

Taube, Markus; Wiegard, Wolfgang; Kaserer, Christoph; Stelter, Daniel

Article

Ten Years After: Eine Bilanz der Finanz- und Weltwirtschaftskrise

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Taube, Markus; Wiegard, Wolfgang; Kaserer, Christoph; Stelter, Daniel (2017) : Ten Years After: Eine Bilanz der Finanz- und Weltwirtschaftskrise, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 70, Iss. 17, pp. 3-16

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/175102>

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.

Ten Years After: Eine Bilanz der Finanz- und Weltwirtschaftskrise

Der Ausbruch der weltweiten Finanzkrise wird zwar immer wieder auf das Jahr 2008 mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers und den daraus folgenden Schockwellen terminiert, doch eigentlich begann die Krise bereits 2007 mit dem Platzen der Immobilienblase. Es folgten Bankenzusammenbrüche, die nur mit Hilfe großer Rettungsaktionen unter Kontrolle zu bringen waren. Nur durch staatliche Rettungsaktionen und eine extrem lockere Geldpolitik seitens der Zentralbanken konnte die weltweite Rezession aufgefangen werden. Dennoch haben viele Länder das Produktionsniveau von der Zeit vor der Krise noch nicht erreicht, und auch die Finanzmärkte bleiben fragil. Zudem ist die 2010 und 2012 ausgebrochene Verschuldungs- und Eurokrise noch nicht bewältigt. Nach nunmehr zehn Jahren wurde auf einer wissenschaftlichen Tagung, die unter der Leitung von Dr. Wolfgang Quaisser in der Akademie für Politische Bildung Tutzing vom 14. bis 16. Juli 2017 stattfand, eine Zwischenbilanz gezogen. Einige der dort vorgestellten Vorträge werden hier veröffentlicht.

Markus Taube*

China im Jahr Zehn nach Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise Vom Krisenbollwerk zum nächsten Krisenherd?

Als sich vor zehn Jahren die Schockwelle des Lehman-Kollaps in der Weltwirtschaft ausbreitete, erwies sich eine Volkswirtschaft als besonders widerstandsfähig: jene der VR China. Die chinesische Volkswirtschaft hörte nicht auf, weiter zu wachsen, und schuf mit ihrer ungebrochenen Nachfrage auf den globalen Märkten die zentrale Widerstandslinie gegen den globalen ökonomischen Zusammenbruch. Die Gründe für dieses Phänomen sind auf verschiedenen Ebenen zu finden und sind keineswegs alle Ausdruck »überlegener« bzw. besonders »ausgereifter« Strukturen. De facto sind es exakt diese Strukturen, die die chinesische Volkswirtschaft heute zur Keimzelle der nächsten potenziellen Weltwirtschaftskrise machen. Aber der Reihe nach.

CHINESISCHES KRISENMANAGEMENT 2008/09

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise hatte ihren Ursprung im US-amerikanischen Finanzdienstleistungssektor und dessen Jonglage mit Subprime-Produkten, die letztlich in sich zusammenbrach. Die

resultierenden Verwerfungen im US-amerikanischen Finanzdienstleistungssektor und den mit diesem verflochtenen internationalen Kapitalmärkten strahlten innerhalb kürzester Zeit auch auf den realen Sektor (Disintermediation) und letztlich auch die nationalstaatlichen Haushalte Europas aus (Eurokrise).

Für die erste dieser »Schockwellen«, den vollständigen Zusammenbruch des Subprime-Geschäftsmodells und den massiven Verlust von Eigenkapital zahlreicher Finanzinstitute, war der chinesische Finanzdienstleistungssektor weitgehend resistent. Die restriktive Devisenverwaltung und stark eingeschränkte Kapitalverkehrskonvertibilität hatten ein Engagement chinesischer Banken in diesem Geschäftsmodell weitgehend verhindert – und sie somit vor massiven Verlusten bewahrt. Ihre Eigenkapitalausstattung und Befähigung zur Versorgung der Realwirtschaft mit Finanzmitteln wurde durch den Zusammenbruch in New York in keiner Weise beeinträchtigt. Die chinesische Volkswirtschaft wurde von daher substanzial nur von der »zweiten Welle« dieses Krisenclusters betroffen: dem Kollaps der industriellen Fertigung in den großen Industriestaaten und der daraus resultierenden massiv einbrechenden Nachfrage nach chinesischen Exportgütern. Dies führte dazu, dass die Wachstumsdynamik der chinesischen Exportwirtschaft vollständig in sich zusammenbrach. Von einem Niveau kontinuierlichen Ausfuhrwachs-



Markus Taube

* Prof. Dr. Markus Taube, Mercator School of Management und Institut für Ostasienwissenschaften an der Universität Duisburg-Essen sowie School of Economics, Nankai University, Tianjin, VR China.

tums um 25–35% im Jahresvergleich ausgehend, kolabierte die chinesische Exporttätigkeit und verzeichnete im Januar 2009 schließlich ein Minus von 43% im Vergleich zum Vorjahr. Die Zentren der chinesischen Exportindustrie im süd-/östlichen Küstenstreifen wurden von tausenden von Unternehmenszusammenbrüchen erschüttert, in deren Zuge Millionen von Wanderarbeitern ihre Anstellung verloren und zurück ins chinesische Hinterland wanderten.

Die chinesische Politik reagierte auf die derart nach China überschwappende Krise mit einem über drei Kanäle koordinierten Stimulus-Programm:

Stabilisierung des RMB durch neuerliche Anbindung (peg) an den US-Dollar

In Anbetracht der zunehmenden Volatilität auf den globalen Devisenmärkten wurde der Außenwert des RMB im Juli 2008 erneut an den US-Dollar gebunden. Hiermit wurde die durch Produktivitätszuwachsdifferenziale getriebene graduelle Aufwertung der chinesischen Währung gestoppt und zumindest zur wichtigsten Fakturierungswährung ein stabiles nominales Niveau festgeschrieben, das die chinesische Außenwirtschaft vor exzessiven Bewertungsausschlägen schützen sollte (und tendenziell reale Abwertungsgewinne ermöglichte).

Expansive Geldpolitik und diskretionäre Bereitstellung von Finanzierungen

Innerhalb kürzester Zeit wurde ab dem vierten Quartal 2008 die in der Volkswirtschaft zirkulierende Geldmenge massiv ausgeweitet. Instrumental hierfür waren Senkungen der von der Zentralbank festgelegten Zinssätze wie auch der geforderten Mindestreservesätze für den Bankensektor in Kombination mit einer Aufhebung von Obergrenzen für das Kreditwachstum, die Erhöhung von Beleihungsgrenzen im Immobiliengeschäft und andere sektorspezifische Maßnahmen. Von erheblicher Bedeutung für die Umsetzung des Programms war die explizite Verpflichtung des staatlichen Bankensektors, (Staats-)Unternehmen in strategisch wichtigen Sektoren schnell und unbürokratisch mit (zusätzlichen) Finanzmitteln zu versorgen. Eine Hortung der neu geschaffenen liquiden Mittel in einem potenziell risikoaversen Bankensektor wurde somit erfolgreich vermieden.

Fiskalpolitische Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage

Im November 2008 verkündete die Partei- und Regierungsführung des Landes ein auf zunächst zwei Jahre angesetztes staatliches Ausgabenprogramm im Umfang von 4 Billionen Yuan RMB (ca. 12% des BIP im Jahr 2009) zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Die Gelder in diesem Programm flossen zumeist über Finanzvehikel der Lokalregierungen

in den öffentlichen Wohnungsbau, ländliche Infrastruktureinrichtungen, nationale Transport- und Energieversorgungseinrichtungen, aber auch Gesundheitseinrichtungen und Maßnahmen zur Innovationsförderung. Zusätzlich wurde mittels Steuererleichterungen, gezielten Konsumsubventionen, Rentenerhöhungen etc. eine Belebung des privaten Konsums betrieben.

In ihrer Gesamtheit waren diese Maßnahmen in hohem Maße erfolgreich, die Wachstumsdynamik der chinesischen Volkswirtschaft insgesamt aufrechtzuerhalten und die chinesische Realwirtschaft vor den größten Verwerfungen ausgehend von einer aus der Balance geratenen Weltwirtschaft zu bewahren. Der Niedergang der exportorientierten leichtindustriellen Zentren im chinesischen Küstenstreifen konnte allerdings nicht aufgehalten werden.

DIE POLITÖKONOMISCHE DIMENSION DER CHINESISCHEN KRISENBEWÄLTIGUNG

Die Umsetzung der fiskal- wie geldpolitischen Stimulus-Programme wurde auf der mikroökonomischen Ebene in erheblichem Umfang durch direkte Eingriffe in unternehmerische Entscheidungsprozesse gestützt. So wurden für die wichtigsten Industriesektoren des Landes (Automobil, Chemie, Stahl etc.) innerhalb kürzester Zeit »Adjustment and Revitalization Plans« erstellt, die konkrete Leitlinien für die Geschäftstätigkeit insbesondere der diese Sektoren dominierenden Staatsunternehmen im Zeitraum 2009–2011 aufstellten. Dabei wurde die Finanzierung der in diesem Zuge eingeforderten Investitionsleistungen durch komplementäre Vorgaben¹ an den chinesischen Finanzdienstleistungssektor sichergestellt. Während in den westlichen Krisenstaaten auch gesunde Unternehmen selbst an Betriebsmittelfinanzierungen für gesicherte Projekte nur mit großer Mühe kommen konnten, erhielten insbesondere die chinesischen Staatsbetriebe auch für betriebswirtschaftlich bedenkliche Investitionsideen ihre Finanzierungen geradezu »frei Haus«.

