

DER VOLKSWIRT

Europlatz Frankfurt

Geldpolitik an der Grenze?

Von Elga Bartsch

Europas Einlagensicherung neu gedacht

In der Frage um eine europäische Einlagensicherung sollte sich die Debatte nicht auf das Ob beschränken, sondern vielmehr auch das Wie erörtern.

Von Klaus Adam, Thiess Büttner, Joachim Hennrichs, Jan P. Krahnens und Jörg Rocholl

Die bisherige Debatte über die europäische Einlagensicherung besteht aus einer weiteren Vergemeinschaftung von Risiken. Sinnvoll ausgestaltet, kann sie jedoch einen wichtigen Beitrag dazu leisten, der drohenden Vergemeinschaftung aktiv zu begegnen und bestehende Risiken abzusichern.

Schon jetzt sind alle EU-Länder verpflichtet, Einlagen in den Banken bis zu einer Höhe von 100 000 Euro abzusichern. Bislang ist die Einlagensicherung national organisiert: Kommt es zu einer Finanzkrise in einem Land, springt zunächst die heimische Einlagensicherung ein. Übersteigt der Liquiditätsbedarf die kurzfristig verfügbaren Mittel, kann sich das jeweilige Land gezwungen sehen, weitere Mittel bereitzustellen zu müssen.

Eine europäische Einlagensicherung zu schaffen steht seit mehreren Jahren auf der Agenda der Europapolitik. Bereits 2015 forderten die fünf Präsidenten von Europäischer Kommission, Eurogruppe, Europäischer Rat, Europäischem Parlament und Europäischer Zentralbank (EZB) in ihrem Bericht eine europaweite Einlagensicherung als wichtigen Schritt, um die Wirtschafts- und Währungsunion zu vollenden.

In Deutschland ist diese Forderung überwiegend auf Ablehnung gestoßen. Kritiker stellen insbesondere heraus, dass eine europäische Einlagensicherung zu einer Vergemeinschaftung der Haftung im Euroraum beitragen würde. Südeuropäische Länder, so die Kritik, könnten zum Beispiel auf die Sicherungsmittel zugreifen, die in Deutschland für die Sicherung der Sparer angelegt worden sind.

Zwar liegt die Haftung für die Einlagensicherung gegenwärtig de-jure bei den Institutionen des eigenen Landes; de-facto besteht in der Währungsunion aber eine implizite Risikoteilung zwischen den einzelnen Ländern. Diese Problematik hat sich zum Beispiel bei der Finanzkrise Griechenlands im Jahre 2011 gezeigt. Damals sprangen Regierungen der Eurozone Griechenland mit Finanzhilfen bei. Dies geschah trotz der expliziten Nichtrettungsklausel im EU-Vertrag, weil einige Großbanken der Geberländer erhebliche Bestände griechischer Staatschuld-papiere in ihren Büchern hielten. Ein Ausfall hätte die Solvenz dieser Banken gefährdet, und ihre Rettung wäre – so das Kalkül der Geberländer – vermutlich teurer gekommen als eine direkte Rettung Griechenlands.

In der Krise hat sich exemplarisch gezeigt, wie auf nationaler Ebene ein krisenverschärfender Zusammenhang zwischen der Stabilität von Staatsfinanzen und Banken entstehen kann. Insbesondere bei größeren Verwerfungen stellt sich die Frage, ob der jeweilige Staat die Finanzinstitute oder die Einlagensicherung stützen muss. Da dies kurzfristig die Mobilisierung erheblicher Mittel erfordert, können in der Folge bei den Marktteilnehmern Zweifel an der Tragfähigkeit der Finanzpolitik des Staates entstehen. Dies kann zu Kursverlusten bei den von diesem Land ausgegebenen Staatsanleihen führen, was den Druck auf die Finanzinstitute vergrößert. Dieser selbstverstärkende Kreislauf kann auch für Länder mit vermeintlich solider Finanzpolitik eine destabilisierende Wirkung entfalten, so dass weitere Finanzhilfen erforderlich werden.

Inzwischen gibt es mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) einen speziellen Fonds, der im Krisenfall Liquidität bereitstellen kann. Dies ist ein Fortschritt gegenüber der Situation im Jahr 2011, weil eine Intervention sich so auf klare Regeln und Bedingungen stützen kann. Allerdings steht hinter diesem Fonds die Gemeinschaft der Mitgliedsländer, so dass durch den ESM die implizite Risikoteilung fortbesteht. Im Krisenfall stellt sich zudem die Frage, ob die bereitgestellten Mittel tatsächlich ausreichen.

