

Irrfahrt durch die Finanzwelt: Deutschlands Zukunft muss vom Kapitalmarkt her gedacht werden

Das Land muss lernen, seine Überschüsse kleiner zu halten, sie rational zu investieren und grosse Schattenhaushalte bei Banken und in der Eurozone zu vermeiden. Ohne marktorientierte und intelligente Finanzmarktpolitik droht Deutschland bereits mittelfristig zum fiskalischen Problemfall zu werden.

Kommentar von

Hans-Joachim Dübel, Finpolconsult, Berlin¹

21.3.2010

A trillion here, a trillion there – and soon we're talking about real money.

P.Krugman

Im Land der Retter

Die Retter sind wieder einmal unterwegs: im Februar 2010 sind erneut von offizieller deutscher Seite – an vorderster Front das Berliner Bundesfinanzministerium - Vorschläge zur Stabilisierung eines wichtigen Teilssegments des Kapitalmarktes gemacht worden. Diesmal ging es um den Staatskredit in der Eurozone und den Vorschlag eines europäischen Währungsfonds.

Erneut schwebt über allem eine zentrale Vorstellung, die bereits im Falle der Bankenkrise – durch die Washingtoner Vereinbarung der G20-Staaten im November 2008, und ebenfalls unter dem Eindruck einer Krise, derjenigen der Investmentbank Lehman - in Stein gemeisselt wurde. Es ist diejenige der vollständigen Rettung der Gläubiger am Kapitalmarkt, die ihr Geld in unverantwortliche Schuldner in schlecht gemanagte Banken und Staaten investiert haben.

Den Helden spielen soll vor allem der Staat und damit die Politik, die sich damit brüsten kann, eine neuerliche ‚Systemkrise‘ verhindert und damit die heile Welt der kleinen Sparer wiederhergestellt zu haben. Und wenn viele anderen Staaten nicht mehr retten können, weil sie selbst in der Schuldenfalle sitzen, dann heisst der grosse Held eben Deutschland, das Land, das aus dem Vollen einer wettbewerbsfähigen Industrie, moderner Infrastruktur und fleissiger Menschen schöpfen kann.

Der Vorgang ist typisch für ein Land, das sich immer noch weigert, die Realitäten an den internationalen Finanzmärkten und seine eigenen Beschränkungen als Akteur in diesen Märkten anzuerkennen. Wie ein roter Faden zieht sich das Motiv von Fehleinschätzung und Überschätzung durch die Krise: weder werden am konkreten Fall der Rettung der Gläubiger Griechenlands mögliche hohe direkte Belastungen des deutschen Staatshaushaltes, der Kredite und Garantien mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit für die Rettung bereit stellen muss, ernsthaft thematisiert, noch deren groteske regressive Auswirkungen, denn es sind eben in der Regel – ein Blick in die Geldvermögensverteilung reicht - nicht die ‚kleinen Leute‘, deren Einsatz auf dem Spiel steht. Vor allem aber wird die vielfach belegte zerstörerische Dynamik derartiger Aktionen auf den Kapitalmärkten nicht zur Kenntnis genommen, die Deutschland über zukünftige Belastungen aus einer neuen Krise binnen kürzester Zeit selbst an seine Grenzen bringen könnte.

Die deutsche wirtschaftspolitische Diskussion dreht sich nach wie vor fast ausschliesslich um physische, realwirtschaftliche Dimensionen. Die Realität einer alternden Ökonomie ist aber, dass die Intelligenz privaten und staatlichen Handelns am Kapitalmarkt mindestens ebenso wichtig ist, wie diejenige in der Realwirtschaft, in der man in vielen Bereichen international führend ist. Ohne eine Strategie, die die realen Bedrohungen ernst nimmt, die aus einem fehlgesteuerten Finanzmarkt entstehen, ist Deutschland ein wirtschaftlicher Koloss, der auf zunehmend tönernen Füßen steht.

¹ Der Autor ist Finanzsektorexperte mit Schwerpunkt Hypothekarkredit- und Verbriefungsmärkte.