Das chinesische Programm zur Eindämmung der auf die chinesische Volkswirtschaft einwirkenden Krisenwirkungen wurde somit nicht im Rahmen der bestehenden marktorientierten Ordnungsstrukturen implementiert, sondern durch die Wiederbelebung dirigistischer Plansteuerung. Hiermit aber nicht genug. Nicht nur wurden die bestehenden Marktinstitutionen übergangen, auch die eigentlich mit der Umsetzung der staatlichen Wirtschaftspolitik betrauten Regierungsorganisationen wurden umgangen. Stattdessen erfolgte die Kommunikation und Koordination der Krisenprogramme durch den streng hierarchisch organisierten Apparat der Kommunistischen Partei. Das Primat der Kommunistischen Parteihierarchie über den Regierungsorganisationen wurde neu betont – und

¹ Vgl. People's Bank of China & China Banking Regulatory Commission, Guiding Opinion concerning the further strengthening of credit structure adjustment to promote a stable development of the national economy, 2009.

somit ein jahrzehntelanger gradueller Reformprozess zurückgenommen.

Der Subprime-/Lehman-/Euro-Krisencluster hat aber auch auf einer sehr grundsätzlichen Ebene prägend auf die mittelfristige ordnungspolitische Ausrichtung der VR China gewirkt. Das offensichtliche Versagen der installierten regulatorischen Mechanismen in den westlichen Volkswirtschaften und die nur schwach wirkenden Selbstheilungskräfte der Märkte haben das Ideal der marktwirtschaftlichen Wettbewerbsordnung bei Chinas Entscheidungsträgern in Misskredit gebracht. Die marktwirtschaftliche Reformagenda ist – auch über die aktivistischen Krisenbewältigungsprogramme hinaus – faktisch ins Stocken geraten und erlebt unter Xi Jinping derzeit mit der expliziten Stärkung der Rolle von Parteiorganen in Staatsunternehmen und der wettbewerbsausschaltenden Fusion von Großkonzernen substanzielle Rückschritte.

KOLLATERALSCHÄDEN DES ANTIKRISENPROGRAMMS

Der Erfolg des chinesischen Krisenbewältigungsprogramms, die Volkswirtschaft zu stabilisieren, Wachstumsdynamiken aufrechtzuerhalten und negative Spillover-Effekte aus der globalen Krisengemengelage weitgehend zu neutralisieren, ist beeindruckend. Diese kurzfristige Erfolgsbilanz geht allerdings mit Kosten einher, die erst in der mittleren Frist offenbar geworden sind.

Am deutlichsten treten diese Folgekosten derzeit auf der Ebene der gesamtwirtschaftlichen Investitionseffizienz (bzw. »Kreditintensität«) zu Tage. Während es im letzten Vorkrisenjahr (2007–08) noch einer Kreditausweitung von 6,5 Billionen Yuan RMB bedurfte, um ein BIP-Wachstum von 5 Billionen Yuan RMB zu realisieren, mussten für die gleiche Outputsteigerung im Jahr 2015–16 bereits 20 Billionen Yuan RMB an neuen Krediten ausgereicht werden. Die Kreditintensität der Volkswirtschaft hat sich um den Faktor 3 verschlechtert. De facto erweist sich die massive Ausweitung der Kreditbereitstellung 2009/2010 somit keineswegs als das einmalige Sonderprogramm, als das es angekündigt war. Der Ausstieg aus der Kreditexpansion ist nicht geglückt. Stattdessen konstituierte es den Startschuss für eine beispiellose Vergrößerung der Jahr für Jahr vom Bankensektor ausgereichten Kreditvolumina. Zwischen 2011 und 2016 ist so die Kreditausreichung an den Nicht-Bankensektor mehr als verdoppelt worden und das Verhältnis der inländischen Kredite an Nicht-Banken zum BIP um 60 Prozentpunkte auf 230% angestiegen. Nach allen Erfahrungswerten von Volkswirtschaften, die ähnliche Episoden exzessiver Kreditexpansion erlebt haben, steht zu erwarten, dass diese Entwicklung über kurz oder lang in eine Phase disruptiver Marktanpassungen und massiv einbrechender Wachstumsdynamiken führen wird.

Die hier skizzierte makroökonomische Perspektive auf das Phänomen exzessiver Kreditausreichun-

gen manifestiert sich auf den Meso- und Mikroebenen in einer fortgesetzten Ausweitung von Überkapazitäten über die meisten Industriebranchen hinweg und einen massiven Einbruch der einzelwirtschaftlichen Profitabilität zahlreicher Geschäftsmodelle und Unternehmen. Insofern das chinesische Konkursgesetz faktisch nicht umgesetzt wird, ergibt sich eine Konstellation, der gemäß eine Marktberreinigung qua Austritt (Konkurs) der am wenigsten wettbewerbsfähigen (staatseigenen) Unternehmen nicht stattfindet. Stattdessen steigt die Anzahl der Akteure, die nur noch dank der Unterstützung und Finanzspritzen von Lokalregierungen im Markt verbleiben. Der Markt wird zunehmend von »Zombie-Unternehmen« bevölkert, die keine eigenständige Finanz- und Wettbewerbskraft besitzen. Es kommt zur Ausbildung von Strukturen, die Industrie, Finanzdienstleistungssektor und Staatshaushalt systematisch schwächen: Kredite werden auf Regierungsintervention hin ineffizienten Akteuren zur Verfügung gestellt, werden dort »faul« und belasten die Bilanzen der ausreichenden Banken. Lokalregierungen verstricken sich in ein Netz impliziter wie expliziter Garantien und Bürgschaften und überdehnen ihre Verschuldungsquote. Überkapazitäten bleiben im Markt und beeinträchtigen die Wirtschaftlichkeit der Geschäfte auch leistungsstarker Akteure. Unternehmerischer Spielraum für Produktinnovationen und neue Leistungsangebote geht verloren, leistungsstarke private Akteure werden aus dem Markt gedrängt.

CHINAS VOLKSWIRTSCHAFT ALS KEIMZELLE EINER NEUEN GLOBALEN KRISE?

Es steht die Frage im Raum, ob in den sehr erfolgreichen Krisenbewältigungsprogrammen der chinesischen Regierung bereits der Keim neuer Krisen angelegt war. Als unmittelbarer Effekt wäre dies zu verneinen. Neues Krisenpotenzial ist aber sicherlich geschaffen worden durch die unzureichende Befähigung, diese Programme nach erfolgreicher Impulssetzung wieder herunterzufahren und das gesamtwirtschaftliche Geschehen in normale Strukturen zurückzuführen. Letzteres ist nicht gelungen. Stattdessen läuft die chinesische Volkswirtschaft seit nunmehr zehn Jahren wie unter (monetären) Steroiden und findet nicht den Weg zurück in die Normalität.

Aber es hat den Anschein als stünde der – oft prophezeit und bislang nie eingetretene – große Crash in China auch heute noch nicht direkt vor der Tür. Einige strukturelle Besonderheiten verschaffen China ein vergrößertes Zeitfenster, um die notwendigen Korrekturen in der Volkswirtschaft einzuleiten.

Der bei weitem überwiegende Teil der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung ist über das Inland finanziert. Das Volumen im Ausland aufgenommener Schuldtitel ist relativ gering und zudem über die weiterhin bestehenden Zahlungsbilanzüberschüsse und die hohen Devisenreserven gut abgesichert. Die chinesische Volkswirtschaft ist somit wenig anfällig gegenüber

aus dem Ausland herrührenden Druck zur Auflösung von Schuldtiteln. Gleichzeitig ist die Gefahr einer Transmission von Krisenszenarien aus China in den Rest der Welt über diesen Kanal auch auf eine vergleichsweise geringe Dimension begrenzt.

Die Kreditausreichungen des chinesischen Bankensektors sind durch eine ausgeprägte Sparneigung der Bevölkerung und hohe Einlagenbestände gut abgesichert. Mit Werten von ca. 70% liegt die Kreditausreichungen-zu-Einlagen-Quote auf einem unbedenklichen Niveau. Bedenklich ist allerdings das wachsende Volumen an intransparenten Direktgeschäften und Dreiecksschuldnerbeziehungen in der Industrie sowie der weiterhin hohe Anteil an »Schattenbank«-Aktivitäten und nicht bilanzierten Kredittransaktionen im Finanzdienstleistungssektor. Diese Parameter treiben den tatsächlichen Gefährdungsgrad deutlich nach oben.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht scheinen die im Unternehmenssektor akkumulierten Vermögenswerte derzeit geeignet, die aufgenommenen Kreditvolumina abzusichern. Auch hier müssen jedoch gewisse Einschränkungen geltend gemacht werden. Der derzeit aufgerufene Wert der zu einem beträchtlichen Anteil den reklamierten Vermögenswerten zugrunde liegenden Landnutzungsrechte könnte deutlich überhöht sein (Stichwort Immobilienblase) und schnell in sich zusammenfallen. Ähnliches gilt für das von Überkapazitäten geprägte Marktumfeld, in dem eingebuchte Vermögenswerte rapide an realem Marktwert verlieren können. – Dies insbesondere in Anbetracht der wachsenden Anzahl von »Zombie«-Unternehmen.