Eine Übertragung der Risiken erfolgt indes nicht über Finanzhilfen des ESM, sondern auch im Rahmen von Interventionen der EZB. Zwar ist für die unmittelbaren Notfallkredite (ELA) ein Abschluss der Risikoteilung vereinbart, und zwar im Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB). Allerdings werden durch die Politik des Ankaufs von Staatsanleihen und anderer Wertpapiere die Risiken faktisch geteilt.



Illustration Peter von Tresckow

Trotz der nationalen Verantwortung für die Einlagensicherung besteht also eine implizite Risikoteilung im Krisenfall, die zu einer Umverteilung zwischen den Ländern führt. Sie ist insbesondere aus ordnungspolitischer Sicht problematisch. In dem Maße, in dem Anleger, die nationalen Finanzaufsichten und die Regierungen davon ausgehen können, dass es im Krisenfall zu einer Umverteilung bestehender Risiken zu Lasten der anderen Länder kommt, verringert sich die Bereitschaft zu wirksamer Prävention und Risikoabbau. Dies beeinträchtigt letztlich die Leistungsfähigkeit des Europäischen Finanzsystems.

Eine europäische Einlagensicherung könnte die bestehende implizite Risikoteilung durch konkret ausgehandelte Vertragszusagen ersetzen. Richtig ausgestaltet würde sie die Risikobereitschaft von Banken und nationalen Sicherungsinstituten vor Eintritt eines Schadensfalles reduzieren. Zum einen könnten Haftungszusagen an spezifische Auflagen zur Geschäftspolitik der Banken geknüpft werden. Zudem müsste die Prämie, die eine versicherte Bank zahlen muss, durch die Risikomerkmale der Bank bestimmt sein. Eine europäische Einlagensicherung kann dann das Risikoverhalten der Banken beeinflussen und das eigentliche Haftungsrisiko verbessern.

Vor dem Hintergrund ausgeprägter Unterschiede zwischen den Banken verschiedener Länder, etwa bezüglich des Bestands nationaler Staatsanleihen in den Bankbilanzen oder des Umfangs fauler Kredite (Non-Performing Loans), kommt der Frage einer risikoadäquaten Prämiensetzung die zentrale Rolle zu. Moderne Verfahren der Risikomessung erlauben heute eine fallspezifische und risikogepasste Prämien. Je höher die tatsächlichen Ausfallrisiken, desto höher die Einlagensicherungsprämie.

Genauso wie Lebensversicherer Menschen mit unterschiedlichem Todesrisiko versichern, ohne dass es zwischen diesen Personen zu Umverteilungen kommt, wür-

de sich eine auf dem Versicherungsprinzip aufgebaute europäische Einlagensicherung bei der Festsetzung der Prämien am Ausfallrisiko orientieren und somit Umverteilungswirkungen vermeiden.

Wichtige Determinanten des Ausfallrisikos liegen dabei im staatlichen Einflussbereich. So unterscheiden sich die Länder zum Beispiel in ihrem Insolvenzrecht. Relevante Unterschiede ergeben sich auch aus der Tragfähigkeit der Finanzpolitik. Entsprechend muss die Risikoprämie davon abhängig sein, in welche Länder Banken Kredite vergeben und in welchem Umfang Finanzmittel in Staatsanleihen unterschiedlicher Länder angelegt sind.

Allerdings ist angesichts der bisherigen Erfahrungen davon auszugehen, dass die Bewertung länderspezifischer Risiken nicht zweifelsfrei möglich ist. Gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten besteht die Gefahr politischer Interventionen in Bezug auf die Prämiensetzung. Eine europäische Einlagensicherung muss also an Bedingungen geknüpft werden, die den Grenzen einer risikoadäquaten Prämiensetzung Rechnung tragen. Hierzu gehört auch die Überwachung und Harmonisierung der Risikobewertung und Prämiensetzung auf der Ebene der nationalen Einlagensicherungen.

Wie also sollte ein solches System idealerweise aussehen? Es sollte entsprechende bewährte ordnungspolitische Vorstellungen einem Subsidiaritätsgedanken folgen und Haftung und Entscheidung in Übereinstimmung bringen.

Deshalb schlagen wir eine europäische Einlagensicherung vor. Diese würde die bestehenden nationalen Sicherungssysteme nicht ersetzen, sondern ergänzen. Die nationalen Systeme sollen weiterhin nur dazu dienen, die Einlagen in den heimischen Banken zu sichern.