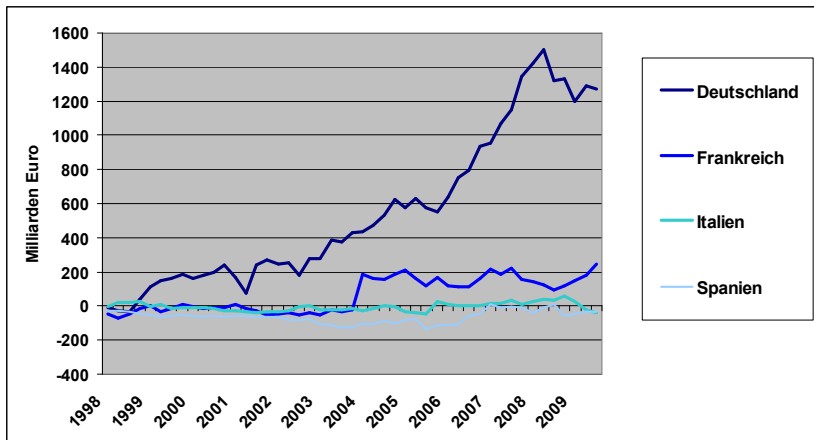
Die deutsche Geschichte der Finanzkrise

Um ihr Ausmass zu verstehen, ist eine kurze Betrachtung der Ursachen der Finanzkrise aus Kapitalmarktsicht hilfreich. Noch in der Zeit nach der Wiedervereinigung in den 90er Jahren war Deutschland Netto-Kapitalimporteur, während vor allem Japan und die Golfstaaten die damals noch moderaten US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizite finanzierten. Kaum fünfzehn Jahre später geriet die Situation vollkommen ausser Kontrolle: die andauernden Überschüsse der vorgenannten Staaten kumulierten nunmehr mit chinesischen und deutschen und finanzierten synchron die wachsenden Defizite der USA, sowie einer Reihe weiterer Defizitstaaten in Europa und weltweit. 2008 betrug die Summe der globalen Zahlungsbilanzungleichgewichte 3.600 Milliarden US-Dollar; sie hatte sich binnen 10 Jahren verdreifacht. Die grenzüberschreitenden Forderungen der Banken hatten sich im gleichen Zeitraum auf 40.000 Milliarden US-Dollar mehr als vervierfacht – auf 66% des Weltsozialproduktes. Hinzu kamen die rasant gestiegenen Reserven der Zentralbanken, allen voran China, und der Staatsfonds vor allem der Rohstoffexporteure. Die Kapitalschwemme – Ben Bernankes ‚savings glut‘ - war die Kernursache der Finanzkrise.

Selbst ein hocheffizienter globaler Banken- und Kapitalmarkt wäre mit einem derart rasant angestiegenen internationalen Anlagevolumen überfordert gewesen. Schliesslich ist die Aufgabe, effiziente Verwendungen für das Kapital zu finden mit weltweit steigendem Wohlstand mit immer höheren Kosten verbunden: viele klassische Schuldner in der westlichen Welt sind heute Grossunternehmen in der Reifephase und selbst Kapitalgeber, und das Auffinden von kreditwürdigen kleinen Unternehmen und Privathaushalten in einem wachstumsschwachen Umfeld ist aufwendig. Die Kapitalmärkte in den stark wachsenden Gegenden der Welt, allen voran in den BRIC-Staaten, sind dagegen nach wie vor klein und oft abgeschottet; in weiten Teilen Asiens und Afrikas verbieten Kriegsdrohung, Korruption und Misswirtschaft grenzüberschreitende Anlagen.

Wie wir heute wissen, waren die Finanzmärkte aber alles andere als effizient: Fehlanreize und eine Zweiklassengesellschaft - das Nebeneinander von dereguliertem ‚smart money‘, vor allem in den Investmentbanken und Hedge Fonds, und einer auf nationalen und regionalen Egoismen beruhenden chronischen Überbesetzung mit ‚silly money‘, dem Grossteil des Restes der im Kapitalmarktgeschäft aktiven Banken und vielen institutionellen Anlegern - verursachten eine gigantische Fehlallokation der globalen Kapitalströme.

Deutsche Banken – Europas grosse Kapitalexporthure



Quelle: Bank für internationalen Zahlungsausgleich. Berechnungen durch Finpolconsult. Anmerkung: Nettoauslandsposition unter Einschluss von Auslandsfilialen, Tabelle 8a) der locational banking statistics.

Die strukturell bedingte Ineffizienz im Bankensektor verheerte insbesondere Deutschland, wo die Kapitalexperte traditionell über das Bankensystem abgewickelt werden. Das ohnehin hohe Anlagevolumen aufgrund der Handelsbilanzüberschüsse wurde durch die Landes- und Kommunalpolitikern als Schatzenhaushalt dienenden und zwischen 2001 und 2005 um mehrere hundert Milliarden Euro mit vom Steuerzahler garantierten Schulden aufgeblasenen Landesbanken noch dramatisch vergrössert. So

konnte eine einzige Landesbank, die WestLB, mit Billigung ihrer öffentlichen Eigentümer an Wall Street ein Anlagevehikel in US-Hypotheken in einer Grössenordnung von 23 Milliarden Euro unterhalten. Auch die Pfandbriefemittenten schöpften durch zunehmend internationalisierte Emissionen ihrer faktisch staatsgarantierten Papiere aus dem zunehmenden globalen Kapitalpool. Hinzu kam die passive Haltung der deutschen Bankenaufsicht und Politik gegenüber Auslandsanlagen und ausserbilanziellen Vehikeln von Banken, etwa im Vergleich zu Spanien und Italien. In der Spitze hielten deutsche Banken so 2008 eine Nettoauslandsposition von 1.504 Milliarden Euro, oder 60,3% des Bruttoinlandsproduktes.

