass in Europa in der Krise weniger Banken geschlossen wurden als in den USA, von Bedeutung. Die im Markt verbleibenden Kapazitäten drücken auf die Margen. Die Politik der EZB tut das ihre, die Profitabilität der Banken zu schmälern. Es ist bemerkenswert, dass heute selbst in Deutschland, bei guter Konjunktur, die Banken Schwierigkeiten haben, Geld zu verdienen. Ohne Gewinne aber sind sie nicht in der Lage, Altlasten abzubauen und aus eigener Kraft neues Eigenkapital aufzubauen.

In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass Eigenkapital und Schulden Bestandsgrößen sind, Gewinne aber Strömungsgrößen. Einbehaltene Gewinne erhöhen das Eigenkapital, doch zumeist dauert es eine Weile, bis die Verbesserung der Eigenkapitalposition spürbar wird. Als 1990 die großen Money Center Banks in den USA am Rande der Insolvenz standen und eine radikale Änderung der Geldpolitik diesen Banken die Möglichkeit gab, bei kurzfristigen Zinssätzen um 4% und langfristigen Zinssätzen um 8% hohe Gewinne zu erzielen, dauerte es immer noch ca. drei Jahre, bis die Solvenz dieser Banken wieder über jeden Zweifel erhaben war. In Japan oder Europa dagegen haben sie gar nicht die Möglichkeit dazu.

### Möglichkeiten und Grenzen der Rekapitalisierung

Ein allzu großer Schuldenberg wird bei privaten Schuldern dadurch abgebaut, dass im Zuge einer Umschuldung, gegebenenfalls auch eines Insolvenzverfahrens, Schulden gestrichen werden. So wird das Problem unmittelbar auf der Ebene der Bestandsgrößen angegangen. Bei Banken könnte man das auch machen, doch spätestens seit Lehman Brothers fürchtet man die Folgen einer Bankinsolvenz für die Gläubiger der Bank und für das Finanzsystem. Man kann aber auch ohne Umschuldungs- oder Insolvenzverfahren das Gewicht eines Schuldenüberhangs reduzieren, indem man den Schuldner veranlasst, zusätzliches Eigenkapital aufzunehmen. Die Fähigkeit, Verluste zu absorbieren, wird dadurch unmittelbar erhöht, gegebenenfalls auch die Fähigkeit, bereits eingetretene, aber noch versteckte Verluste offenzulegen, ohne dass

<sup>7</sup> Vgl. T. Hoshi, A. Kashyap: Japanese Financial Crisis and Economic Stagnation, in: Journal of Economic Perspectives, 18. Jg. (2004), H. 1, S. 3-26.



eine Überschuldung zutage träte. Die erfolgreichen Rekapitalisierungen US-amerikanischer Banken in und nach der Krise haben genau in diesem Sinn gewirkt, zunächst die Zwangsrekapitalisierung durch den Staat, später die freiwilligen Rekapitalisierungen über den Markt.

An dieser Stelle kommt oft der Einwand: „Aber das geht doch gar nicht! Wo soll denn all das Geld herkommen?“ Hinter diesem Einwand stehen drei Aussagen: 1. Es gibt nicht genügend Mittel im Markt, um eine umfangreiche Rekapitalisierung von Banken durchzuführen. 2. Die Anleger im Markt sind nicht bereit, im erforderlichen Umfang Aktien der Banken zu kaufen. 3. Die Konditionen, zu denen die Anleger bereit wären, neu ausgegebene Aktien der Banken zu kaufen, sind den Altaktionären nicht zuzumuten. Jede dieser Aussagen ist problematisch.