Die europäische Einlagensicherung wäre eine zweite, am Versicherungsprinzip orientierte Sicherungsstufe auf eu-

ropäischer Ebene, analog zu einer Rückversicherung bei einer Sachversicherung. Sie übernimmt die Schadensfälle einzelner nationaler Einlagensicherungen ab einer festzulegenden Schadenshöhe und bis zu einem definierten Maximalbetrag. Dieser ist gegenwärtig innerhalb Europas einheitlich auf 100 000 Euro je Kontobeziehung begrenzt. Im Gegenzug erhält die europäische Rückversicherung Durchgriffs- und Kontrollrechte sowie das Recht, Prämien festzusetzen.

Das zweistufige Einlagensicherungsmodell erlaubt durch variable Prämiensetzung für den europäischen, also zweiten Haftungsabschnitt und durch Vorgaben an die jeweilige nationale Einlagensicherung bezüglich des nationalen, also ersten Haftungsabschnitts einen Ausgleich bestehender Risikounterschiede. Damit setzt die Einlagensicherung klare Anreize für eine Risikoreduktion auf Seiten der gesicherten Institute.

Eine europäische Einlagensicherung muss zudem wichtige Eingriffs- und Kontrollrechte in Bezug auf nationale Einlagensicherungssysteme erhalten. Diese erlauben es, über die Prämiensetzung hinaus, nationale Unterschiede in den Risiken und der Sicherungspraxis auszugleichen. Dabei wird entscheidend sein, das Prämienmodell sowie die Eingriffs- und Kontrollrechte der Rückversicherung der politischen Einflussnahme zu entziehen.

Letztlich könnte im Rahmen der europäischen Einlagensicherung sogar jedes Institut selbst entscheiden, ob es trotz eventuell hoher Prämien am Rückversicherungssystem teilnimmt oder zunächst mit höherem Risiko behaftete Positionen abbaut und erst später in das System eintritt.

Eine sachgerecht gestaltete, europäische Einlagensicherung bedeutet also keineswegs den Einstieg in eine weitere Vergemeinschaftung von Risiken. Im Gegenteil: Sie kann dazu dienen, die bestehende, implizite Risikoteilung zu reduzieren. Dies wiegt aus ökonomischer Perspektive schwerer als die zusätzliche explizite, rechtlich vereinbarte Haftung im Rahmen einer Rückversicherung. Denn das eigentliche, ordnungspolitische Problem ist nicht die Einlagensicherung selbst, sondern die Risikobegrenzung im Bankensektor.

Durch eine aktive Risikobegrenzung kann eine entsprechend ausgestaltete europäische Einlagensicherung umverteilungsneutral die Systemstabilität und Effizienz des europäischen Finanzsystems erhöhen. Allerdings setzt dies auch die Bereitschaft der europäischen Partner voraus, länderspezifische Risiken in den Prämien der Einlagensicherung abzubilden – und damit von der bestehenden regulatorischen Praxis abzuweichen, Staatsanleihen grundsätzlich als risikofrei einzustufen.

Prof. Klaus Adam, PhD, ist Professor für Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Mannheim.

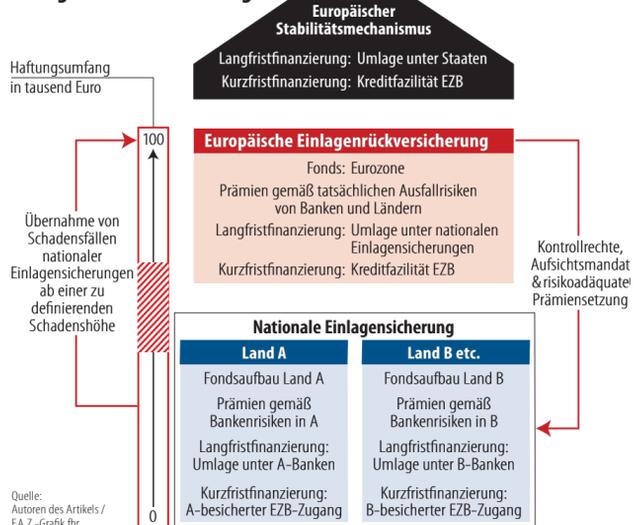
Prof. Dr. Thiess Büttner ist Professor für Finanzwissenschaft an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg.

Prof. Dr. Joachim Hennrichs ist Professor für Bürgerliches Recht, Bilanz- und Steuerrecht an der Universität zu Köln.

Prof. Dr. Jan P. Krahnens ist Professor für Kreditwirtschaft und Finanzierung an der Goethe-Universität Frankfurt.

Prof. Jörg Rocholl, PhD, ist Präsident der internationalen Wirtschaftshochschule ESMT Berlin.