Neben den Landesbanken drehten die halbstaatliche IKB und Dresdner Bank das grosse Rad mit den vermeintlich leicht zugänglichen US-Hypothekenschuldnern und einige Pfandbriefbanken pumpten die wahlweise als ‚PIGS‘ oder ‚GIPSY‘ bezeichneten, nach dem Euro-Beitritt ebenso leicht zugänglichen südeuropäischen staatlichen Schuldner auf. Deutsche Bank, inzwischen wegen der Probleme im Kreditgeschäft zum Verdross alter Corporate Banker wie Ulrich Cartellieri faktisch zum globalen Hedge Fond mutiert, rettete sich nur mit erfolgreichem, auf zwei Kontinenten gleichzeitig betriebenen politischem Lobbyismus. Die Bank befindet sich wie ihre US-Gegenstücke in juristischen Abwehrkämpfen um die Rettung vieler ihrer Hedging-Instrumente, die an Verbraucher, Unternehmen und Kommunen verkauft wurden.

Zu Gewinnern der Krise gehörten nur die Banken mit Zugang zu kreditwürdigen Schuldnern: einige wenige Privatbanken, die Volksbanken, und die Sparkassen ausserhalb ihres desaströsen Landesbankenengagements. Daneben gibt es einen Scheingewinner: zwar gab es in Deutschland 2008 im Gegensatz zu 2001/2 keine Versicherungskrise, dazu trug aber wesentlich die Rettung der Banken, denen Versicherer hierzulande einen grossen Teil ihrer Anlagen anvertrauen, mit Steuergeldern bei.

Keine aktive Gestaltung des Finanzmarktes

Trotz des Versagens und offensichtlichen Schwächen eines Grossteils seines Finanzsystems, trotz der extrem hohen Verluste des exportierten Kapitals wohl im Bereich von 5% des Bruttoinlandsproduktes – eines ganzen durchschnittlichen Jahres an Leistungsbilanzüberschüssen des vergangenen Jahrzehnts –, trotz der offensichtlichen von den Grossbanken ausgehenden Risiken, verlässt sich Deutschland nach wie vor voll und ganz auf die derzeitige Struktur von Banken und Versicherungen. Eine nationale Finanzmarktstrategie, die vor Eintreten einer Krise korrigierend eingreifen könnte, ist im Gegensatz etwa zu China oder Abu Dhabi nicht erkennbar. Kanzlerin Merkel bringt die Haltung der deutschen Finanzmarktpolitik auf den Punkt, wenn sie öffentlich erklärt, dass Deutschland eben ein Industrieland und Opfer finsterner Machenschaften sei. Richard Wagner's Meistersinger geben noch heute den Ton an.

Aus dieser historisch tief verwurzelten Einstellung heraus herrschen in Berlin und Frankfurt eine Mischung aus Passivität und Oppositionshaltung vor. Die Entwicklung von EU-Positionen zur Finanzmarktregulierung wird weitgehend dem Duo Frankreich-Grossbritannien überlassen. Die von Obama-Berater Paul Volcker gemachten Vorschläge zur Reduzierung der Risiken im Bankensektor durch effektive quantitative Verringerung der spekulativen Aktivitäten werden dagegen ohne weitere Diskussion kurzerhand abgeblockt. Dabei waren es ebendiese Aktivitäten, über die der fehlgeleitete deutsche Kapitalexpert in die USA grossteils ablief. Von einer zentral gesteuerten Restrukturierung des deutschen Bankensektors, von ernsthaften eigenen Vorstössen im Regulierungsbereich, ja selbst von einer in den USA längst stattfindenden historischen Aufarbeitung der Ursachen und Verantwortlichkeiten des deutschen Teils der Krise – Stichworte: Aufblähung der USA-Engagements der Landesbanken mit Staatsgarantien und Zulassung ausserbilanzieller Vehikel – ist nichts zu sehen.

Ebenso abgeblockt werden die international immer lauter werdenden Rufe nach einer Reduzierung der deutschen Kapitalexporte, wobei es zu einer skurrilen faktischen Allianz der Überschussländer Deutschland und China kommt. Nach einem kurzen Intermezzo des Keynesianismus, zu dem das Land erst widerwillig von den USA überredet werden musste, gilt ab 2011 wieder Sparen bis zum Umfallen, wenn die Schuldenbremse bei den öffentlichen Haushalten greift. Die Situation ist absurd: das Land verfügt über eine grosse Exportbasis, hohe internationale Anlagen und hohe Kreditwürdigkeit, die Zugang zu Kapital spottbillig machen, es will aber aus dem einem statisch verstandenen Stabilitätsmy-

thos der ‚schwäbischen Hausfrau‘ heraus seine kaputten Strassen nicht flicken und keine flächendeckende Kinderbetreuung einführen.

Wenn der Staat aber die aus Produktivitätsvorsprung und Alterungsprozessen entstehenden Überschüsse der deutschen Privatwirtschaft nicht absorbiert, bedeutet das noch grössere Kapitalexperte in der Zukunft und damit echte Bedrohung für seine Solvenz. Durch die Kombination mit einer versagenden Finanzwirtschaft und hohen staatlichen Subventionen für deren Gläubiger könnte eine kommende Krise im deutschen Fall die gerade ablaufende noch weit in den Schatten stellen. Es droht konkret ab 2020 der Verlust des AAA und darauffolgend die Fiskalkrise, als Ergebnis hoher Schulden und steigender Zinsen.

