

Die Signale sind alarmierend: Die Risikoprämie für deutsche Staatsanleihen hat sich seit Beginn der EU-Schuldenkrise verzehnfacht. Noch sind es lediglich 1,2 Prozent, aber die Prämie ist seit August höher als die für britische Staatsanleihen. Dabei gilt außerhalb der Eurozone gerade die britische Verschuldungssituation als besonders brisant. Weitere Menetekel sind unübersehbar: Noch im August haben die großen Rating-Agenturen den französischen Staatsanleihen ein Top-Rating (AAA) mit stabilem Ausblick bescheinigt. Mitte Oktober aber stellt Moody's dieses Urteil in Frage und droht mit einer Herabstufung.

Rettungsschirme funktionieren nicht

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

Mit der Hebelwirkung steigt natürlich auch das Risiko. Das kann auch durch vernebelnde Hinweise der Bundesregierung

Wenn immer größere Lasten auf immer weniger Schultern ruhen, wachsen die Zweifel selbst an der Solvenz Deutschlands.

hinsichtlich einer unveränderten maximalen Garantiesumme nicht verdeckt werden. Wenn von Staatsanleihen im Wert von 500 Milliarden Euro die riskantesten 20 Prozent „versichert“ werden, ist das Risiko erheblich höher, als wenn 100 Milliarden Euro zu 100 Prozent garantiert werden. Das liegt daran, dass eine Staatsinsolvenz praktisch nie ein Totalausfall ist, sondern typischerweise einen Forderungsausfall von 20 bis 30 Prozent mit sich bringt. Bei einer Ausfallrate von 20 Prozent bedeutet ein fünffacher Hebel ein fünffaches Risiko.

Geht es nach der Bundesregierung, soll künftig nur noch genau diese gefährliche Marge „versichert“ werden – allerdings wohl nicht gegen eine angemessene Versicherungsprämie. So kann zwar mit derselben Garantiesumme ein viel größeres Volumen von Staatsanleihen gestützt werden, aber nur zum Preis einer entsprechend hohen Risikosteigerung für die Bundesrepublik Deutschland. De facto kommt die „Hebelung“ einer Vervielfachung der Gewährleistungspflichten im bisherigen System der EFSF gleich. Der Schaden für die deutsche Kreditwürdigkeit ist bereits jetzt unverkennbar.

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

Rettungsschirme stets mechanisch durch noch größere Volumina und noch größere Risiken zu ersetzen ist keine Strategie, sondern ein Ausdruck von Rattlosigkeit. Die Rettungsschirme funktionieren nicht, weil sie am Überschuldungsproblem der Krisenländer nichts ändern, so dass selbst gutgemeinte Reformbemühungen an der aufgezwungenen Sparpolitik und der folgenden Rezession scheitern. Sie funktionieren nicht, weil die finanziell engagierten Geberstaaten erpresst werden können, weitere Kredite zu immer milderen Konditionen zu vergeben. Sie funktionieren nicht, weil sie die Geberstaaten finanziell überfordern.

Wirtschaftsgeschichtliche Untersuchungen von Staatsinsolvenzen verdeutlichen, dass Politiker dazu neigen, die Gefährlichkeit der Schulden Situation zu unterschätzen. Diese Gefahrenunterscheidung paart sich mit politischer Hybris: Weder die Bundesregierung noch die europäischen Institutionen können strukturelle Probleme Griechenlands, Spaniens und Portugals wirkungsvoll steuern. Es ist notwendig, die Beschränkungen der Gestaltungsmacht zu akzeptieren und die angemessenen Schlussfolgerungen daraus zu ziehen. Die verbliebenen solventen Eurozonenmitglieder müssen ihre finanzielle Leistungsfähigkeit darauf konzentrieren, die Folgen von Staats-

insolvenzen zu beherrschen und abzumildern. Der Bankrott eines Staates ist niemals wünschenswert. Aber derzeit werden durch die Politik überzogene Ängste befördert. Ein Staatsbankrott bedeutet nicht das Ende des Euro und schon gar nicht ein Scheitern Europas. Viele Staaten sind im Laufe der Geschichte insolvent geworden – und meistens haben sie sich danach rasch wieder erholt. Der Zahlungsausfall des Schuldners ist schmerzhaft für die Gläubiger, aber das ist primär ein Problem der Gläubiger. Der Staat ist nur dann gefordert, wenn Fundamente der staatlichen Ordnung gefährdet werden, hier insbesondere die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors. Die größte volkswirtschaftliche Gefahr droht von einer Bankenkrise.

die Gesamteffekte auch nur entfernt an die Beträge heranreichen, die der Deutsche Bundestag in Eilentscheidungen zur Rettungsschirmpolitik zu bewilligen genötigt wird.

