

Harald Hau und Bernd Lucke

# Die Alternative zum Rettungsschirm

**A**lternative: keine.“ heißt es lapidar in der „Formulierungshilfe“, die die Bundesregierung den Koalitionsfraktionen für die in Kürze zu beschließende Aufstockung des Europäischen Rettungsschirms EFSF zur Verfügung gestellt hat. So einfach ist das also, wenn man deutsche Bürgschaften über 253 Milliarden Euro vom Parlament bewilligt haben möchte – ein Betrag so groß wie die gesamten Steuern, die der Staat 2010 von privaten Haushalten erhoben hat. Und was gibt es für den Bundestag eigentlich zu entscheiden, wenn die Entscheidung alternativlos ist?

Konzeptionell kann die Politik der Rettungsschirme nicht mehr überzeugen. Weder wird damit die Situation in den Krisenländern durch wirklichen Schuldenabbau verbessert, noch wurde die Krise eingedämmt. Seit nicht nur Griechenland, Irland und Portugal, sondern auch Spanien und sogar Italien gestützt werden mussten, sind auch die Größenordnungen außer Kontrolle: Selbst nach der Aufstockung des EFSF läge sein gesamtes Garantievolumen bei „nur“ 440 Milliarden Euro. Das reicht für die kleineren Länder, aber nicht für Italien und Spanien, denn für deren Refinanzierung müsste mittelfristig eine Verschuldung von 2,6 Billionen Euro umgeschlagen werden können. Dies zu leisten ist weder die EFSF noch der dauerhafte Europäische Stabilisierungsmechanismus (ESM) imstande. Folglich drohen bei einer Ausweitung der Krise enorme Verluste für den deutschen Steuerzahler – bis hin zur Obergrenze der deutschen Garantien von 253 Milliarden Euro.

Keine Alternative, behauptet die Bundesregierung? Die pointierteste Alternative besteht darin, den Rettungsschirm durch eine obligatorische Rekapitalisierung gefährdeter Banken zu ersetzen. Den Banken frisches Kapital zuzuführen, damit sie einer Staatsinsolvenz trotzen können, ist genau der Vorschlag, den die Chefin des Internationalen Währungsfonds (IWF), Christine Lagarde, vor drei Wochen in einer vielbeachteten Rede in Jackson Hole gemacht hat: „Banken bedürfen dringend einer Rekapitalisierung. Sie müssen stark genug sein, um den Risiken von Staatsinsolvenzen und Wachstumsschwächen zu widerstehen. Dies ist der Schlüssel, um Ansteckungseffekte zu verhindern.“

Hinter Lagardes Äußerungen steht die unabhängige Einschätzung der Fachleute des Währungsfonds. In spektakulärer Abwendung von der bislang offiziell verfochtenen Linie bedeutet dies im Klartext: Staatsinsolvenzen werden kommen, sie sind nicht zu verhindern. Ansteckungseffekte vermeidet man durch rechtzeitige Rekapitalisierung der Banken und nicht durch Garantieverpflichtungen für Staats-schulden (das heißt „Rettungsschirme“). Dies ist ein vernichtendes Urteil über die bisherige Politik der Bundesregie-

**Bei einer Bankenrekapitalisierung wird Kapital nur dort zugeschossen, wo systemische Risiken bestehen.**

rung. Dennoch nimmt die Bundesregierung dies nicht zum Anlass, die aufgezeigte Alternative auch nur in Erwägung zu ziehen. Sie zieht vor, den IWF gegebenenfalls zu ignorieren. Anders als noch vor wenigen Monaten beschworen, sieht der Gesetzentwurf zur Aufstockung der EFSF vor, dass Hilfskredite zukünftig nicht mehr die Zustimmung des IWF erfordern.