Mechanismen einer neuen Bankenkrise

Der Kernmechanismus der neuen, durch die derzeitige Politik heraufbeschworenen, Bankenkrise wird der bisherige sein: hohe Schattenhaushalte in privatwirtschaftlichen Haushalten, die in der Krise zu Staatshaushalten werden. Allerdings werden die Verluste in der kommenden Krise nicht mehr einfach aus New York und London herüberschwappen, sie werden aus einem aufgeblähten deutschen Finanzsystem selbst heraus erzeugt werden.

Mit seiner Verweigerung einer ernsthaften Bankenrestrukturierung, die Schliessung und Verkleinerung von Banken und Versicherungen sowie eine Fokussierung des Kapitalmarktgeschäftes auf Risikotransfer weg von diesen Bilanzen hin zu spekulativen Investoren beinhalten würde, subventioniert der deutsche Staat bereits jetzt eine ganze Reihe von Lehmännern. Dazu gehören neben der Deutschen Bank mit ihrem 1,000 Milliarden Euro schweren Derivatebuch – von der OECD als ‚elephant in the room‘ bezeichnet – und den Landesbanken, deren Eigentümer ihre Vorliebe für Kapitalmarktabenteuer auf Kosten der Steuerzahler nicht von heute auf morgen aufgeben werden, auch die weniger bekannten deutschen Global Player in risikoreichen Märkten, zum Beispiel in der Staatskreditfinanzierung, der Gewerbeimmobilienfinanzierung oder der Schiffsfinanzierung. Fehlender Marktaustritt bewirkt zudem eine hohe Zahl risikofähiger kleinerer Institute: ein Beispiel sind die 250 Lebensversicherungen und Pensionskassen in einem Markt, in dem wohl nur einige Dutzend über ausreichende Kenntnisse der internationalen Kapitalmärkte verfügen. Ohne Restrukturierung und Beschränkung der Geschäftsmodelle im Sinne Paul Volckers wird weiter ein hohes Überangebot von Instituten mit unbegrenztem Zugang zu Kapitalmarktinstrumenten garantiert sein. Diese dem realen Finanzierungsbedarf von deutscher Wirtschaft und Verbrauchern unangemessen grosse und spekulative institutionelle Kulisse droht, weiter hohe Risiken in neue deutsche Schattenhaushalte zu schreiben.

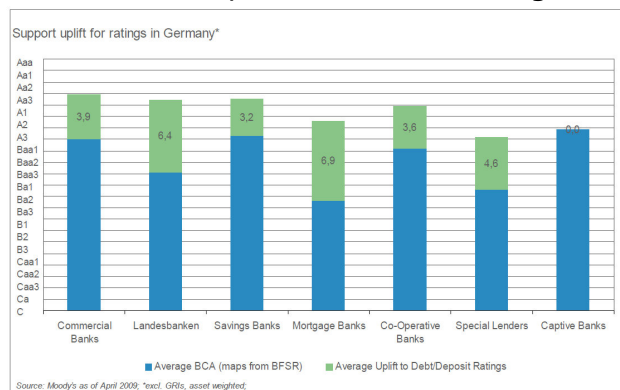
Deutschland blockiert gleichzeitig aber auch eine vernünftige Reform einer geordneten Bankeninsolvenz mit Verlusten für Schuldverschreibungsgläubiger sowie einer Beschränkung der Einlagensicherung auf das versicherungsmathematisch aufgestellten Sicherungssystemen angemessene Maß. Beides ist in den USA in einem Grossteil des Bankenmarktes, der von der staatlichen Einlagensicherung FDIC gemanagt wird, Praxis. Höhere Eigenkapitalanforderungen der Banken sollen hierzulande laut Koalitionsvertrag der CDU-FDP-Regierung zu einer erhöhten Insolvenzsicherheit ausreichen; politisch unerträgliche Schreckensszenarien über Kreditklemmen, Finanzierungskostenerhöhungen der Unternehmen und Machtübernahmen von Privaten bei Genossen und öffentlichen Banken werden aber bestenfalls kleinere Korrekturen zulassen. Die Implikation ist, dass es in Deutschland auch weiterhin eine unmittelbare und sehr werthaltige Staatsgarantie für alle Bankschulden geben wird, unabhängig von deren Höhe. Zwar ist diese Garantie zum Teil durch die Washingtoner G20-Vereinbarung vom November 2008 abgesichert. Selbst in diesem Dokument der politischen Macht der globalen Finanzindustrie war sie aber nur auf ‚systemrelevante‘ Institute bezogen worden, während Deutschland sie unverdrossen auf faktisch alle Banken und fast alle Verbindlichkeiten dieser Banken – mit Ausnahme von Genussscheinen und stillen Einlagen bei einigen wenigen – anwendet.

Bis hierher unterscheidet sich das Land trotz allem nur unwesentlich von den meisten europäischen Staaten. Auch Grossbritannien, die Niederlande und die Schweiz haben ihre Bankengläubiger weitgehend gerettet. Selbst das kleine Island oder Irland wurden international erfolgreich unter Druck gesetzt, riesige Bankschulden zu verstaatlichen. Das spezifische Problem ist aber, dass Deutschland und ein enger Kreis kleiner Nachbarstaaten inzwischen faktisch die einzigen verbliebenen EU Staaten mit

echtem AAA-Standing sind. Viele andere sind bereits herabgeratet, oder werden es bei nur geringen Zinserhöhungen in der Zukunft sein: die Geschäftsmodelle der europäischen Bankenstandorte im Süden und Westen – unter Einschluss Grossbritanniens/Londons - sind damit schwer angeschlagen, die im Osten haben vorerst wenig Chancen auf Entwicklung.