Bei der ersten Aussage wird übersehen, dass die Banken die Mittel, die sie z.B. im Rahmen einer Bezugsrechtsausgabe erhalten, ihrerseits wieder im Markt anlegen können. Wenn sie Aktien ausgeben und die Erlöse in Aktien anderer Unternehmen anlegen, so muss per Saldo gar kein Geld fließen. Das einzige, was sich ändert, ist die Allokation der mit verschiedenen Finanztiteln verbundenen Ansprüche auf Erträge aus der Realwirtschaft.<sup>8</sup> Bei der zweiten Aussage wird zumeist übersehen, dass im Zuge einer Rekapitalisierung nicht nur die Zahl der Aktien, sondern auch die Vermögenswerte der Bank steigen. Unterstellen wir, dass die Bank vor der Aktienaussgabe Vermögenswerte von 1 Billion Euro und Verbindlichkeiten von 950 Mrd. Euro hat. Bei Aufnahme von zusätzlich 100 Mrd. Euro durch eine Bezugsrechtsausgabe steigt der Überschuss der Vermögenswerte über die Verbindlichkeiten von 50 Mrd. Euro auf 150 Mrd. Euro. Der Marktwert des Eigenkapitals beträgt mindestens 150 Mrd. Euro. Wenn die neu ausgegebenen Anteile zwei Drittel des Eigenkapitals ausmachen, so kommen die neuen Aktionäre voll auf ihre Kosten. Die Altaktionäre erleiden drittens allerdings einen Verlust. In der beschriebenen Situation ist der Marktwert des Eigenkapitals vor der Rekapitalisierung größer als die 50 Mrd. Differenz zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten. Die Aktionäre haben ja die Option, im Insolvenzfall die Verbindlichkeiten nicht zu bedienen. Der Wert dieser Option geht in die Marktbewertung des Eigenkapitals ein. Die Rekapitalisierung lässt den Optionswert aber schrumpfen, denn das zusätzliche Eigenkapital lässt die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz sinken. Die Altaktionäre erleiden dadurch einen Verlust.<sup>9</sup> Ehe man an dieser Stelle die Eigentumsrechte der Altaktionäre ins Feld führt, sollte man bedenken, dass dem Verlust der Altaktionäre ein

Gewinn der Gläubiger gegenübersteht, deren Forderungen durch die Rekapitalisierung sicherer werden. Erstreckt sich der verfassungsrechtliche Schutz des Eigentums der Altaktionäre wirklich auf den Wert der Option, die in ihrem Namen eingegangenen Verbindlichkeiten im Insolvenzfall nicht zu erfüllen? Und ist dieser Schutz wichtiger als der Schutz der Gesellschaft vor den von einer maroden Bank ausgehenden Belastungen für das Finanzsystem und die Wirtschaft?

Im vorstehenden Beispiel habe ich unterstellt, dass die Bank zum gegebenen Zeitpunkt solvent ist. Wie verhält es sich aber, wenn die Vermögenswerte, die bei der Bank mit 1 Billion Euro in den Büchern stehen, tatsächlich nur 900 Mrd. Euro wert sind? In diesem Fall wäre die Bank de facto überschuldet. Der Marktwert ihres Eigenkapitals würde sich nur auf die Insolvenzoption gründen, die Erwägung, dass man im Insolvenzfall, nach weiterhin schlechtem Geschäftsgang, die Verbindlichkeiten nicht bedienen muss, und die Hoffnung, dass man bei unerwartet gutem Geschäftsgang doch noch aus der Krise herauskommt. Sofern die Anleger im Markt die Situation durchschauen, werden sie nicht bereit sein, die Bank zu rekapitalisieren, denn sie müssen gewärtigen, dass die von ihnen eingebrachten Mittel überwiegend den Gläubigern zugute kommen. Im Zahlenbeispiel beträgt der Überschuss der Vermögenswerte über die Verbindlichkeiten nach Einschuss von 100 Mrd. nur mehr 50 Mrd., und selbst wenn ihr Anteil am Unternehmen 100% ausmachte, dürfte der Wert der Insolvenzoption nach der Rekapitalisierung kaum ausreichen, die neuen Aktionäre für die Differenz zu kompensieren.