Eine Rekapitalisierung der Banken ist eine naheliegende Alternativlösung zur Politik des Rettungsschirms. Auch die europäische Politik hat sich dies nun erfreulicherweise – zumindest als Lippenbekenntnis – zu eigen gemacht. Es kommt jedoch wesentlich auf die Umsetzung an.

Fatalerweise scheinen die europäischen Regierungen bislang keinerlei Vorbereitungen dafür getroffen zu haben, solche Bankenrekapitalisierungen auch gegen den Widerstand der Banken durchzusetzen. Zumindest seit dem offenen Ausbruch der Schuldenkrise im Mai 2010 hat-

sche und die nationalen Parlamente sind gefordert, die notwendigen gesetzlichen Voraussetzungen für eine obligatorische Bankenrekapitalisierung unverzüglich zu schaffen.

Insbesondere die Bankenaufsicht (BaFin) und die Europäische Bankenbehörde (EBA) haben weitreichende Spielräume, über die Erhöhung der Kapitalverpflichtungen auf die Banken einzuwirken. Nach Möglichkeit sollten sie diese in Bezug auf das absolute Volumen und nicht auf Kapitalquoten fixieren, damit die Banken keine Anreize haben, das Ausmaß der Rekapitalisierung durch wirtschaftsschädigende Verringerung des Kreditvolumens oder Verkauf von Aktiva zu unterlaufen. Das Rekapitalisierungsvolumen muss so bemessen sein, dass es den Doppelpfeffekt

sich bei einer Rekapitalisierung zu Marktpreisen vielmehr um die Realisierung erwarteter Verluste, die nach dem Aktienrecht von den Aktionären zu tragen sind. Rekapitalisierungen zu Marktpreisen haben Banken bei Unternehmen des produzierenden Gewerbes selbst empfohlen und praktiziert. Zudem kann Altaktionären ein Schutz gegen die Verwässerung ihres Eigentumsanteils durch ein Vorkaufsrecht eingeräumt werden. Der Einwand, die gegenwärtigen Marktpreise entsprächen nicht dem tatsächlichen Wert der Banken, ist daher gegenstandslos. Falls die Aktionäre die Bankaktien für unterbewertet hielten, sollten sie das Vorkaufsrecht nutzen, um sich ihren Aktienanteil gegen neues Kapital zu sichern. Insofern ist jeder Enteignungsvorwurf unbegründet.

zen. Fristüberschreitungen müssen durch ungünstigere Rekapitalisierungsangebote und EZB-Konditionen bestraft werden.

Private Finanzierung: Volksaktien und Vermögensbildung

Ein scheinbarer Pferdefuß der Rekapitalisierung besteht darin, dass der Staat zum Erwerb von Beteiligungen an seinen Banken erheblicher Finanzmittel bedarf. Zwar wird das Netto-Vermögen des Staates dadurch nicht beeinträchtigt, weil dem Aufwand der Erwerb von Vermögen gegenübersteht, aber dennoch kann die Erhöhung der Staatsverschuldung angesichts der EU-Schuldenkrise falsche Signale aussenden. Eine privat finanzierte Rekapitalisierung ist deshalb, wo immer möglich, einer staatlich finanzierten vorzuziehen.

Um die Akzeptanz einer privaten Finanzierung der Rekapitalisierung zu fördern, könnte der Staat Anreize für den privaten Aktienwerb im Rahmen der Kapitalaufstockung setzen und so eine breit gestreute Aktionärsbasis der Banken fördern. Er könnte dazu die privaten Kapitalgeber von

Als Erfolgsbeispiel gilt der Umgang mit der schwedischen Bankenkrise 1992 bis 1995.

dem mit dem Besitz von Bankaktien verbundenen Risiko teilweise entlasten. Da der Staat bei einer staatlich finanzierten Rekapitalisierung dieses Risiko ohnehin in vollem Umfang trägt, ist eine Risikoabsicherung privater Kapitalgeber für den Staat nicht mit zusätzlichen Lasten verbunden.

Würde der Staat zum Beispiel zusagen, die privatisierten Aktien – falls erwünscht – nach Ablauf von fünf Jahren zum Anschaffungspreis oder gegen einen geringen Abschlag zurückzunehmen, hätten private Anleger eine berechenbare Kapitalgarantie. Das Verlustrisiko wäre beschränkt, während erhebliches Kurssteigerungspotential bestünde, sofern die Staatsschuldenkrise innerhalb der fünf Jahre abklänge. Bezieher kleinerer und mittlerer Einkommen könnten überdies von vermögensbildenden Anreizen des Steuerrechts profitieren. Derartig ausgestaltet würde die private Finanzierung der Bankenrekapitalisierung auch für Kleinanleger attraktiv. Aus der politisch unpopulären Bankenrekapitalisierung könnte ein attraktives Volksaktienmodell werden.