## Vorteile der obligatorischen Rekapitalisierung der Banken

Warum ist eine Bankenrekapitalisierung zwingend, und warum ist sie kostengünstiger als die gegenwärtige Politik der Rettungsschirme? Der Zusammenbruch von Lehman hat gezeigt, wie selbst der Konkurs einer einzelnen Großbank zu weltweiten wirtschaftlichen Verwerfungen führen kann. Eine europäische Bankenkrise muss daher unbedingt verhindert werden. Und dies ist mit einer Bankenrekapitalisierung aus drei Gründen viel kostengünstiger und effektiver möglich als unter der gegenwärtigen Politik:

1. Nur ein relativ kleiner Teil der Staatsverschuldung befindet sich im Besitz von EU-Banken. Für Griechenland, Irland und Portugal zum Beispiel beträgt dieser Anteil lediglich 20 Prozent. Während ein Rettungsschirm die gesamte Kreditaufnahme eines Staates garantiert und so innerhalb weniger Jahre den Großteil der Staatsschuld verbürgen muss, kann eine Bankenrekapitalisierung gezielt und vergleichsweise kostengünstig vorgenommen werden, weil nur dort Kapital zugeschossen wird, wo systemische Risiken bestehen. Alle anderen Investoren (Finanzinvestoren ebenso wie private Haushalte) müssen die Risiken ihrer selbstverschuldeten Anlageentscheidung selbst tragen.

2. Der zweite Vorteil einer die Funktionsfähigkeit des Bankensektors sichernden Strategie besteht darin, dass der Staat und damit die Ressourcen der Steuerzahler nur nachrangig zum Einsatz kommen.



Trügerischer Glanz: Europäische Zentralbank in Frankfurt

Foto Bloomberg

Damit die europäischen Banken einer Staatsinsolvenz trotzen können, brauchen sie frisches Kapital. Eine zwangsweise Rekapitalisierung gefährdeter Banken könnte die

Rettungsfonds für hochverschuldete Euroländer ersetzen. Die deutschen Steuerzahler käme dies wesentlich günstiger. Die Bundesregierung sollte diesen Schritt tun. Dann könnte eine

geordnete Insolvenz Griechenlands das Siechtum des Landes im Würgegriff von Schuldendienst und Austeritätspolitik beenden und wie ein Befreiungsschlag wirken.

Denn das haftende Eigenkapital der Bankaktionäre bildet den ersten Puffer für Verluste. Der gesamte Bankensektor der Europäischen Union verfügt etwa über eine Billion Euro an Eigenkapital, das naturgemäß die vorrangige Haftungsquelle bildet.

3. Drittens erwirbt der Staat, wenn er unzureichend mit Eigenkapital ausgestattete Banken rekapitalisiert, geldwerte Ansprüche. Diese kann er zu einem späteren Zeitpunkt realisieren, weil der Schuldner, also die gerettete Bank, der eigenen Jurisdiktion unterliegt und sich seinen Rückzahlungsverpflichtungen – anders als ein insolventer Staat – nicht entziehen kann. Erwirbt der Staat neue Aktien an der Bank zu einem fairen Marktpreis, wird er Miteigentümer und hat Anspruch auf Dividenden, sobald die Gewinnschwelle wieder erreicht wird. Erfahrungen in Schweden und der Schweiz haben gezeigt, dass der Steuerzahler bei dem späteren Verkauf der Aktien sogar einen Gewinn erwirtschaften kann.

Mit Blick auf die Verteilungsgerechtigkeit ist zudem hervorzuheben, dass sich etwa 70 Prozent des betroffenen Kapitals von Banken und Finanzinvestoren im Besitz der 5 Prozent weltweit reichsten Individuen befinden. Die durch einen Rettungsschirm erfolgende Übernahme von Verlusten dieser kleinen Vermögenselite bedeutet eine gewaltige Umverteilung zuungunsten des durchschnittlichen Steuerzahlers. Durch eine Bankenrekapitalisierung findet diese sozial anstößige Umverteilung entgegen landläufiger Meinung nicht statt, denn die Bankaktionäre werden nicht Eigentümer des frischen Kapitals: Es gehört vielmehr dem Staat.