Wenn ein börsengängiges Unternehmen nicht in der Lage ist, sich durch Ausgabe neuer Aktien zu rekapitalisieren, so ist davon auszugehen, dass ein guter Teil der Anleger das Unternehmen für überschuldet hält. In diesem Fall ist entweder ein Sanierungs- und Abwicklungs- bzw. ein Insolvenzverfahren geboten oder, wenn man die Systemwirkungen eines solchen Verfahrens allzu sehr fürchtet, eine Rekapitalisierung aus staatlichen Mitteln wie 1992 in Schweden. Aus Sicht der Behörden ist beides unangenehm. Ein Vergleich der schwedischen und japanischen Erfahrungen zeigt aber, dass es langfristig besser und letztlich auch billiger ist, wenn man das Problem eines Schuldenüberhangs oder gar einer Überschuldung unmittelbar angeht, und zwar auf der Ebene der Bestandsgrößen Schulden und Eigenkapital, als wenn man das Problem in der Hoffnung verschleppt, dass es sich irgendwann von selbst erledigt.

### Eigenkapitalregulierung und Wirtschaftswachstum

Die vorstehenden Ausführungen sind auch für die Diskussion um die Eigenkapitalregulierung der Banken von Bedeutung. Die Position der Europäischen Kommission, höhere Eigenkapitalanforderungen = niedrigere Kreditvergabe = weniger

<sup>8</sup> Dazu ausführlich: A. Admati, P. Conti-Brown, P. Pfleiderer: Liability Holding Companies, in: UCLA Law Review, 59. Jg. (2012), H. 4, S. 852-913.

<sup>9</sup> Für eine umfassende Analyse vgl. A. Admati, P. DeMarzo, M. Hellwig, P. Pfleiderer: The Leverage Ratchet Effect, in: Journal of Finance, 73. Jg. (2018), im Erscheinen, Preprint 13/2013.

Wachstum, ist in mehrfacher Hinsicht problematisch. Richtig ist nur, dass bei gegebenem Eigenkapital die Banken weniger Kredite vergeben können, wenn die Eigenkapitalanforderungen je eingesetztem Euro erhöht werden. Jedoch ist das Eigenkapital der Banken nicht exogen vorgegeben, ist auch nicht klar, ob sie wirklich weniger Kredite vergeben, und ist auch nicht klar, ob eine Reduktion der Kreditvergabe dem Wirtschaftswachstum schadet. In all diesen Punkten sagt uns die Erfahrung etwas anderes. So zeigen empirische Untersuchungen, dass Banken mehr und bessere Kredite vergeben, wenn sie eine stärkere Eigenkapitalposition haben.<sup>10</sup> Im Euroraum haben 2012 die schwächsten Banken die LTRO-Kredite für Staatsanleihen und spekulative Anlagen verwandt, und nur die besser kapitalisierten Banken haben damit zusätzliche Kredite vergeben.<sup>11</sup>

Im Jahre 2010 warnte das der Bankenlobby zugehörige Institute of International Finance, eine Umsetzung der Vorschläge für Basel III werde die Kreditzinsen erhöhen, die Kreditvergabe senken und das jährliche Wirtschaftswachstum in den USA, Japan und der Eurozone um 0,6 Prozentpunkte pro Jahr senken. Bis 2015 werde das BIP daher um mehr als 3% niedriger sein. Im Nachhinein ist weder bei den Kreditzinsen noch bei der Kreditvergabe noch beim Wirtschaftswachstum eine negative Wirkung von Basel III festzustellen und das, obwohl die Banken aufgrund des Drucks der Märkte die neuen Vorschriften viel schneller umgesetzt haben als es von der Regulierung her verlangt war.<sup>12</sup> Der stärkste Einbruch von Kreditvergabe und Wirtschaftswachstum seit der Weltwirtschaftskrise erfolgte im vierten Quartal 2008, unter anderem weil die Banken sich im Vorfeld der Krise extrem hoch ver-

schuldet und dann nicht genügend eigene Mittel hatten, um den Geldgebern glaubhaft zu machen, dass sie trotz der Verluste noch solvent seien.<sup>13</sup> Höhere Eigenkapitalanforderungen schränken nicht nur den Spielraum ein, den die Banken bei gegebenem Eigenkapital heute haben; sie weiten auch den Spielraum aus, den die Banken nach möglichen Verlusten im nächsten Jahr haben, denn mit mehr Eigenkapital können die Banken solche Verluste besser absorbieren. Die weitere Kreditvergabe und das Wirtschaftswachstum können dann entsprechend höher ausfallen.