Nur eine weitgehende Durchsetzung von Verlusten für Bankgläubiger im Insolvenzfall hätte das Potential, in Europa ein gleiches Spielfeld unabhängig vom Rating des souveränen Staates herzustellen. Dass dies nicht der Fall ist, führt bereits jetzt zu Ergebnissen, die mit Kapitalmarkt nichts mehr zu tun haben. So zahlen viele starke ausländische Banken derzeit mehr für eine Kapitalaufnahme als deutsche schwache. Bereits jetzt macht die deutsche Staatsgarantie aller Bankschulden 4-7 ‚Knoten‘ bei deutschen Bankratings aus (vg. Moodys in der untenstehenden Abbildung). Die privaten Pfandbriefbanken und Landesbanken etwa hätten ohne die Garantien des deutschen Staates nur noch knappen Ramschstatus.

Schwache Banken, starker Staat – wie lange noch?



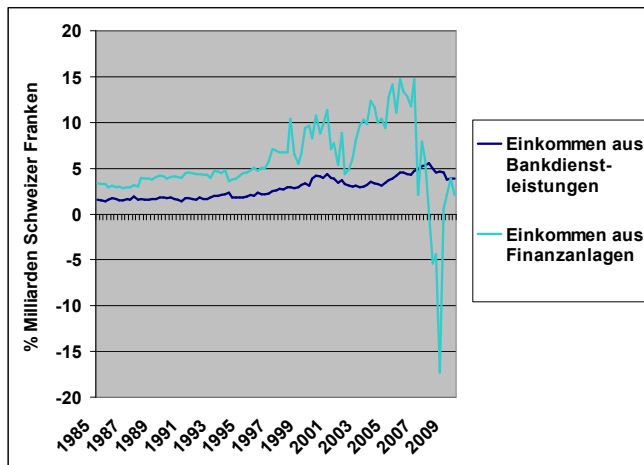
Quelle: Moodys, April 2009. Anmerkung: der grüne Bereich der Balken repräsentiert den von Moodys beim Rating anerkannten Wert der impliziten Staatsgarantie.

Im Ergebnis eines überbesetzten und schwachen Finanzsektors mit universell staatlich garantierten Schulden könnte sich Deutschland faktisch zu einer riesigen Schweiz entwickeln, die an Kapitalanleger in aller Welt und insbesondere in Europa ihr verbliebenes glaubwürdiges AAA-Standing exportiert. Das heisst, eher eine Karikatur der Schweiz mit einer unaufgearbeiteten Bankenkrise und einem unreformierten Finanzsystem.

Erste Kapitalimporte in grösserem Stil wurden bereits nach der Erklärung von Bundeskanzlerin Merkel zur vollständigen staatlichen Einlagensicherung im Herbst 2008 verzeichnet – damals reagierte Grossbritannien nicht ohne Grund geschockt auf den deutschen Alleingang. Weitere, massivere Kapitalimporte nach Deutschland werden in der jetzt angelegten Konstellation folgen.

Diese sind aber nur Durchgangsstation für noch weit größere deutsche Kapitalexporte als bisher, da die Anlagemöglichkeiten in Deutschland fehlen – in den USA und Grossbritannien spielten ja überdimensionierte Hypothekennmärkte eine zentrale Rolle, die hier aufgrund der Finanzierungsstrukturen von Haushalten und Unternehmen kaum zu erwarten sind. Ein riesiger Schattenhaushalt droht zu entstehen, vergleichbar in Europa denjenigen von britischen und schweizerischeren Banken verursachten. Der Grundstock für einen deutschen Finanzmarktboom in den kommenden 10 Jahren ist gelegt, ein Boom auf tönernen Füßen.

Schweizer Bankenblase – Zukunft Deutschlands?



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Berechnungen durch Finpolconsult.

Anmerkung: Positionen aus der Dienstleistungsbilanz.