Letztlich kann zudem aufgeführt werden, dass im Falle sich akut zuspitzender Konstellationen ein hinreichender fiskalischer Handlungsspielraum besteht, um Krisenszenarien frühzeitig einzudämmen. Mit einer offiziellen Staatsverschuldung in Höhe von 37% des BIP und einem Primärsaldo von 3,8% im Jahr 2016 steht die VR China weit besser da als die meisten etablierten

Industriestaaten. Dabei geben die offiziellen chinesischen Zahlen allerdings ein geschöntes Bild der staatlichen Handlungskapazität wieder, das die expliziten und impliziten Kosten der in Krisensituationen unweigerlich notwendig werdenden Bailouts und Stützungsmaßnahmen für staatliche Unternehmen nicht hinreichend widerspiegelt. Erweiterte Konzepte der chinesischen Staatsverschuldung kommen so denn auch auf Werte von über 60% des BIP mit rapide ansteigender Tendenz.

Diese Strukturparameter bieten, trotz aller skizzierten Einschränkungen, in ihrer Gesamtheit ein doch eher »beruhigendes« Bild. Eine globale Wirtschaftskrise »made in China« ist kurzfristig nicht zu erwarten. Neben dieser auf die makroökonomischen Aggregate fokussierenden Betrachtung gilt es aber auch, die Entwicklungen auf der Meso- und Mikroebene im Blick zu behalten. Die hier bestehenden Ineffizienzen und wachsenden Probleme bleiben ein Faktum. Und aus der politischen Sphäre sind derzeit keine wirklich durchgreifenden Lösungsansätze in Sicht. Aus dieser Perspektive besteht wenig Anlass, sich beruhigt zurückzulehnen. Die zur Abwendung einer krisenhaften Zuspitzung in diesem Bereich verbleibende Zeit läuft langsam ab.

LITERATUR

- International Monetary Fund (various), *People's Republic of China*. Staff Report for the Article IV Consultation, Washington, D.C.
- International Monetary Fund (2017), *People's Republic of China*, Selected Issues, IMF Country Report No. 17/248, Washington, D.C.
- Lam, W.R., M. Rodauer und A. Schipke (Hrsg.) (2017), *Modernizing China. Investing in Soft Infrastructure*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Liang, Y., K. Shi, L. Wang und J. Xu (2017), »Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China«, *Asian Economic Policy Review* 12, 210–232.
- Maliszewski, W. et al. (2016), »Resolving China's Corporate Debt Problem«, IMF Working Paper WP/16/203, Washington, D.C.
- Shen, G., und B. Chen (2017), »Zombie Firms and Over-capacity in Chinese Manufacturing«, *China Economic Review* 44, 327–342.

Wolfgang Wiegard*

Wie geht es weiter mit dem Euro?

Reformoptionen für die Währungsunion

Die Krise der Währungsunion dauert jetzt fast ein Jahrzehnt an. Ihre Ursachen sind mittlerweile aufgearbeitet, und mögliche Reformoptionen liegen auf dem Tisch. Allerdings ist unklar, wie es mit der Währungsunion weiter geht.

EIN KURZER RÜCKBLICK AUF DIE KRISE DER WÄHRUNGSUNION

Zunächst einmal: Die staatliche Verschuldung gehört nicht zu den Ursachen für die Krise der Währungsunion. Die staatlichen Schuldenstandsquoten in den späteren Krisenländern lagen im Vorkrisenjahr 2007 in Irland bei gerade mal 24%, in Spanien bei 36% und in Zypern bei 54%, selbst Portugal überschritt mit 68% die Verschuldungsgrenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts nur moderat. Auch die staatlichen Defizitquoten gaben 2007 keinerlei Anlass zur Beunruhigung. Irland, Spanien und Zypern erzielten 2007 zum Teil sogar erhebliche Finanzierungsüberschüsse; Portugal lag genau an der 3%-Grenze des Maastricht-Vertrags, lediglich Griechenland fiel mit einem Haushaltsdefizit von 6,7% aus dem Rahmen.

Trotz dieser durchaus guten Zahlen gab es schon vor Ausbruch der Krise eine Diskussion über die öffentliche Verschuldung. Sie betraf allerdings weniger die Situation in den Mitgliedstaaten als das Verhalten der Europäischen Kommission und des Ecofin-Rates, indem Verstöße gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt gänzlich ungeahndet blieben. Tatsächlich wurde das Regelwerk 2005 sogar noch aufgeweicht, nachdem Deutschland und Frankreich 2003 und 2004 die Defizitbegrenzungen gerissen hatten.

Der dramatische Anstieg der staatlichen Verschuldung ab dem Jahr 2009 war keine Ursache, sondern eine Folge der Wirtschafts- und Finanzkrise nach der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008. Zum kleineren Teil war der Anstieg der Staatsverschuldung verursacht durch keynesianische, also defizitfinanzierte Konjunkturprogramme in den Mitgliedstaaten der EWU. Den weitaus größeren Anteil am Anstieg der staatlichen Schuldenstandsquoten hatten allerdings die staatlichen Maßnahmen zur Bankenrettung.

Nicht die staatliche Verschuldung, sondern die bis zum Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise stark ansteigende private Verschuldung und die Auslandsverschuldung waren wesentliche Krisenursachen. Und dieser Anstieg der privaten Verschuldung und der Aus-

landsverschuldung war getrieben von der Entwicklung der langfristigen Zinsen. Noch Anfang der 1990er Jahre gab es enorme Unterschiede in den langfristigen Finanzierungskosten. Die Märkte forderten hohe Risikoprämien beim Kauf von Staatsanleihen der späteren Krisenländer. Das änderte sich nach dem Gipfel von Madrid im Dezember 1995, auf dem die Einführung der gemeinsamen Währung beschlossen wurde. Nach Einführung des virtuellen Euro zum 1. Januar 1999 verschwanden die Risikoprämien nahezu vollständig.

Durch das Verschwinden der Risikoprämien und die niedrigen Zinsen verringerten sich die Finanzierungskosten in den späteren Krisenländern ganz erheblich. Die reduzierten Zinskosten für die öffentliche Hand wurden allerdings nicht zum Abbau der öffentlichen Verschuldung genutzt, sondern führten zu höheren staatlichen Ausgaben. Auch für die privaten Investoren reduzierten sich die Kreditkosten, mit der Folge, dass die Investitionen, insbesondere im Immobiliensektor, stark anstiegen. Dies wiederum ging mit einem starken Anstieg der Auslandsverschuldung über explodierende Nettokapitalimporte einher und gleichbedeutend damit: mit steigenden Leistungsbilanzdefiziten.

Die Kapitalimporte in Spanien, Portugal, Italien, Griechenland und Irland führten zu Lohn- und Preissteigerungen mit der Folge, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder weiter verschlechterte. In Deutschland hingegen waren die Lohnsteigerungen moderat, und die Wettbewerbsfähigkeit nahm beständig zu.

Die Auslandskredite wurden dabei überwiegend über die Banken abgewickelt. So nahm die Kreditvergabe von Banken aus den Kernländern an Banken in den späteren Krisenländern zwischen 1999 und 2009 insgesamt um sage und schreibe 340% zu, an spanische Banken sogar um 550% und an griechische Banken um 500%. Als dann im Verlauf der Finanzkrise die Banken in Irland, in Griechenland und anderen Ländern in Schwierigkeiten gerieten, drohten wegen der engen Bankenverflechtung Ansteckungseffekte und ein Flächenbrand in der Währungsunion.

Ein anderer Punkt erwies sich nach Ausbruch der Krise als Brandbeschleuniger, und zwar der enge Nexus zwischen Banken und Staaten. Es sind nämlich die Banken, die einen Großteil der staatlichen Schuldtitel halten. Das Problem dabei war und ist: Wenn ein Staat in Schwierigkeiten gerät und seine Staatsschulden nicht mehr bedienen kann, hat das unmittelbar dramatische Rückwirkungen auf den Bankensektor. Aber auch umgekehrt droht Gefahr: Wenn Banken in eine Schieflage geraten und ihre Staatsanleihen auf den Markt werfen, führt das zu einem Kursverfall und kann ganze Staaten in Schwierigkeiten bringen. Dabei war der Kapitalbedarf in einigen Ländern so groß, dass auf Rettungsgelder aus den europäischen Schutzschirmen zurückgegriffen werden musste. Solche Rettungsschirme wie der EFSM und der ESM wurden kurzfristig und ad hoc nach Ausbruch der Krise geschaffen. Im europäischen Recht waren weder Rettungsinsti-



Wolfgang Wiegard

* Prof. Dr. Wolfgang Wiegard, ehem. Universität Regensburg und Vorsitzender des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

nen noch ein glaubwürdiger Mechanismus zur Krisenbewältigung vorgesehen.

Dieser enge Nexus zwischen Banken und Staaten wurde dadurch begünstigt, dass Staatsanleihen als sicher gelten und nach dem Basel-Regelwerk nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen.

Die Bedeutung einer stringenten Bankenregulierung (Verhinderung einer exzessiven Kreditvergabe, die Auflösung des Staat-Banken-Nexus), die Bedeutung der Finanzstabilität sowie von Institutionen zur Krisenbewältigung wurden im Maastricht-Vertrag gar nicht thematisiert. Auch von uns Ökonomen wurden diese Versäumnisse anfangs nicht oder jedenfalls unzureichend angesprochen. Zwar haben zahlreiche Ökonomen in einem 1992 veröffentlichten Memorandum Vorbehalte gegen die Währungsunion formuliert. Die darin geäußerte Befürchtung möglicher Inflationsgefahren im Währungsraum hat sich bislang allerdings nicht bewahrheitet und hat mit der Krise der Währungsunion nichts zu tun.