## Das Szenarium einer Bankenrekapitalisierung

Die Daten aus dem Stresstest des europäischen Bankensystems erlauben einige einfache und aussagekräftige Berechnungen. Wir wählen nachfolgend das Szenarium einer dramatischen Ausweitung der Schuldenkrise, in der nicht nur Griechenland, Irland und Portugal sondern auch Spanien und Italien insolvent werden.

Erfahrungsgemäß bedienen insolvente Staaten immer noch einen Teil ihrer Schulden. Russland (insolvent 1998–2000) hat rund 47 Prozent seiner Schulden zurückgezahlt, die Ukraine (1998–2000), Pakistan (1999) und Ecuador (1999–2000) jeweils rund 70 Prozent, Argentinien (2001–2005) 25 Prozent, Moldavien (2002) 63 Prozent, Uruguay (2003) 86 Prozent und die Dominikanische Republik (2005) 98 Prozent. Die Gläubiger erleiden also keine Totalverluste. Wir unterstellen im Folgenden, dass private Gläubiger 50 Prozent ihrer Forderungen auf griechische und portugiesische Staatsschulden abschreiben müssen, während Irland, Italien und Spanien trotz der Insolvenz noch 75 Prozent des Schuldendienstes leisten.

**E**in Schuldenschnitt hat zusätzliche indirekte Auswirkungen auf Banken. Sowohl private Haushalte als auch Unternehmen erleiden Verluste, die Rückwirkungen auf die Vermögenswerte der EU-Banken haben. Um diesen indirekten Effekt abzubilden, unterstellen wir nicht die tatsächliche Eigenkapitalausstattung der Banken, sondern einen um 25 Prozent niedrigeren Wert, der

auch in den „Stresssituationen“ der Stresstests verwendet wurde.

Neben den privaten Gläubigern verbleibt die Europäische Zentralbank, die faule Staatsanleihen im Nominalwert von rund 120 Milliarden Euro hält. Dies sind lediglich 3,6 Prozent der Insolvenzforderungen. Angesichts der Machtposition der EZB nehmen wir an, dass die EZB ihre Ansprüche voll durchsetzen kann.

Aufgrund der Stresstests ist der ungefähre Rekapitalisierungsbedarf der größten EU-Banken bekannt. Ziel der obligatorischen Kapitalerhöhung ist es, ihren Kapitalpuffer den möglichen Verlusten zukünftiger Staatsinsolvenzen anzupassen und damit eine Bankenkrise vorausschauend abzuwenden. Gleichzeitig wird die Erpressbarkeit der Regierungen und der Europäischen Zentralbank wirksam reduziert.

Blicken wir zunächst nach Deutschland: Unter unserem Szenarium hätten deutsche Banken Verluste in Höhe von 20 Milliarden Euro zu verkraften – weniger als 10 Prozent der 253 Milliarden Euro, die der Deutsche Bundestag sich jetzt zu verbürgen anschickt. Nur für die Hypo Real Estate würde das Eigenkapital negativ werden, so dass eine Rekapitalisierung notwendigerweise Verluste für den Steuerzahler bedeutet. Diese Verluste lägen allerdings bei weniger als 1 Milliarde Euro.

Eine Aufrechterhaltung des Eigenkapitals des deutschen Bankensektors verlangt darüber hinaus eine Rekapitalisierung von 19 Milliarden Euro, die als staatliche Investition zu bewerten ist. Es findet lediglich eine Umschichtung von Staatsvermögen statt, da dem Staat im Gegenzug Vermögenswerte zu wachsen. Sinnvoll scheint uns aber eine größere Rekapitalisierung zu sein, um ein Maximum an Stabilität sicherzustellen. Zudem kann sich die Investition schnell rentieren, da die deutschen Kreditinstitute in normalen Zeiten einen Jahresgewinn von rund 30 Milliarden Euro erwirtschafteten.