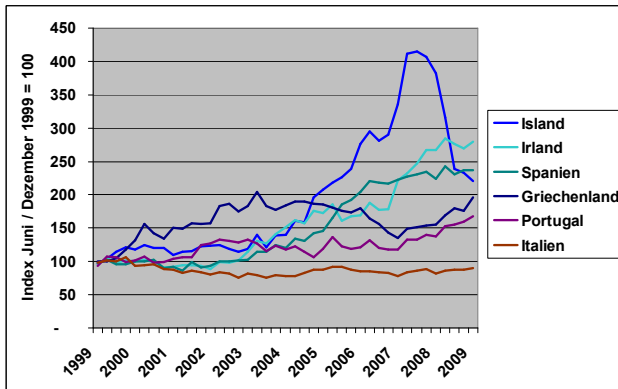
Denn wir wissen bereits jetzt aus den Erfahrungen der Schweiz und Grossbritanniens, wie die Geschichte selbst bei gut aufgestellten Banken enden kann, wenn keine Geschäftsmodellbeschränkungen vorhanden sind. Der grösste schweizerische Kapitalim- und zugleich –exporteur etwa war der Schweizerische Bankverein (UBS), eine Institution, die über das Engagement in den USA zum Global Player aufsteigen wollte. Der einstmalige Inbegriff des AAA-Standings bei Banken ist heute nur noch ein Schatten seiner selbst, der zweifelhafte Nutzniesser von Europas grösster Bad Bank und grössten direkten Bankensubventionen auf dem Kontinent. Ohne Zweifel: die Schweiz und andere europäische Nachbarn zahlen einen hohen Preis für ihren durch Kapitalimporte aufgeblähten Finanzplatz, und es gibt keinen Grund zu der Annahme, dass es in einem ähnlich gelagerten deutschen Fall mit in der Ausgangssituation noch schwächeren Banken anders sein würde.

Retter oder Fluch Europas?

Ein dem Vorgehen im Bankensektor weitgehend analoges Verfahren wird im internationalen Staatskreditgeschäft von der Bundesregierung am Fall Griechenland vorbereitet. Das Grundprinzip ist wiederum ein komplettes Glattstellen der Gläubiger, diesmal ohne G20-Vereinbarung und auf europäischer Ebene unter dem Stichwort ‚Rettung des Euro‘. Lediglich die Form der staatlichen Rettungsmechanismen unterliegt einer ernsthaften Diskussion zwischen den Mitgliedsstaaten der Eurozone und ihren Institutionen, etwa ob ein europäischer Währungsfond und damit ad-hoc Rettung vorzuziehen sei, oder eher permanente gemeinsame Bondemissionen mit der Implikation einer gemeinsamen Fiskalpolitik.

Die ‚no-bailout‘-Klausel des Maastricht-Vertrages – das ausdrückliche Verbot der Stützung eines Eurozonen-Mitglieds beinhaltend - scheint dagegen Geschichte. Ebenso vergessen sind die erst nach der Argentinien-Krise 2001 durch den internationalen Währungsfonds vorgeschlagen Mechanismen zu einem Schuldenrestrukturierungsmechanismus für staatliche Schuldner (Sovereign Debt Restructuring Mechanism). Fast vergessen, denn der CDU-FDP-Koalitionsvertrag vom Herbst 2009 unterstützt diese Initiative – für Entwicklungsländer. Sie beinhaltet Vorgaben für die Verlustbeteiligung von Gläubigern, einschliesslich Abstimmungsmechanismen im Falle von Bankkrediten und Schuldverschreibungen.

Der Banken Drang nach Westen und Süden



Quelle: Bank für internationalen Zahlungsausgleich, Berechnungen durch Finpolconsult.

Anmerkung: Konsolidierte Auslandsforderungen deutscher Banken an Kreditnehmer, Tabelle 9b) der locational banking statistics, Index der Marktanteile des Landes X an den Gesamtforderungen deutscher Banken, Mittelwert (Juni 1999 und Dezember 1999) = 100.

In der Spekulation auf volle staatliche Risikoübernahme durch den Währungsfonds und zur Abwehr möglicher weiterer Anwendungen ausserhalb dessen Wirkungsbereichs wurden die IWF-Vorschläge bis heute von der Finanzindustrie bzw. ihren Vertretern in der Politik beiseite geschoben. Ähnlich kalkulieren deutsche Banken, darunter an vorderster Front die mit Pfandbriefen refinanzierten Staatskreditgeber, die sich massiv in Ländern der Eurozone mit hoher Kapitalnachfrage und fragilen Staatshaushalten engagiert haben. Eine einzige deutsche Bank, die Hypo Real Estate investierte mehr als 9 Milliarden Euro in Griechenland. Das Thema Länderrisiko sollte spätestens seit dem Fall Island, an das deutsche Banken nach erfolgter Verstaatlichung der Bankschulden Forderungen in Höhe von 150% des dortigen Bruttoinlandsproduktes haben, höchste Priorität in der deutschen Bankenaufsicht geniessen.

Dabei darf nicht übersehen werden, dass die Gläubiger und damit nicht zuletzt aufgrund ihrer grossen Rolle als internationale Finanzierer deutsche Banken, dabei mithelfen, die Staatshaushalte schwacher europäischer Staaten durch übermässige - vor allem kurzfristige - Kreditvergabe zu Niedrigzinsen an den Rand des Ruins zu treiben. Der Staatskredit ist in diesem Zusammenhang noch weniger komplexe Raketentechnik als der Wohnungsbaukredit: wer wie Griechenland nur eine kleine Exportbasis hat, seit Jahrzehnten Leistungsbilanz- und Staatshaushaltsdefizite fährt, vor allem Staatskonsum und Militärausgaben finanziert, und vor aller Öffentlichkeit Daten manipuliert, ist nur begrenzt kreditwürdig. Viele Staatskreditnehmer Deutschlands – innerhalb und ausserhalb der Eurozone - sind eindeutig ‚subprime‘ und sollten weniger Kredite nur zu angemessenen Zinssätzen und unter Kontrolle der Verwendung bekommen, damit die Gelder in die produktiven Teile der Wirtschaft investiert werden. Wieder einmal muss ‚silly money‘ gerettet werden, weil das Einmaleins des Bankings nicht angewendet wurde.