EIN KURZER AUSBLICK AUF DIE WEITERENTWICKLUNG DER WÄHRUNGSUNION

In Politik, Wirtschaft und Wissenschaft besteht Einigkeit, dass die Währungsunion einer grundlegenden Reform bedarf, wenn ihr dauerhaftes Überleben gesichert und zukünftige Krisen vermieden werden sollen. Ganz und gar keine Einigkeit besteht aber über die konkreten Maßnahmen und Schritte, die die Politik umsetzen soll und kann. Vielmehr existiert ein umfangreiches Sammelsurium von – sich zum Teil widersprechenden – Einzelmaßnahmen und in sich konsistenten, aber unterschiedlichen Reformagenden.

Zu den m.E. wichtigsten, umfassenden Veröffentlichungen gehören: die Analyse von Brunnermeier, James und Landau (2016) der unterschiedlichen politischen Interessenlagen und ideologischen Einstellungen zum Euro in den einzelnen Mitgliedsländern; der wie gewohnt pointiert und meinungsstark präsentierte 15-Punkte-Plan zur Neugründung Europas durch Sinn (2015; 2016), die eher pragmatische und in einem 5-Punkte-Plan kondensierte Sichtweise von Fuest und Becker (2017), die einschlägigen Ausführungen des Sachverständigenrates (2012; 2015) und schließlich die Überlegungen der Europäischen Kommission zur Zukunft der Währungsunion (2017a; 2017b).

Um die unterschiedlichen Einzelmaßnahmen und Reformvorschläge zu ordnen, bedarf es eines übergreifenden Ordnungskriteriums. So sind zum Beispiel Eurobonds von vornherein weder gut noch schlecht. Ihre Beurteilung hängt vielmehr von den institutionellen Rahmenbedingungen ab, in die Eurobonds eingebettet sind. Die **Einheit von Haftung und Kontrolle** ist dabei der zentrale Grundsatz, aus dem heraus unterschiedliche, aber jeweils stabile Institutionen für die Währungsunion abgeleitet werden können. Immer dann, wenn eine Entscheidungsebene wirtschaftspolitische Maßnahmen kontrolliert, aber eine andere Ebene haf-

tet und somit die Konsequenzen trägt, kommt es zu Fehlanreizen, Verteilungskonflikten und politischen Spannungen.

In Reinform gewährleisten zwei polare institutionelle Konstellationen den Grundsatz der Einheit von Haftung und Kontrolle:

1. eine Fiskalunion bzw. eine politische Union;
2. ein striktes Subsidiaritätsprinzip (»Maastricht 2.0«).

Fiskalunion/politische Union

In einer konsequent ausgestalteten Fiskalunion auf Ebene der Währungsunion würden neben der Geldpolitik auch die Fiskalpolitik sowie ggf. weitere wirtschaftspolitische Handlungsfelder auf die europäische Ebene verlagert. Kontrolle und Haftung lägen also in einer, der europäischen Hand. Auf Ebene der EU entspräche dem eine politische Union, in der eine europäische Zentralinstanz auch über andere Politikbereiche entscheiden würde.

Integraler Bestandteil einer konsequenten Fiskalunion wäre dabei ein sehr weitgehender Verzicht auf nationale Steuer- und Haushaltsautonomie. Über zentrale Parameter der Steuer- und Verschuldungspolitik würde dann auf europäischer Ebene entschieden. Eurobonds wären in diesem institutionellen Umfeld ebenso konsequent wie eine Art europäischer Finanzausgleich zur Abfederung asymmetrischer Schocks. Auch eine europäische Arbeitslosenversicherung würde in diesen Rahmen passen, sofern auch die Arbeitsmarktpolitik zentralisiert würde.

Die Konsequenzen eines solchen Umbaus der Währungsunion/EU wären gewaltig: Die Europäischen Verträge müssten geändert werden, verbunden mit Referenden in einigen Mitgliedstaaten. In Deutschland müsste über eine Volksabstimmung ein neues Grundgesetz beschlossen werden. Ein Verzicht auf nationale Steuer- und Haushaltsautonomie wäre unvereinbar mit dem mit einer »Ewigkeitsgarantie« versehenen Art. 20 Abs. 2 GG, demzufolge alle Staatsgewalt vom Volke ausgeht. Schließlich müsste eine politische Union mit einem »echten« Europäischen Parlament demokratisch legitimiert werden, ohne dass, wie im Lissabon-Vertrag, die Stimmen kleiner Länder höher gewichtet werden als die der großen Länder (vgl. etwa Müller und Richter 2017).

Subsidiaritätsprinzip (»Maastricht 2.0«)

Die strikte Anwendung des Subsidiaritätsprinzips stellt einen zweiten institutionellen Ordnungsrahmen dar, der die Einheit von Haftung und Kontrolle gewährleistet. Der Sachverständigenrat hat diese Konstellation unter dem Stichwort »Maastricht 2.0« zusammengefasst (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2012; 2015).

Fiskal- und Wirtschaftspolitik verbleiben in diesem Fall so weit wie möglich in nationaler Souveränität. Dies gilt insbesondere für die **Fiskalpolitik**. Uner-

lässlich ist in diesem Rahmen die strikte Einhaltung der No-Bailout-Klausel des Art. 125 AEUV. Die Schuldenbegrenzungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie des Fiskalpakts müssen beachtet und Verstöße sanktioniert werden. Es muss glaubwürdig sicher gestellt sein, dass die einzelnen Mitgliedstaaten die Konsequenzen einer unsoliden Haushaltspolitik selbst zu tragen haben. Eurobonds mit gemeinschaftlicher Haftung wären in diesem institutionellen Rahmen ein Fremdkörper.

Allerdings können Krisen nicht vollständig ausgeschlossen werden. Deshalb bedarf es ergänzend eines **Krisenmechanismus** im Umgang mit Liquiditäts- und Solvenzkrise von Staaten. Dazu gehört ein geordnetes Insolvenzverfahren für Staaten mit einer glaubwürdigen Verlustbeteiligung von Gläubigern. Auch könnte dann der ESM zu einem Europäischen Währungsfonds erweitert werden. Schließlich sollte bei wiederholten und schweren Verstößen gegen die Fiskalregeln als Ultima Ratio der Ausschluss eines Mitgliedstaates aus der Währungsunion möglich sein.

Auch in einem auf Subsidiarität ausgerichteten Ordnungsrahmen bedarf es einer auf europäischer Ebene angesiedelten Entscheidungskompetenz. So ist zur Sicherung der Stabilität des privaten Finanzsystems eine **europäische Bankenunion** mit gemeinschaftlichen Aufsichts- und Abwicklungsmechanismen sinnvoll und erforderlich. Ganz zentral ist dabei die Abschaffung der Privilegierung von Staatsanleihen im Rahmen des Basel-Regelwerks (vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen 2014). Hingegen ist eine gemeinschaftliche Einlagensicherung eher kritisch zu beurteilen. Auch sollte die Ansiedlung der einheitlichen Bankenaufsicht bei der EZB mittelfristig geändert werden.

Wohin steuert die Währungsunion?

Kann man davon ausgehen, dass eine dieser beiden polaren Reformoptionen in absehbarer Zeit realisiert wird?

Bei beiden Konstellationen ist Skepsis angebracht. Für geradezu ausgeschlossen halte ich die Realisierung einer konsequenten Fiskalunion oder gar einer politischen Union in einem überschaubaren Zeitraum von bis zu 20 Jahren. Unabhängig von den auf »technischer« Ebene angesiedelten Schwierigkeiten bei der Umsetzung dieser Reformoption in europäisches und nationales Recht fehlt auf absehbare Zeit in eigentlich allen Mitgliedstaaten der politische Wille, tatsächlich auf Entscheidungsautonomie in Steuer- und Haushaltsfragen zu verzichten.

Zwar sind die Perspektiven für die zweite Reformoption etwas günstiger, da viele Reformmaßnahmen der letzten Jahre eher auf diesen Ordnungsrahmen zielen. Das gilt etwa für den Fiskalpakt, für die europäische Bankenunion oder auch die verpflichtende Aufnahme von Collective Action Clauses in die Emissionsbedingungen von Staatsanleihen. Gleichwohl ist

auch hier Skepsis angebracht, da die aktuelle Diskussion eine Reihe von Maßnahmen beinhaltet, die dem Grundsatz der Einheit von Haftung und Kontrolle zuwider laufen. Das gilt etwa für die Pläne zu einer gemeinsamen europäischen Arbeitslosenversicherung, jedenfalls dann, wenn die Arbeitsmarktpolitik in nationaler Entscheidungsautonomie verbleibt (vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen 2016).

Einer Vermengung der beiden Reformoptionen derart, dass die Kontrolle über die Finanz- und Wirtschaftspolitik auf nationaler Ebene verbleibt, die Haftung aber auf die europäische Ebene verschoben wird, wäre die ungünstigste Entwicklungsperspektive für die Währungsunion. Leider ist genau das nicht auszuschließen.

ABSCHLIESSENDE BEMERKUNG

Auch wenn die Politik in den vergangenen Jahren durchaus vernünftige Reformschritte zur Stabilisierung der Währungsunion eingeleitet hat: Bislang war es vor allem die EZB, die mit umstrittenen Ankündigungen und Maßnahmen ganz wesentlich zum Bestand der Währungsunion beigetragen hat. Aber das kann keine Dauerlösung sein. Die Politik muss entscheiden, wohin die Reise geht. Man muss anerkennen, dass dies weit schwieriger und mühsamer ist als das Entwerfen von Reformagenden auf dem Reißbrett.