Die Banker klagen, Eigenkapital sei teuer. Richtig ist: Die Aktionäre ziehen eine Erhöhung der Verschuldung einer Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals vor, weil die Schuldzinsen nicht oder nur teilweise der Körperschaftsteuer unterliegen und bei Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals, die Option, in der Insolvenz die Verbindlichkeiten nicht zu bezahlen, weniger wert wird. Bei Managern, die nach „Return on equity“ bezahlt werden, ist der Effekt noch stärker, schließlich ist hohe Verschuldung ein einfaches Mittel, die Eigenkapitalrendite zu erhöhen, ohne dass eine Leistung dahinter steht. Die Lobby bedient sich immer noch der Argumente, die Anat Admati und ich als „Des Bankers neue Kleider“ angeprangert haben. Einiges ist schlichtweg unsinnig oder falsch, anderes verabsolutiert die Interessen von Bankaktionären und -managern und übergeht die positiven Wirkungen der Regulierung auf Gläubiger und Steuerzahler und auf die Finanzstabilität. Die Europäische Kommission, Deutschland und Frankreich gehörten schon bei den Verhandlungen zu Basel III zu den Bremsern, auch wenn sie die Öffentlichkeit anderes glauben lassen wollten.<sup>14</sup> Inzwischen scheuen die Verantwortlichen sich nicht mehr, des Bankers neue Kleider in der Öffentlichkeit zu tragen.

10 Vgl. z.B. S. Cecchetti, K. Schoenholtz: Better capitalized banks lend more and lend better, Money and Banking Blog vom 5.12.2016, <http://www.moneyandbanking.com/commentary/2016/12/5/better-capitalized-banks-lend-more-and-lend-better> (23.2.2017); A. Admati, M. Hellwig, a.a.O., Kap. 1 und 11.

11 Vgl. A. Acharya, S. Steffen: The greatest carry trade ever?, NBER Working Paper, Nr. 19039, Mai 2013, veröffentlicht in: Journal of Financial Economics, 115. Jg. (2015), H. 2, S. 215-236.

12 S. Cecchetti: The jury is in, in: Policy Insight, Nr. 76, Centre for Economic Policy Research, London 2014.

13 Noch 1998 hatten nur zwei der großen europäischen Banken ein Eigenkapital von weniger als 4% der Bilanzsumme; 2007 war ein Eigenkapital von mehr als 4% der Bilanzsumme die Ausnahme. Inzwischen macht das Eigenkapital 3% bis 7% der Bilanzsumme aus. Vgl. Advisory Scientific Committee ..., a.a.O.

14 A. Admati, M. Hellwig, a.a.O., Kap. 12.

#### Title: *Weak Economies and Weak Banks: Implications for Policies Towards Banks*

**Abstract:** *The paper contributes to the ongoing discussion about appropriate policies towards banks when economic growth is lagging. Whereas the European Commission and representatives of the German government argue that strict banking regulation harms economic growth, the comparison between Europe and the US suggests that the opposite is true and that weak economic growth, even in Germany, is due to the insufficiency of the clean-up following the financial crisis. The ECB's attempts to force banks to increase their lending exacerbate their weaknesses. The paper warns against confusing mere growth in demand, fuelled by credit and possibly unsustainable, with sustainable output growth, fuelled by appropriate lending and investments. Such investments will not be forthcoming if banks are weak and their decisions are distorted by debt overhang and hidden insolvency. Hopes that debt overhang will be reduced over time are illusory if banking is unprofitable. Immediate recapitalisations would be better and should be possible if banks are perceived as solvent. The view that strict banking regulation harms economic growth is in conflict with experience, including the tightening of capital requirements since 2010.*

**JEL Classification:** E58, G21, G28