Mit seiner strikten Priorisierung von Gläubigerrettungen schlägt Deutschland nun faktisch vor, sein AAA-Standing in den Rest der Eurozone zu exportieren. Theoretisch könnte zwar der Export des AAA eine Linderung des Risikos hoher Kapitalimporte nach Deutschland bewirken und damit den Bankenschattenhaushalt zugunsten des Staatskreditschattenhaushaltes verkleinern. Dazu müsste jedoch das Rettungsversprechen von Nachbarstaaten ebenso glaubwürdig sein, wie dasjenige heimischer Banken. Dies wäre nur dann der Fall, wenn die Eurozone auf den fiskalisch unbedingt zuverlässigen Teil schrumpfen würde. Das ist jedoch weder im Interesse der deutschen Finanzindustrie, die in der jetzigen Konstellation zunehmend an Bedeutung gewinnen wird, noch demjenigen der Realwirtschaft und hier insbesondere der Exporteure. Zudem subventioniert der deutsche Staat mit seinem AAA-Export die Finanzsektoren anderer, schwächer gerateter Staaten, eine Art Multiplikatoreffekt.

Noch weniger glaubwürdig ist der Vorschlag, zum Ausgleich eines deutschen AAA-Exportes Staaten erst bei vollendeter fiskalischer Indisziplin aus der Eurozone zu entfernen. Dies hätte man wohl bereits am Falle Griechenlands vorexerzieren können. Eine Umsetzung unterblieb, denn sie wäre erst Recht mit hohem Kreditausfallrisiko versehen, einem weit höherem als im Falle einer geordneten staatlichen

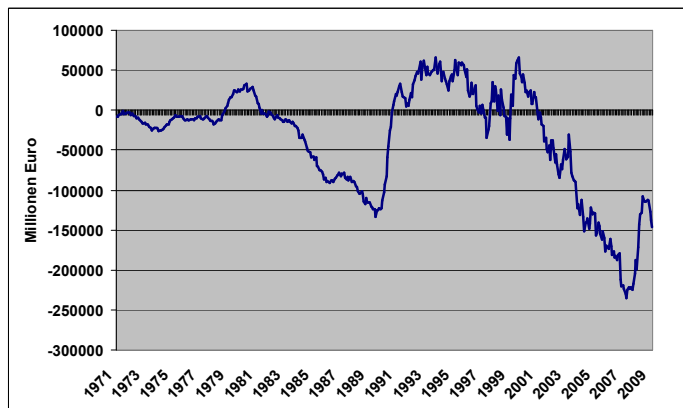
Insolvenz bei Verbleiben in der Eurozone. Argentinien, ein Land mit weit geringerer Verschuldung als Griechenland, machte es hier 2001 vor, indem es aus der faktischen Dollarzone ausschied. Die Konsequenzen für die Glaubwürdigkeit der lateinamerikanischen Staatskreditmärkte sind bis heute überall gegenwärtig.

Der Nettoeffekt der Replizierung der Form der Bankenrettung ist folglich eindeutig eine weitere Ausweitung der deutschen Schattenhaushalte durch das Vehikel des Staatskredits. Die Verweigerung eines geordneten, die Gläubiger angemessen belastenden Insolvenzverfahrens nun auch in diesem Bereich führt zu einem weiteren, demjenigen den Garantien der Anlagen ausländischer Investoren über heimische Banken vergleichbaren, faktischen Subventionsmechanismus.

Vorgezogenes Downgrade bei weiterer Ausweitung der Schattenhaushalte realistisch

Als Ergebnis beider Prozesse, die auf Subvention der Gläubiger in heimischen Banken und Staaten der Eurozone ohne glaubwürdige Eingriffe in die Geschäftsmodelle beider Schuldnergruppen beruhen, droht eine dramatische Überbelastung des deutschen AAA-Standings. Zu den bereits vorhandenen ausgewiesenen Schulden sowie den durch Alterung oder staatlichen Privilegien wie Beamtenpensionen entstehenden Schattenhaushalten treten neue hinzu. Deren Dimensionen kann, am Beispiel des britischen oder schweizerischen Bankensektors auf den deutschen Fall übertragen, leicht weitere 100 Prozent des Bruttoinlandsproduktes betragen, Rettungsaktionen für Eurozonen-Schuldner nicht inbegriffen.

Kapitalexporte als Schattenhaushalt – soll der Staat für alle Anlagen haften?



Quelle: Bundesbank, Berechnungen durch Finpolconsult.

Anmerkung: gleitende Jahressummen der Kapitalbilanz, negative Werte bedeuten Kapitalexporte.

Das deutsche Standing als Schuldner am Kapitalmarkt wird jedoch ohnehin nach Prognosen der Ratingagenturen und des IWF bereits Mitte des kommenden Jahrzehnts aufgrund der Realisierung bereits bestehenden Schattenhaushalte, wie der hohen, weitgehend ungedeckten Kosten der Alterung, unter starken Druck kommen. Eben aus diesem Grund wurde 2009 sogar ein Stabilitätsrat der Finanzminister von Bund und Ländern eingerichtet, der die öffentlichen Haushalte umfassend überwachen soll.