Trotz gewisser Skepsis, bleibt die Hoffnung, dass die politischen Entscheidungsträger in der Währungsunion langfristig dem Leitmotiv der Einheit von Haftung und Kontrolle Rechnung tragen werden und so die Zukunft des Euro sichern. Vielleicht bewahrheitet sich dann auch die Vision von Georg Kreisler:

*Einmal wird der Eiffelturm nicht mehr sein
Und wo jetzt der Louvre steht, wächst der Wein
Nur der Euro, der bleibt
Weil den nix mehr vertreibt
Der wird oll's überleben, der allein!
Unser Wiener Stephansdom, der fällt um
Und wo jetzt die Oper ist, dort sans stumm
Nur der Euro bleibt stehn
Von Berlin bis Athen
Tanzt der Euro um Alle herum!*

(Auszug aus: Der Euro (1997) von Georg Kreisler)

LITERATUR

Brunnermeier, M.K., H. James und J.-P. Landau (2016), *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press, Princeton, Oxford.

Europäische Kommission (2017a), *Weißbuch zur Zukunft Europas, die EU der 27 im Jahr 2025 – Überlegungen und Szenarien*, Europäische Kommission, Brüssel.

Europäische Kommission (2017b), *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*, Europäische Kommission, Brüssel.

Fuest, C. und J. Becker (2017), *Der Odysseus Komplex. Ein pragmatischer Vorschlag zur Lösung der Euro-Krise*, Hanser Verlag, München.

Müller, H. und W. Richter (2017), »Europa am Scheideweg – ein Vorschlag zur politischen Weiterentwicklung«, *Wirtschaftsdienst* 97(7), 484–489.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2012), *Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland, Jahresgutachten 2012/13*, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2015), *Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum*, Sondergutachten, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.

Sinn, H.-W. (2015), *Der Euro. Von der Friedensidee zum Zankapfel*, Hanser Verlag, München.

Sinn, H.-W. (2016), *Der schwarze Juni, Brexit, Flüchtlingswelle, Euro-Desaster – Wie die Neugründung Europas gelingt*, Herder Verlag, Freiburg.

Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2014), *Der Staat als privilegierter Schuldner – Ansatzpunkte für eine Neuordnung der öffentlichen Verschuldung in der Europäischen Währungsunion*, Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen Berlin.

Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2016), *Zwischen Fiskalunion und politischer Eigenverantwortung. Zum Vorschlag einer europäischen Arbeitslosenversicherung*, Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen, Berlin.

Christoph Kaserer*

Reformen im Banken- und Finanzsektor – eine internationale Perspektive

DIAGNOSE

Vor ziemlich genau zehn Jahren haben sich die ersten Verbote der Finanzmarktkrise angekündigt. Die IKB gab am 30. Juli 2007 überraschend eine Gewinnwarnung im Zusammenhang mit ihrem ABS-Portfolio heraus und musste wenige Tage später von der Bundesregierung gerettet werden. Eine Maßnahme im Übrigen, die den Steuerzahler rund 10 Mrd. Euro gekostet hat und damit voraussichtlich nach der HRE die teuerste Bankenrettung der hiesigen Nachkriegsgeschichte darstellt. Die internationalen Kapitalmärkte reagierten einigermaßen besorgt auf diese Nachricht, nicht zuletzt, weil der Preisverfall am US-amerikanischen Immobilienmarkt zu diesem Zeitpunkt schon in vollem Gange war und niemand genau überblicken konnte, welche Folgen dies haben werde.

Jedenfalls musste die BNP Paribas am 8. August 2007 wegen außergewöhnlicher Mittelabflüsse drei Geldmarktfonds vorübergehend einfrieren. Der LIBOR-Satz schnellte innerhalb weniger Tage um mehr als 50 Basispunkte nach oben, und die implizite Volatilität im S&P500 sprang von unter 20 auf über 30%. Nach der Rettung der IKB und diversen Offenmarktoperationen der Notenbanken beruhigte sich die Lage allmählich und bis zum Jahresende war wieder trügerische Normalität eingekehrt.

Aus heutiger Sicht ist es interessant festzuhalten, dass sich in der eigentlichen Finanzmarktkrise, die mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 begann, die Mechanismen, die man bereits in der Krise im August 2007 erkennen konnte, wiederholten – wenngleich in sehr viel größerem Stile. Da in diesem Beitrag nicht der Platz ist, die Ursachen und Wirkungsmechanismen, die ab September 2008 zu einer der größten Finanzmarktkrisen aller Zeiten geführt haben, im Detail aufzuarbeiten, möchte ich mich auf eine zentrale, die späteren regulatorischen Eingriffe dominierende Wirkungskette beschränken. Diese kam sowohl im August 2007 als auch ab September 2008 zum Tragen.

Der erste Teil dieser Wirkungskette bestand in einem institutionellen Run auf viele Banken, der dadurch ausgelöst wurde, dass insbesondere Geldmarktfonds ihre auslaufenden Bankschuldverschreibungen (einschließlich der ABS-Papiere) nicht mehr durch neue Käufe ersetzten. Dies wurde wiederum durch eine große Ungewissheit am Markt hinsichtlich der Frage, wer eigentlich von den Verlusten am US-amerikanischen Immobilienmarkt in welcher Höhe betroffen war, verursacht. Wegen

* Prof. Dr. Christoph Kaserer ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzmanagement und Kapitalmärkte, Technische Universität München.

der umfangreichen und komplizierten Verbriefungen (Stichwort Subprime-Papiere), aber auch aufgrund von Risikotransfermechanismen (Stichwort Credit Default Swaps), fehlte diesbezüglich Transparenz. Dies führte zu einem Generalverdacht gegenüber den Banken und damit zu einem systemweiten Mittelabzug. Hinzu kam im Übrigen, dass insbesondere US-amerikanische Geldmarktfonds selbst Ziel eines Runs waren, weil sie häufig den Nominalwert ihrer Einlagen garantiert hatten und es somit die Befürchtung unter den Anteilshabern gab, dass diese Garantie in der Krise nicht halten würde.

Ausgelöst durch diesen Liquiditätsentzug setzte sich die Wirkungskette in einem zweiten Teil fort. Viele Banken sahen sich gezwungen, Liquidität auf anderen Wegen, also insbesondere durch die Veräußerung von Vermögenswerten, zu beschaffen. Dies führte auf den Wertpapiermärkten zu erheblichem Preisdruck, der wiederum negativ auf die Solvabilität der Banken zurückschlug. Gleichzeitig war in dieser Krisensituation eine Erhöhung der Eigenmittel durch die Banken faktisch nicht darstellbar, so dass sie nur über eine Einschränkung der Kreditvergabe eine Reduktion ihrer Verschuldung (Deleveraging) erreichen konnte. Tatsächliche oder befürchtete Finanzierungsprobleme der Realwirtschaft waren die Folge, die wiederum zu einem abrupten Stopp vieler Investitionsprojekte führten. Damit hatte man es mit einer systemischen Krise zu tun, die nicht nur viele Banken an den Rand ihrer Überlebensfähigkeit brachte, sondern sich insbesondere auch in äußerst negativer Weise auf die gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten auswirkte. Durchbrechen werden konnte diese Spirale kurzfristig nur durch massive staatliche Interventionen, die den Investoren wieder das Vertrauen in den Bankensektor zurückgab.

THERAPIE

Vor diesem Hintergrund haben die G-20-Länder umfangreiche – und in diesem Ausmaß historisch einmalige – Finanzmarktreflexen beschlossen. Zur Unterbindung des oben beschriebenen Wirkungsmechanismus sollten Banken über ein höheres und qualitativ besseres Eigenkapital widerstandsfähiger und Verbriefungs- und Derivatmärkte transparenter gemacht werden. Zudem sollte künftig verhindert werden, dass die Verflechtung des Bankensektors mit sogenannten Schattenbanken – in der Finanzmarktkrise waren das insbesondere die Geldmarktfonds – die systemischen Risiken verschärft.

Letztlich können die großen Regelwerke (Basel III, EMIR, MiFID II, Bankenunion), die man national und international seither auf den Weg gebracht und zu großen Teilen auch umgesetzt hat, als Versuch interpretiert werden, diese Ziele zu erreichen.

WIRKUNG

Es besteht kein Zweifel daran, dass diese Regelwerke in den letzten Jahren den Bankensektor insbesondere

in Europa stark verändert haben. So ist nach einer von uns durchgeführten Untersuchung die Eigenmittelquote von 146 mittleren und großen Banken in der Eurozone von 8% im Jahr 2007 auf 18% im Jahr 2016 gestiegen. Die Kernkapitalquote deutscher Banken lag 2016 bei 15,7% im Vergleich zu 8,8% im Jahr 2007. Ebenso bemerkenswert ist der Umstand, dass es offensichtlich auch zu einer Veränderung der Geschäftsmodelle gekommen ist. Während die Banken der Eurozone im Jahr 2007 noch 50% ihrer Erträge aus kreditfremdem Geschäft erwirtschaftet haben, ist dieser Anteil im Jahr 2016 auf 40% gesunken. Es ist zu vermuten, dass hierfür auch die rückläufige Bedeutung des Investmentbankings verantwortlich ist. Passend dazu zeigt sich in den USA ein sehr viel weniger ausgeprägter Rückgang. Das kreditfremde Geschäft hatte dort im Jahr 2007 einen Anteil von 54%, 2016 lag dieser bei 48%.

Man mag diese Resultate als erfreulich beurteilen. Aber man sollte dabei nicht vergessen, dass sie mit einem hohen Preis einhergehen. Die Profitabilität der europäischen Banken ist nämlich seit Jahren besorgniserregend schlecht. So lag die Eigenkapitalrendite der Banken in der Eurozone 2007 bei 13,1%. Im Jahr 2016 war sie bei 3,4%; und das ist schon eine Verbesserung, denn in den davorliegenden Jahren war sie zumeist noch schlechter.