Politische Aspekte

Viele andere Formen der privaten Finanzierung sind möglich, aber das Beispiel zeigt, dass eine Rekapitalisierung der Banken sich mit vertretbarem finanziellen Aufwand des Staates politisch „verkaufen“ lässt. Die Rekapitalisierung kann so gestaltet werden, dass der einfache Bürger sie akzeptiert und vielleicht sogar als Aktionär von ihr profitiert. Nicht der politische Widerstand in der Bevölkerung ist das Problem einer Bankenrekapitalisierung, und auch nicht die finanzielle Situation des Staates. Es ist der Widerstand der Banken und anderer Gläubiger der Schuldnerländer, den es zu überwinden gilt.

Da die europäischen Regierungen die juristischen Zwänge nicht rechtzeitig vorbereitet haben, muss ergänzend ein wirtschaftspolitischer Druck aufgebaut werden. Dafür ist es nötig, dass Banken und ihre Aktionäre nicht auf eine über 2013 hinausgehende Besicherung ihrer Bestände an Staatsanleihen durch die öffentliche Hand hoffen können. Auch und gerade in Finanzkrisen ist eine transparente, parlamentarisch legitimierte politische Entscheidungsfindung geboten. Als Erfolgsbeispiel gilt in der Fachliteratur der Umgang mit der schwedischen Bankenkrise 1992 bis 1995. Entscheidend für die Beherrschung und schnelle Überwindung der Krise waren hier ein breiter überparteilicher Konsens, starke parlamentarische Kontrolle und größtmögliche Transparenz in den politischen Entscheidungsprozessen. Zudem gab es einen klaren juristischen Rahmen für eine Bankenrekapitalisierung und die Entschlossenheit der Regierung, eine Verlustrealisierung durch Bankkreditoren zu erzwingen.

Die Abläufe in der EU-Schuldenkrise sind das negative Spiegelbild des schwedischen Falls. Nichts macht dies deutlicher als die Vorgänge um die neuen Kompetenzen der EFSF. Innerhalb von lediglich zwei Tagen sollte der Deutsche Bundestag Vorlagen zustimmen, die die EFSF auf ein Vielfaches ihres Volumens „hebeln“, vorausschauende Interventionen in Krisenländern ermöglichen und den Ankauf von Staatsanleihen überschuldeter Staaten auf dem Primär- und auf dem Sekundärmarkt legitimieren würden.

Keine dieser vorgeschlagenen EFSF-Regelungen ist präzise ausgearbeitet. Alle Entscheidungen über wesentliche Parameter der Maßnahmen werden den subjektiven Einschätzungen der europäischen Institutionen vorbehalten. Transparenz der Entscheidungen und deren Umsetzung gibt es nicht; man setzt auf die Geheimhaltung von Marktinterventionen und möchte parlamentarische Kontrolle weitmöglichst unterbinden. Das rührt an die Grundfesten der parlamentarischen Demokratie.

Es gibt in Deutschland, ebenso wie in den meisten Geberländern der Eurozone, keinen hinreichenden Konsens für den Rettungsschirm. In Anbetracht der zu erwartenden enormen zwischenstaatlichen Transfersummen ist der Griff nach dem Hebel ein vermutlich aussichtsloses Unterfangen, welches der europäischen Integration mehr Schaden zufügen kann, als es Rettung verspricht.



Frankfurter Bankenidylle: In der Ruhe liegt die Kraft.

Foto dpa

Harald Hau, Ulrich Hege, Bernd Lucke

Der riskante Griff nach dem Hebel

Als Alternative zu den staatlichen Rettungsschirmen haben die Autoren kürzlich in dieser Zeitung die Rekapitalisierung der Banken vorgeschlagen (16. September). Jetzt erläutern sie, warum eine privat finanzierte Stärkung der Banken einer staatlichen Hilfe vorzuziehen ist. Und wie diese so gestaltet werden könnte, dass der Bürger sie akzeptiert, und vielleicht gar als Aktionär profitiert. Zu überwinden ist allerdings noch der Widerstand der Banken.