Besser noch ist die Situation in den anderen EU-Staaten, denen ebenfalls keine Staatsinsolvenz droht: Im obigen Szenarium hätten die Banken dieser Staaten Ausfälle von 56 Milliarden Euro zu verkraften. Dies sind 9 Prozent des aggregierten Eigenkapitals dieser Kreditinstitute. Die vorhandenen Eigenkapitalpuffer sind damit noch erheblich günstiger als in Deutschland, wo der aggregierte Wert bei 23 Prozent liegt. Lediglich zwei (zyprische) Banken würden mehr als die Hälfte ihres Eigenkapitals verlieren. Eine zufriedenstellende Kapitalausstattung der Banken kann also auch in diesen Ländern mit vergleichsweise geringem Aufwand sichergestellt werden.

Schwieriger ist die Lage der als insolvent angenommenen Länder, denn deren Banken müssen mit Forderungsausfällen

von rund 150 Milliarden Euro rechnen. Dem steht ein aggregiertes Eigenkapital der Banken von rund 250 Milliarden Euro gegenüber. Der Eigenkapitalverzehr läge in Spanien und Italien bei 50 Prozent, in Portugal bei 70 Prozent, in Griechenland bei 180 Prozent und in Irland bei 365 Prozent. Verluste der solventen Euro-Staaten bei der Rekapitalisierung beschränken sich auf die Differenz zwischen dem Forderungsausfall und dem vorhandenen Eigenkapital. Solche reinen Rekapitalisierungsverluste liegen bei schätzungsweise weniger als 30 Milliarden Euro. Davon hätte Deutschland 41 Prozent, also rund 12 Milliarden Euro, zu tragen. Der zusätzliche Investitionsbedarf für eine dauerhafte Stabilisierung der Banken in den insolventen Ländern beläuft sich auf mindestens 150 Milliarden Euro, aber diese Summe stellt keine

## Nach Abschluss der Umschuldungsverhandlungen erholt sich das insolvente Land oft schnell.

Verluste des Steuerzahlers dar, weil dieser gleichzeitig Anspruch auf die damit verbundenen Vermögenswerte erhält. Nach einer europäischen Bankenrekapitalisierung besäße Deutschland große Aktienpakete sowohl der deutschen als auch des Bankensystems der potentiell insolventen Länder. Dass das deutsche Aktienpaket mittelfristig werthaltig sein wird, kann kaum bezweifelt werden. Die Wertentwicklung des ausländischen Anteilseigentums hängt davon ab, ob die entschuldeten Länder künftig prosperieren. In diesem Fall kann sich der von Deutschland geleistete Rekapitalisierungsaufwand als eine bessere Investition erweisen als prima facie erwartet.

## Perspektiven nach der Staatsinsolvenz

Hier ist abschließend ein Blick auf die historischen Erfahrungen mit Staatsinsolvenzen hilfreich. Diese zeugen zweifellos von unangenehmen Konsequenzen für das betroffene Land: Der Zugang zum internationalen Kapitalmarkt wird temporär versperrt, Investitionen und Reallöhne sinken, der Außenhandel schrumpft, die Arbeitslosigkeit steigt. Kurz: Es kommt zu einer schweren Rezession.

Dies ist aber nur die halbe Wahrheit. Die Rezession beginnt typischerweise bereits vor der Insolvenz, weil Austeritätspolitik und Kapitalflucht eben rezessiv wir-

ken. Nach Abschluss der Umschuldungsverhandlungen erholt sich das insolvente Land oft überraschend schnell. In der Regel beginnen die Exporte schon ein Jahr später wieder zu steigen, fast gleichzeitig setzt auch Wachstum ein. Dies zwar von niedrigerem Niveau, aber die Richtung stimmt, und die Arbeitslosigkeit sinkt.