Man sollte allerdings vorsichtig sein und diese Probleme keineswegs nur als eine Folge der seit 2009 umgesetzten Regulierungsmaßnahmen betrachten. Die Banken haben es neben den regulatorischen mit mindestens zwei weiteren großen Herausforderungen zu tun. Da ist erstens die Digitalisierung zu nennen, die das Geschäftsmodell der Banken stark verändert und die hohe Ausgaben für IT-Infrastruktur und -Personal erfordert. Und zweitens wirkt sich auch die Niedrigzinspolitik negativ auf die Bankerträge aus. Dabei könnte man geneigt sein, auch diesen Effekt als eine Folge der Finanzmarktkrise zu betrachten. Tatsächlich ist das aber bestenfalls die halbe Wahrheit. Die Zinsmarge im deutschen Bankensektor ist nämlich schon seit den 1980er Jahren rückläufig. Und vermutlich hätten wir auch dann niedrige, wenngleich nicht so niedrige Zinsen, wenn es kein *Quantitative Easing* geben würde. Dies wird jedenfalls von jenen Leuten behauptet, die die aktuell niedrigen Zinsen in erster Linie als die Folge weltwirtschaftlicher und demographischer Entwicklungen (*secular stagnation*) betrachten.

Unabhängig davon kann man aber festhalten, dass die Regulierungswelle, die als Folge der Finanzmarktkrise in Gang kam, im europäischen Bankensektor im Hinblick auf seine Eigenkapitalquoten und seine Geschäftsmodelle schon deutliche Spuren hinterlassen hat. Während die Erhöhung der Eigenkapitalquoten das dezidierte Ziel der Basel-III-Regulierung war, ist das Ergebnis hinsichtlich der Veränderung der Geschäftsmodelle weniger klar. Zwar mag man den Rückgang des kreditfremden Geschäfts als eine Verminderung der in den Bankbilanzen liegenden Risiken interpretieren, wenngleich selbst dieser Schluss auf der Basis der



Christoph Kaserer

heute vorliegenden Zahlen noch nicht in zuverlässiger Weise gezogen werden kann. Aber selbst dann wäre die Frage noch nicht beantwortet, wie die Wertschöpfung der Banken in Zukunft aussehen wird. Eine Situation, in der die Banken nicht in der Lage sind, ihre Kapitalkosten zu erwirtschaften, ist jedenfalls nicht nachhaltig und bedroht auch die Rolle der Banken dort, wo sie unbestritten gesamtwirtschaftlich wichtig ist.

Und schließlich ist zu beachten, dass es Bereiche gibt, die zwar auf der Agenda der Finanzmarktreformenten standen, bei denen aber bis heute nur wenig Bewegung in die gewünschte Richtung zu erkennen ist. Hier muss man zuallererst die »Too-big-to-fail«-Problematik nennen. So gibt es unter den großen international agierenden Banken nur wenige, die ihre Bilanzsumme im Vergleich zum Jahr 2007 tatsächlich verkleinert haben. Hier kann man die Deutsche Bank oder auch Barclays nennen. Die meisten anderen Großbanken haben seit ihrer Bilanzsumme deutlich ausgeweitet. In besonders massiver Weise ist das bei den chinesischen Banken passiert, aber auch bei US-amerikanischen, britischen und französischen Großbanken lässt sich dies erkennen.

Zu diesem Befund passt auch der Umstand, dass sich der Marktanteil der fünf größten Banken im Euroraum, aber auch in der EU, seit 2007 kontinuierlich erhöht hat. Insgesamt ist der Bankensektor heute konzentrierter, als er vor der Finanzmarktkrise war. Unter betriebswirtschaftlichen Überlegungen ist dieses Ergebnis nicht überraschend. Denn sowohl die Digitalisierung als auch die zunehmende Regulierung führen letztlich nur dazu, dass zusätzliche Kostendegressionen erzeugt werden. Dies muss zwangsläufig zu einer Konsolidierung des Marktes führen. Hierfür gibt es zwar in manchen Ländern, so auch in Deutschland, rechtliche oder politische Hürden, aber langfristig wird dieser Trend nicht aufzuhalten sein.

Hinzu kommt, dass sich an den politikökonomischen Anreizen, die für die »Too-big-to-fail«-Problematik mindestens ebenso verantwortlich sind wie ökonomische Zwänge, überhaupt nichts verändert hat. Ein gutes Beispiel hierfür ist das jüngste Bankenrettungspaket der italienischen Regierung vom Juni 2017. Zwar machen die Regeln, die durch die Bankenrestrukturierungsrichtlinie in der EU geschaffen wurden, eine politische Intervention schwieriger, sie können sie aber letztlich nicht verhindern. Der Anreiz seitens der Politik, den Zusammenbruch einer Bank dann zu verhindern, wenn hiervon eine größere Zahl von Sparern betroffen wäre, ist einfach zu groß, als dass er sich durch allgemeine Regeln verhindern ließe. Jenseits der Risiken für den Steuerzahler ist dies auch deshalb gefährlich, weil damit privatwirtschaftliche Kontrollanreize reduziert werden.

WÜRDIGUNG

Abgesehen von dem Befund, dass die Fortschritte im Bereich der »Too-big-to-fail«-Problematik eher zwei-

felhaft sind, stellt sich die viel grundsätzlichere Frage, wie die Regulierungswelle im Bereich der Finanzmärkte unter ökonomischen Gesichtspunkten zu beurteilen ist. Immerhin zeigen die aktuellen Diskussionen nicht nur in den USA, dass mögliche Nachteile stärker in den Fokus rücken. Hierzu möchte ich kurz fünf – aus meiner Sicht wesentliche – Punkte diskutieren.

Erstens sollte man sich in Erinnerung rufen, dass die wichtigste ökonomische Rechtfertigung der Bankenregulierung in dem potenziellen Marktversagen besteht, das in seiner Fristen- bzw. Liquiditätstransformationsfunktion, also die Umwandlung von kurzfristigen liquiden Einlagen in langfristige illiquide Finanzierungszusagen, begründet ist. Natürlich würde eine Einschränkung dieser Liquiditätstransformation, die Stabilität des Bankensektors erhöhen. Sie würde aber auch seine wirtschaftliche Rolle in Frage stellen und damit auch den Wohlfahrtsbeitrag, den der Bankensektor leistet, mindern. Daher sind regulatorische Eingriffe an dieser Stelle mit Bedacht zu wählen. Dies gilt etwa für die neuen Fristentransformationsregeln, die durch die Implementierung von Basel III kommen. Es muss hier sehr genau beobachtet werden, wie sich dadurch die Finanzierungsangebote der Banken ändern werden.

Zweitens zeigt sich, dass die Grenzen des Regulierungsperimeters immer weiter gezogen werden. Natürlich muss verhindert werden, dass Schattenbanken in ähnlicher Weise Liquiditätstransformation betreiben wie Banken. Wenn sie dies tun, müssen sie wie Banken reguliert werden. Wenn nicht, steht die Forderung, sie der Bankenregulierung zu unterwerfen, auf wackeligen Beinen. Zudem treten dann Konflikte in der Abgrenzung von Banken-, Kapitalmarkt- und Versicherungsregulierung auf. Insgesamt gibt es damit die Gefahr einer Mehrfachregulierung des gleichen Geschäfts.

Dieser Aspekt führt zu einem dritten Punkt, der erst in jüngerer Zeit etwas mehr Beachtung findet. Regulierung erzeugt immer Substitutionseffekte. Und wenn an sehr vielen verschiedenen Stellen gleichzeitig reguliert wird, gibt es offensichtlich die Gefahr, dass ungewollte Substitutionseffekte die Wirkung der Regulierung an anderer Stelle aushebeln. Dieser Diskussion, die unter dem Stichwort »kumulative Effekte« läuft, sollte ein breiterer und unvoreingenommener Raum gegeben werden. Das Beispiel der Regulierung der Verbriefungsmärkte, bei der es zu Beginn zu klaren Widersprüchen zur Regulierung der Liquiditätshaltung der Banken gekommen ist, hat gezeigt, welche Gefahren es hier gibt. Eine umfassende Analyse und Diskussion dieser möglichen negativen kumulativen Effekte steht bis heute aus.

Viertens muss man festhalten, dass das Projekt der Bankenunion, das in der EU ein wesentlicher Teil der Finanzmarktreformenten war, bis heute insoweit nicht den gewünschten Erfolg hatte, als es nach wie vor kaum Banken mit echten europaweiten Geschäftsmodellen gibt. Banken haben nach wie vor eine starke nationale Verankerung. Hierfür gibt es verschiedene Gründe, zu

denen nicht zuletzt auch die Interessen der nationalen Aufsichtsbehörden gehören. Ein wichtiges Element zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors, insbesondere soweit es Großbanken betrifft, bestünde in einer besseren internationalen Diversifikation. Zu dieser ist es bislang innerhalb der EU kaum gekommen, und es ist höchste Zeit, die hierfür maßgeblichen Gründe zu identifizieren und zu beseitigen.

Unter diesem Stichwort muss fünftens auch über eine bessere Diversifikation der Unternehmensfinanzierung nachgedacht werden. Die verheerenden gesamtwirtschaftlichen Folgen der Finanzmarktkrise in Europa sind auch dem Umstand geschuldet, dass der Bankensektor eine zu dominante Rolle in der Unternehmensfinanzierung spielt. Daran hat sich seit der Krise wenig geändert. Mit dem Projekt der Kapitalmarktunion hat man zwar ein weiteres Regulierungswerk auf europäischer Ebene auf den Weg gebracht, dieses blendet aber einen der wichtigsten Aspekte, nämlich die Größe und Struktur der privaten Altersvorsorge, völlig aus. Hinzu kommen andere kontraproduktive Maßnahmen, wie etwa die Diskussion um die Finanztransaktionssteuer oder die nach wie vor bestehenden Defizite in der Unternehmenskontrolle, die kaum dazu geeignet sind, die europäischen Kapitalmärkte zu stärken.