Alternative: Die Rekapitalisierung der Banken

Dazu haben wir an anderer Stelle (siehe „Die Ordnung der Wirtschaft“, FAZ vom 16. September) einen Vorschlag gemacht: eine umfassende und verbindliche Rekapitalisierung der Banken. Zahlen der Europäischen Bankenbehörde (EBA) zeigen, dass selbst bei einer großen, auch Portugal, Irland, Spanien und Italien umfassenden Staatsinsolvenz die direkten Eigenkapitalverluste der deutschen Banken bei vermutlich weniger als 20 Milliarden Euro liegen würden. Hinzuzurechnen wären indirekte Effekte, deren Ausmaß wesentlich vom wirtschaftspolitischen Management abhängt. Aber es ist nicht erkennbar, dass

ten die nötigen gesetzlichen Voraussetzungen vorbereitet werden müssen. Wenn Gefahr für das Gemeinwesen im Verzug ist, müssen Regeln wie Artikel 25 der zweiten EU-Richtlinie (77/91/EWG) ausgesetzt werden können, die für eine Kapitalerhöhung die Zustimmungspflicht der Aktionäre verlangen. Leider haben Bankaktionäre in Schuldenkrisen ein Eigeninteresse, Kapitalerhöhungen zu verweigern. Diese Verschönerung ist umso größer, je verheißungsvoller ein Rettungsschirm die Verlustübernahme durch den Steuerzahler in Aussicht stellt.

Erste Abwehrversuche deutscher Banken wurden in den vergangenen Tagen schon sichtbar. Das Gemeinwohlinteresse muss hier aber überwiegen: Das Europä-

von Staatsinsolvenzen und einer eventuell folgenden Rezession in Betracht zieht.

Zwischenlösung: Wirtschaftspolitischer Druck

Obwohl schon heute im Rahmen des bestehenden Kreditwesengesetzes erheblicher Druck auf die Banken ausgeübt werden kann, sind die gesetzlichen Grundlagen für eine verpflichtende Rekapitalisierung möglicherweise noch nicht ausreichend, weil von juristischer Seite eine Verletzung der Aktionärsrechte und mithin ein Verstoß gegen das Grundrecht auf Eigentum geltend gemacht wird.

Aus ökonomischer Sicht ist dies allerdings schwer zu rechtfertigen. Es handelt

Bis ausreichende gesetzliche Grundlagen verfügbar sind, braucht man daher eine Zwischenlösung, die die Banken von der Notwendigkeit einer „freiwilligen“ Rekapitalisierung überzeugt. Solange die Rettungsschirme die Ansprüche der Banken gegenüber den überschuldeten Staaten garantieren, wird dies aber nicht zu erreichen sein.

Entscheidend ist daher, dass die 2013 auslaufenden temporären Rettungsschirme – anders als derzeit geplant – nicht dauerhaft gemacht werden oder ausschließlich zur Rekapitalisierung der Banken Verwendung finden. Die Banken müssen wissen, dass ihr Eigenkapital durch Staatsinsolvenzen schrumpfen kann und sie nicht mehr imstande sein werden, ihre Risiken auf die öffentliche Hand abzuwälzen. Konsequenterweise muss daher auch die Europäische Zentralbank (EZB) ihre (ohnehin gegen den Geist des EU-Vertrages verstößenden) Aufkäufe von Staatsanleihen einstellen.

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

Gleichzeitig muss der Staat ein faires, das heißt an dem tatsächlichen Wert der Banken orientiertes Rekapitalisierungsangebot für die Banken vorlegen. Entscheidend ist, dass die Rekapitalisierung zügig abgeschlossen werden kann. Zögern und Taktieren der Banken darf nicht toleriert werden. Deshalb sind klare Fristen zu set-

Die Autoren



Harald Hau ist Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Universität Genf und Lehrstuhlinhaber am Swiss Finance Institute – einer Exzellenzinitiative

an Schweizer Hochschulen. Seit seiner Promotion bei Kenneth Rogoff an der Universität Princeton beschäftigt sich Hau mit Finanzmärkten und deren Stabilität. Er hat beim IWF und der EZB geforscht und über viele Jahre an der Managerausbildung der internationalen Business School INSEAD mitgewirkt.



Ulrich Hege ist Professor für Finanzwirtschaft an der Wirtschaftshochschule HEC in Paris. Nach seiner Promotion an der Princeton University hat er an der Tilburg Uni-

versity in den Niederlanden gelehrt und war Gastprofessor an der London Business School und der New York University. Er hat sich vor allem mit Fragen der Unternehmensfinanzierung, aber auch der Bankenregulierung und Finanzintermediation beschäftigt. Der 50 Jahre alte gebürtige Württemberger lebt in Paris.



Bernd Lucke lehrt gerade als Gastprofessor in Bloomington, Indiana. Der 49 Jahre alte Berliner hat eine Professur für Volkswirtschaftslehre an der Universität Ham-

burg. Im Vorjahr gründete er das Plenum der Ökonomen, eine Plattform, auf der Volkswirte Stellungnahmen zur Wirtschaftspolitik erarbeiten. Im Februar hatten hier 190 Volkswirte die Hilfen für hochverschuldete Euroländer kritisiert. Lucke hat VWL in Bonn und Berkeley studiert und an der FU Berlin promoviert.