Umso absurder erscheint die derzeitige Finanzpolitik unter dem Primat der Übernahme privater Schulden durch den Staat. Sie verspricht, das wohl langfristig unvermeidliche Ereignis des Verlustes des deutschen AAA aufgrund dieser Prozesse um viele Jahre nach vorne zu ziehen und zu einem Ereignis der mittleren Frist zu machen. Spätestens nach der nächsten Kapitalmarktblase könnte es soweit sein. 2020 erscheint als ein wahrscheinlicher Zeitpunkt, nimmt man die Dauer typischer Kreditzyklen zum Massstab.

Vom Verlust des AAA bis zum Eintreten insolvenznaher Ereignisse für den Staatshaushalt können einige Jahre vergehen. Verzögerungsstrategien wie die Kürzung von Pensions- und anderen Sozialkürzungen, oder das Ponzi-Spiel einer immer höherer Verschuldung, aus der Altschulden bedient werden, können 10, vielleicht 15 Jahre erkaufen. Die potentiellen Investoren in jüngeren Ökonomien, wie Indi-

en oder Lateinamerika, wären vorhanden. Die Frage wäre nur, ob sie sich angesichts der in den USA gemachten Erfahrungen zu diesem späten Zeitpunkt bei einem geschwächten Schuldner Deutschland auf ein vergleichbares finanzielles Abenteuer einlassen würden. Es ist wahrscheinlicher, dass sich der Prozess bis zur ersten Fiskalkrise sehr rasch vollzieht.

Deutschland braucht im Finanzsektor mehr Markt *und* mehr Steuerung

Es liegt folglich im fundamentalen Eigeninteresse Deutschlands, eine den Ereignissen in der Schweiz oder Grossbritannien vergleichbare Finanzsystemexpansion in diesem Jahrzehnt zu verhindern, und ebenso, nicht zum Retter der Eurozone und von Staaten darüber hinaus zu werden. Dieses öffentliche Interesse gilt es, gegen die kurzfristigen Interessen von Finanzindustrie und Realwirtschaft sowie politischen und wirtschaftlichen Druck von aussen zu verteidigen.

Eine Lösung des skizzierten Problems des Drucks zum AAA-Export liegt in geordneten Insolvenzverfahren für Banken und Staaten zumindest der Eurozone. Nur ein Verfahren unter glaubwürdiger Androhung und gleichzeitiger Prognostizierbarkeit von Verlusten kann die Erwartungen der Investoren ausreichend stabilisieren und gleichzeitig den deutschen Staat als Garantiegeber entlasten. Bei Banken müssen Grössen- und Geschäftsmodellbeschränkungen, wie von Paul Volcker vorgeschlagen, hinzutreten. Ohne eine glaubwürdige Drohung von Gläubigerverlusten explodieren die deutschen Schattenhaushalte durch hohe Kapitalflüsse bzw. staatliche Garantien im Ausland. Ein solches Verfahren zu etablieren ist höchste Priorität für die internationale Finanzpolitik des Jahres 2010, aber insbesondere für die deutsche, die derzeit noch hohe Kreditwürdigkeit besitzt.

Trotz der notwendigen Stärkung der Marktmechanismen muss Deutschland parallel eine aktive Finanzmarktsteuerung entwickeln, in der es wieder ein nationales Gehirn gibt, das auf drohende Kapitalfehlallokationen durch Banken, Versicherungen und Pensionsfonds rasch reagiert. Frankreich besitzt in seiner engen personellen Verflechtung zwischen öffentlichem und privaten Sektor hier ein Modell; dasjenige für Deutschland passende sollte zumindest den personellen und Informationsaustausch sowie die Qualifikationen vieler Akteure entscheidend anheben. Ohne eine verbesserte Anlagepolitik der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse, geschweige denn der möglicher hoher zufließender Kapitalimportgelder, für die das Land dem Ausland gegenüber haftet, steigt die Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme des deutschen Staatshaushaltes stark an. Rationale globale Anlagemöglichkeiten gibt es ausreichend, sie können z.B. durch Entwicklungspolitik verbessert werden (neue emerging markets in Afrika, Asien; Kapitalmarktentwicklung in BRICs). Was fehlt sind ausreichend qualifizierte Banken mit direktem Zugang zu Kreditnehmern in diesen Märkten. JP Morgan im Unternehmens- und HSBC im Konsumentenkreditbereich machen eine solche sinnvolle Globalisierungsstrategie vor.

Flankierend zu einer Finanzmarktstrategie sollte Deutschland die Konsumanreize stärken, die helfen, die Kapitalüberschüsse insgesamt wieder zu reduzieren. Dazu gehört ein Abbau der massiven heimischen Industriesubventionen. Dazu gehört vor allem eine Abkehr vom unseligen Sparimperativ der schwäbischen Hausfrau und eine Reihe von Initiativen - von Steuern über Demographie und Migrationspolitik bis zur direkten Stimulierung von Konsum und Wohnungsbau.