Zusammenfassend kann man festzuhalten, dass wir seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise im September 2008 einen weiten Weg gegangen sind. Die ergriffenen, äußerst umfangreichen Regulierungsmaßnahmen im Bereich der Finanzmärkte haben zumindest insoweit einen Fortschritt gebracht, als die Banken heute eine wesentlich höhere Eigenkapitaldecke haben. Ob sie allein damit schon widerstandsfähiger als im Jahr 2008 sind, bleibt angesichts der mangelnden Profitabilität, unter der gerade die europäischen Banken leiden, zu bezweifeln. Zwar sind diese Anpassungsprobleme auch durch technologische Umwälzungen bedingt. Jedoch werden ihre Bewältigung durch eine detailversessene, teilweise widersprüchliche und von nationalen Interessen zerfranzte Regulierung nicht einfacher gemacht.

*Daniel Stelter**

Eiszeit in der Weltwirtschaft Die nicht verstandene Krise

Auch zehn Jahre nach Beginn der größten Finanz- und Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit gibt es kein gemeinsames Verständnis für die Ursachen der Krise. Da wird über die »Finanzkrise« gesprochen, ausgelöst von zweifelhaften Krediten im US-Immobilienmarkt, die als Wertpapiere verpackt über allerlei Umwege in den Portfolios der Investoren in aller Welt – vor allem in Deutschland – landeten. Da wird von der »Eurokrise« gesprochen, deren Ursache man gern in der überbordenden Staatsverschuldung einzelner Sünderländer verortet, die über ihre Verhältnisse gelebt haben.

Die Wahrheit ist eine andere: Beides, die Finanz- wie die Eurokrise, sind Überschuldungskrisen gewesen und sind das immer noch. Seit Mitte der 1980er Jahre haben wir es weltweit, vor allem in den USA, Europa und Japan mit einer explodierenden Verschuldung von Staaten, privaten Haushalten und Unternehmen zu tun. In den 20 Jahren bis zum Krisenausbruch 2007 haben sich die Schulden relativ zum Bruttoinlandsprodukt mehr als verdoppelt. Real haben Unternehmen mehr als dreimal so viele Schulden wie zuvor, Staaten mehr als viermal und private Haushalte mehr als sechsmal so viel.

Schuld an dieser Entwicklung waren Politiker und Notenbanker. Durch den Eintritt Chinas und Osteuropas in den Weltmarkt kam es zu einem Angebotschock auf dem Arbeitsmarkt. Hunderte von Millionen Menschen waren und sind bereit, für deutlich weniger Geld deutlich länger und härter zu arbeiten. In der Folge kamen Arbeitsplätze und Löhne in den westlichen Industrienationen unter Druck. Die richtige Antwort wären Investitionen in Bildung und Innovation gewesen. Leichter und schneller war es da, fehlende Einkommenszuwächse mit billigen Krediten (USA) und staatlichen Sozialprogrammen (Europa) zu kompensieren.

Im Bestreben, die Wirtschaft zu beleben, wurde auf immer mehr Schulden gesetzt. Regulierungen wurden gelockert, während die Notenbanken angesichts tiefer Inflationsraten (ausgelöst durch den Angebotschock Millionen neuer Arbeitskräfte) begannen, mit immer tieferen Zinsen eine befürchtete Deflation zu bekämpfen.

Kam es zu Problemen an den Finanzmärkten (u.a. Schieflage des Hedgefonds LTCM, Russlandkrise, Asienkrise, Dot-Com-Blase, Anschläge vom 11. September), reagierten die Notenbanken, allen voran die US-Fed,

* Dr. Daniel Stelter ist Makroökonom und Gründer des Diskussionsforums »Beyond the Obvious«. Von 1990 bis 2013 war Stelter Unternehmensberater bei der Boston Consulting Group (BCG), zuletzt als Senior Partner, Managing Director und Mitglied des BCG Executive Committee. Von 2003 bis 2011 verantwortete er weltweit das Geschäft der BCG-Praxisgruppe Corporate Development (Strategie und Corporate Finance).



Daniel Stelter

mit Zinssenkungen, ohne die Zinsen anschließen wieder ausreichend zu erhöhen. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich kritisiert dieses »asymmetrische Verhalten« schon lange.

Belohnt wurde, wer Schulden machte, und es ist kein Wunder, dass jeder vierte der reichsten 400 US-Amerikaner mit »Investments«, also der Spekulation auf Kredit, sein Vermögen gemacht hat.

2008 war es dann so weit. Die Welt schien am Ende der Verschuldungskapazität angelangt. Der »Minsky-Moment« war erreicht, der Zeitpunkt, zu dem schuldenfinanzierte Blasen platzen – benannt nach dem verstorbenen US-Ökonomen Hyman Minsky, den zu Lebzeiten keiner der Akteure ernst nahm und dessen Gedanken auch heute viel zu wenig Beachtung finden. Statt anzuerkennen, dass die schuldenfinanzierte Wohlstandsilusion an ihre Grenzen stößt, wurde alles getan, um die Verschuldungskapazität zu erhöhen und eine weitere Runde mit noch mehr Schulden anzustoßen.

DIE SCHULDEN WACHSEN WEITER

Die Verschuldungskapazität hängt vom beleihungsfähigen Eigenkapital oder Einkommen und von den Zinsen ab. Je höher das Eigenkapital und das Einkommen und je tiefer die Zinsen, desto mehr Schulden lassen sich schultern. 2008 stiegen die Kosten für Kredite drastisch, nicht zuletzt, weil das Vertrauen der Kreditgeber in die Zahlungsfähigkeit der Schuldner deutlich zurückging. Zugleich verfiel der Wert des Eigenkapitals, und die Einkommensaussichten verschlechterten sich wegen der sich abzeichnenden Rezession. Was bei moderater Verschuldung im Einzelfall ärgerlich ist, erweist sich bei zu hoher Verschuldung als Brandbeschleuniger für eine große Depression. Keiner hat das besser beschrieben als Irvin Fisher im Jahr 1933 in seiner »Debt-Deflation-Theory of Great Depressions«. In der Tat waren wir 2008 auf dem besten Weg, eine Weltwirtschaftskrise wie in den 1930er Jahren zu erleben. Der Absturz war anfangs sogar weit dramatischer als 80 Jahre zuvor.

Richtigerweise haben die Verantwortlichen alles darangesetzt, dies zu verhindern. Mit staatlichen Konjunkturprogrammen und Null- und Negativzins haben sie die Verschuldungskapazität wiederhergestellt. Vermutlich hätte es dennoch nicht gereicht, wäre China nicht mit einem gigantischen schuldenfinanzierten Konjunkturprogramm eingesprungen. Damit wurde nicht nur die Schuldentragfähigkeit im Westen erhöht, sondern zugleich noch neue Verschuldungskapazität in der Welt mobilisiert.

Mit erheblichem Erfolg! Weltweit ist die Verschuldung auf über 325% des BIP gestiegen, 50 Prozentpunkte mehr als noch 2007. Angetrieben vom billigen Geld aus den USA und Europa wurde überall auf Pump gelebt. China bleibt dabei mit einer Vervierfachung der Verschuldung seit dem Jahr 2000 und einem Anstieg von rund 120% des BIP auf über 280% einsamer Spitzenreiter.

Politiker und Notenbanker haben es also geschafft, die weltweite Verschuldungskapazität durch Erhöhen der Anzahl der Schuldner und das Senken der Finanzierungskosten nochmals deutlich auszuweiten. Damit wurde die Politik, die uns in die Krise von 2008 geführt hat, noch konsequenter fortgesetzt. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis wir vor dem nächsten »Minsky-Moment« stehen, dann allerdings mit noch mehr Schulden und schon rekordtiefen Zinsen.

Kein Wunder, dass schon nach der nächsten Möglichkeit gesucht wird, die Verschuldungskapazität zu erhöhen. Nichts anderes steht hinter den Rufen nach einem Euro-Finanzminister und mehr »Solidarität« Deutschlands. Es geht nur um eines: mehr Schulden zu ermöglichen, um das System noch eine Runde weiter zu bekommen.

KEINE SCHMERZFREIEN LÖSUNGEN

Es ist Zeit, dass wir unsere Wirtschaftspolitik grundlegend hinterfragen. Seit Mitte der 1980er Jahre setzen wir darauf, mit Schulden kurzfristiges Wachstum zu erzielen. Dabei nimmt die Produktivität der neuen Schulden stetig ab. Nachdem jahrzehntelang die Wirtschaft im Einklang mit der Verschuldung wuchs, werden heute weltweit immer mehr Schulden gebraucht, um überhaupt noch Wachstum zu erzielen. Die Ursache liegt in der überwiegend unproduktiven Verwendung der Schulden. Wir kaufen uns damit gegenseitig vorhandene Vermögenswerte zu immer höheren Preisen ab. Im Unterschied zu Investitionen in neue Produkte und Dienstleistungen wächst dadurch die Wirtschaft jedoch kaum, wenn man von dem Zusatzkonsum durch den Reichtumseffekt steigender Vermögenspreise absieht.