Der Ausschluss vom internationalen Kapitalmarkt ist ebenfalls nicht von langer Dauer. Risikoauflage sinken meist innerhalb weniger Monate auf das Vorkrisenniveau und nach zwei oder drei Jahren sind die privaten Kapitalzuflüsse oft größer als vor der Zuspitzung der Staatsschuldenkrise. Argentinien, das zwischen 2001 und 2005 einen besonders gläubigerunfreundlichen Haircut von 75 Prozent durchsetzte, verzeichnete nur zwei Jahre später so hohe private Kapitalzuflüsse, dass diese mit Kapitalverkehrskontrollen eingedämmt wurden. Ganz düster sind die Perspektiven also nicht, falls ein Euro-Staat insolvent wird. Und wenn dieser Staat, wie Argentinien, wieder Kapitalzuflüsse verzeichnet, gibt es auch keinen Grund mehr, seine Teilhabe an der gemeinsamen Währung in Frage zu stellen.

Gleichwohl sollen die wirtschaftlichen Härten nicht verharmlost werden. Die gegenwärtige Situation Griechenlands ist für die Bevölkerung mit Opfern und Enttäuschungen verbunden. Aber auch hier muss man die richtige Relation setzen. Derzeit schrumpft das griechische Bruttoinlandsprodukt um rund 5 bis 6 Prozent pro Jahr – das entspricht der Entwicklung Deutschlands 2009. Der kleine EU-Staat Lettland aber, dem nie jemand einen Rettungsschirm angeboten hat, hat 2009 ein Schrumpfen seines Wirtschaftswachstums um 18 Prozent relativ klaglos ertragen. Wohlgekannt: Lettland ist viel ärmer als Griechenland – und wächst inzwischen wieder. Eine geordnete Insolvenz Griechenlands könnte das Siechtum des Landes im Würgegriff von Schuldendienst und Austeritätspolitik beenden und wie ein Befreiungsschlag wirken. Aber die EU kann dies nur verkraften, wenn ihre Banken zuvor rekapitalisiert wurden.

Lagarde hat mit ihrem Vorschlag der Bankenrekapitalisierung keinen grundsätzlich neuen Gedanken geäußert. Aber neu ist, dass jetzt auch auf politischer Ebene offen für das Geworben wird, was viele Ökonomen seit langer Zeit vorschlugen: eine kontrollierte Form der Staatsinsolvenz. Die von uns hier vorgelegten Eckwerte zeigen deutlich, dass dies eine erwägenswerte Alternative zur Politik der Bundesregierung ist. Die Verantwortung, darüber zu entscheiden, obliegt dem Bundestag, der sich in einer für die Zukunft Deutschlands und Europas so bedeutenden Frage nicht zum Erfüllungsgehilfen einer Regierung machen lassen darf, die wider besseres Wissen ihre eigene Politik für alternativlos erklärt.

## Die Autoren



**Harald Hau** lehrt Finanzwissenschaften an der Universität Genf. Seit seiner Promotion bei Kenneth Rogoff beschäftigt sich Hau, der in Paris lebt, mit Finanzmärkten. Er hat

beim IWF und in der EZB geforscht und mehr als zehn Jahre an der französischen Business School Insead gelehrt. Angesichts dieser Stationen und einer beachtlichen Veröffentlichungsliste wundert es nicht, dass der 1966 in Fulda geborene Hesse mit gesundem Selbstbewusstsein sagt, einen Besseren als ihn zum Thema Bankenrekapitalisierung gebe es nicht.



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

Im Vorjahr gründete er das „Plenum der Ökonomen“, eine Plattform, auf der Volkswirte zur Wirtschaftspolitik Stellungnahmen erarbeiten. Im ersten Aufruf hatten 190 Volkswirte im Februar die Hilfen für die hochverschuldeten Euroländer kritisiert. Lucke hat VWL in Bonn und Berkeley studiert, Promotion und Habilitation folgten an der FU Berlin. (hig.)