Ermöglicht wird das Ganze von einem Bankensystem, das fast unbegrenzt neues Geld schöpfen kann, indem es Kredite gewährt. In unserem Geldsystem wird neues Geld überwiegend (zu rund 90%) durch das Bankensystem geschaffen. Steigende Nachfrage nach Vermögenswerten führt dabei zu einem Preisanstieg, der wiederum eine höhere Beleihungskapazität für alle Vermögenswerte ermöglicht. Wir sind damit abhängig von steigenden Vermögenswerten, neuen Schuldnern und immer tieferen Zinsen. Die Zinsen müssen morgen noch tiefer sein, einfach weil sie heute schon tief sind.

Nur mit immer mehr Schulden bleibt das System am Laufen. Das Problem ist dabei, dass wir nicht einfach aufhören können. Die ausstehenden Schulden müssen bedient werden, soll es nicht zum Kollaps kommen. Dies bedingt, dass zumindest in Höhe der Zinsen auf der ausstehenden Schuld neue Schulden aufgenommen werden. Denn woher sonst soll das Geld denn kommen?

Es gibt keinen einfachen Weg aus unserer selbst gewählten Misere. Wir haben uns von der Schuldendroge abhängig gemacht und brauchen eine ständig steigende Dosis. Bleibt sie aus, ist der »Minsky-Moment« da – der ultimative Crash.

Doch wie könnte man mit dem Schuldenüberhang umgehen? Die Optionen sind begrenzt:

- **Tilgung der Schulden durch Sparen:** Was für einzelne Haushalte, Unternehmen und auch Staaten funktionieren kann, funktioniert nicht auf weltweiter Ebene. Jeder Versuch des »Deleveraging« durch gesamtwirtschaftliches Sparen führt zu einem überproportionalen Einbruch der Nachfrage und damit zu einer Rezession, die wiederum den Druck auf die Schuldner erhöht. In der extremsten Version kommt es zu einer Debt-Deflation wie in den USA in der Weltwirtschaftskrise. Wenn überhaupt kommt es zu einem Schuldneraustausch, wo, wie beispielsweise in Spanien seit 2008 und Japan seit 1990 zu beobachten, der Privatsektor Schulden abbaut und sich dafür der Staat (deutlich mehr) verschuldet. Es ist unmöglich, dass wir uns aus dem Schuldenproblem heraussparen.
- **Höhere Wachstumsrate der Wirtschaft:** Am angenehmsten wäre es, wenn es uns gelänge, das Wachstum der Realwirtschaft über die Wachstumsrate der Schulden zu bringen. Dann würden die Schuldenquoten über die Zeit sinken. Leider ist dies aus verschiedenen Gründen nicht realistisch. Neben dem bereits angesprochenen Problem der abnehmenden Produktivität der neuen Schulden haben wir es mit erheblichen Gegenwinden zu tun: In den westlichen Ländern beginnt die Erwerbsbevölkerung zu schrumpfen (Europa, Japan) bzw. zu stagnieren (USA), während gleichzeitig die Produktivitätszuwächse abnehmen. Damit ergibt sich ein geringeres Wachstumspotenzial der Realwirtschaft. Während Ökonomen noch über die Ursachen der geringen Produktivitätszuwächse rätseln, dürfte es unstrittig sein, dass die Politik des billigen Geldes durch die Verhinderung der dringend notwendigen Bereinigung überflüssiger Kapazitäten zu dem Problem beiträgt. Die Schuldenlast macht es so noch schwerer, das erforderliche Wachstum zur Reduktion derselben zu erzielen. Herauswachsen, so schön es wäre, ist somit keine Option.
- **Höhere Inflation:** In der Vergangenheit, so zum Beispiel nach dem Zweiten Weltkrieg, hat man über erhöhte Inflationsraten das Nominalwachstum der Wirtschaft über die Wachstumsrate der Schulden getrieben und auf diese Weise eine Entschuldung realisiert. Wäre Inflation im heutigen Umfeld leicht zu erzielen, so hätten wir sie schon lange. Dem ist aber nicht so. Stattdessen überwiegen die deflationären Kräfte von Überkapazitäten und Überschuldung. Die von den Notenbanken neu zur Verfügung gestellten Mittel bleiben im Bankensystem stecken. Zum einen, weil die Banken selbst noch auf mindestens einer Billion Euro an faulen Krediten sitzen (Europa), zum anderen, weil die potenziellen Kreditnehmer entweder schon verschuldet sind oder aber angesichts der unsicheren Aussichten kein Interesse an weiterer Verschuldung

haben. Ohne eine deutliche Zunahme der Verschuldung und damit der Nachfrage nach Gütern kann es aber keine Inflation geben. Will man in diesem Umfeld Inflation erzeugen, so geht das nur durch eine Erschütterung des Vertrauens breiter Bevölkerungsschichten in das Geld. Dann sprechen wir aber nicht mehr von 4% Inflation, sondern von deutlich höheren Raten. Noch ist eine solche Entwicklung nicht in Sicht, und es bleibt bei der Inflation der Vermögenswerte, getrieben von der Verfügbarkeit billiger Kredite.

- **Schuldenrestrukturierung:** Verbleibt die Möglichkeit geordneter und ungeordneter Schuldenschnitte. Schuldner können ihre Zahlungen einstellen oder Gläubiger und Schuldner einigen sich über einen Schuldenerlass. Doch auch in diesem Szenario verlieren Gläubiger einen Teil ihrer Forderungen. Da dieses Szenario politisch unattraktiv ist, versuchen die Politiker auf Zeit zu spielen und hoffen doch noch auf die Rettung über Wachstum und Inflation. Bis es so weit ist, wird nach weiteren Möglichkeiten gesucht, mit noch mehr Schulden das System am Laufen zu halten.

Vermutlich wird uns nichts anderes übrig bleiben, als die faulen Schulden bei den einzigen Schuldnern abzuladen, die über eine praktisch unbegrenzte Verschuldungskapazität verfügen: den Notenbanken. Diese sind ohnehin schon dabei, im großen Umfang Forderungen aufzukaufen. Dies müssten sie noch verstärkt tun, und sobald sie einen signifikanten Bestand haben, sollten sie die Forderungen abschreiben und den Schuldnern in einer Art »Jubeljahr« erlassen. Da Notenbanken per Definition nicht illiquide und damit nicht insolvent werden können, bleibt dies wohl der einzige und relativ schmerzfreie Weg der Bereinigung. Japan dürfte uns diesen Weg schon in wenigen Jahren vormachen und dabei die ebenfalls heftig umstrittene Frage beantworten: Gelingt das, ohne zu einer Zerrüttung der Währung durch Hyperinflation zu führen? Vermutlich ja.

DEPRESSION IN ZEITLUPE STATT GROSSER DEPRESSION

Damit haben wir zwar eine Wiederholung der großen Depression wie in den 1930er Jahren verhindert, jedoch die Krisenursachen nicht bereinigt, sondern, im Gegenteil, die Probleme vergrößert. Wir erleben deshalb eine Depression in Zeitlupe. Der Einbruch war nicht so tief wie in den 1930er Jahren, die Erholung dafür auch deutlich schwächer. In den USA entsprach das Wachstum in den letzten zehn Jahren ziemlich exakt dem Wachstum der Jahre 1929 bis 1938. Auch in Europa liegen die Wachstumsraten deutlich unter dem Vorkrisentrend.

Dass wir in Deutschland von dieser Krise nichts wahrnehmen, ist kein Zeichen der besonderen Solidität der deutschen Wirtschaft. Im Gegenteil. Die Außenhandelsüberschüsse basieren darauf, dass sich unsere Kunden immer mehr verschulden. Spiegelbildlich zu

unseren Handelsüberschüssen gewähren wir unseren Kunden Kredit, was angesichts der Überschuldungssituation keine gute Strategie ist. In einer Welt mit zu vielen Schulden müssen die Gläubiger zwangsläufig verlieren. Hinzu kommt ein Euro, der unzweifelhaft schwächer ist, als es eine Deutsche Mark wäre, und damit die Exporterfolge zusätzlich beflügelt. Die tiefen Zinsen, konsequente Folge der Überschuldung, tragen ebenfalls zur deutschen Wohlstandsillusion bei. Die »Schwarze Null« ist nicht die Folge kluger Politik, sondern günstiger Finanzierungskosten infolge der anhaltend ungelösten Eurokrise. Spätestens in der nächsten Rezession dürfte diese Wohlstandsillusion schmerzhaft platzen. Man denke nur an die über 850 Mrd. Euro zins- und tilgungsfreier Kredite, die wir den Krisenländern gewähren, und die jeden Tag größer werden (Target 2).

NUR EINE FRAGE DER ZEIT BIS ZUM NÄCHSTEN KNALL

Damit ist es nur eine Frage der Zeit, bis die bisher nur unterdrückte und keineswegs bewältigte Krise wie-

der ausbricht. Mit noch höheren Schulden und schon deutlich tieferen Zinsen und aufgeblähten Bilanzen der Notenbanken dürfte es dann noch schwerer werden, die Krise erneut einzudämmen. Noch negativere Zinsen und Helikoptergeld dürften dann zum Einsatz kommen.

Dass die Entscheidungsträger diese Gefahren nicht sehen, ist eher ein Warnsignal. Noch 2007 hielt US-Notenbank-Chef Ben Bernanke, der – obwohl er über die große Depression geforscht hat – die Wiederholung derselben nicht kommen sah, die Subprime-Krise für ein kleines Problem, das die US-Wirtschaft nicht nachhaltig beeinflussen würde. Kürzlich erklärte seine Nachfolgerin Janet Yellen, es gäbe »keine Finanzkrise mehr zu unseren Lebzeiten«. Hochmut kommt bekanntlich vor dem Fall.