Vorschlag einer europäischen Einlagensicherung



Quelle: Autoren des Artikels / FA.Z.-Grafik

Auf beiden Seiten des Atlantiks wird derzeit an den Stellschrauben der Geldpolitik gedreht. In dieser Woche wird die Federal Reserve wohl mit einer weiteren Zinssenkung einer vorübergehenden Konjunkturreinbrüche in den Vereinigten Staaten entgegenzutreten. Bereits in der vergangenen Woche hat die EZB ihren geldpolitischen Kurs noch einmal gelockert und ein ganzes Paket von Maßnahmen angekündigt. Zudem hat sie zugesagt, diesen Kurs, insbesondere das neu aufgelegte Anleihen-Ankaufprogramm, solange fortzusetzen, bis sich die Inflationsraten in der Eurozone energisch auf die Zielmarke von 2 Prozent zubewegen. Eine weitere Lockerung ihres geldpolitischen Kurses in der Zukunft hat sie ebenfalls nicht ausgeschlossen.

Mit diesem im EZB-Rat durchaus umstrittenen Schritt, versucht die EZB einer sich ausweitenden Abweichung der Inflation vom Preisstabilitätsziel entgegenzutreten. Während die Zinssenkungen der Federal Reserve nur eine Vorsichtsmaßnahme sind, verfehlt die EZB nach wie vor ihr Primärziel der Preisstabilität deutlich. Damit ist der Handlungsdruck für die EZB aktuell höher als für die Fed. Gleichzeitig hat die EZB weniger Handlungsspielraum für weitere Lockerungen der Geldpolitik. Daher weist der EZB-Rat auch mit immer deutlicheren Worten auf die Notwendigkeit einer aktiven Fiskalpolitik hin.

Ein weiterer wichtiger Unterschied ist, dass die Konjunkturreinbrüche in den Vereinigten Staaten auf einen negativen Angebotsschock zurückzuführen ist: den des eskalierenden Handelsprotektionismus. Diesen abzufedern, ist für

die Geldpolitik generell schwierig – auch weil er letztendlich mit steigendem Inflationsdruck einhergeht. In der Eurozone, dagegen, ist die Lage eindeutiger. Hier ist die Wirtschaft nicht nur einem Nachfrageausfall, sondern auch zusätzlichem deflationären Druck ausgesetzt.

Klar ist aber auch, dass geldpolitische Maßnahmen vereinzelte unerwünschte Nebeneffekte haben – auch wenn der Nettoeffekt für die Volkswirtschaft insgesamt positiv sein dürfte. Zentralbanken agieren nicht in den Modellen ökonomischer Textbücher, sondern in der wirtschaftspolitischen Realität. In dieser sehen sie sich auch mit den Fehlentscheidungen anderer Handlungsträger konfrontiert. In den Vereinigten Staaten wäre das der eskalierende Handelskrieg. In Europa vor allem die Ausrichtung der Fiskalpolitik.



Viele Finanzmarktteilnehmer fragen sich derzeit, wie die Politik – insbesondere die Geldpolitik, aber auch die Fiskalpolitik – einer zukünftigen Rezession entgegenzutreten würde. Sollte sich an den Märkten die Einschätzung verfestigen, dass der Geldpolitik die Munition ausgeht, könnte dies nicht nur das Risiko einer Rezession merklich erhöhen. Es könnte es auch sehr viel schwerer machen, aus einer etwaigen Rezession wieder herauszukommen. In diesem Fall würden die Marktrenditen weiter fallen und auf lange Sicht auf historischen Tiefständen festgezurrt bleiben. Diesem Eindruck vorzubeugen wird eine wichtige Aufgabe der anstehenden Überprüfung der EZB-Strategie sein.

Die Autorin ist Leiterin des globalen Volkswirtschafts- und Kapitalmarktresearchs von Blackrock.

WIRTSCHAFTSBÜCHER

Kleine Kapitalisten

Ein neuer Blick auf den Börsenkrach von 1873

Der Gründerkrach von 1873 markierte eine Wegscheide. Die Hoch-Zeit des Liberalismus ging zu Ende. Nationalismus und Protektionismus gehörten die Zukunft. 1873 kam es zu Börsenpaniken, die einerseits international verbunden waren, andererseits aber auch nationale Ursachen hatten. Gemeinsam war den drei untersuchten Ländern, Vereinigte Staaten, Österreich und Deutschland, dass sie jeweils einen Boom erlebten, dessen Fortsetzung als sicher galt. Eisenbahnen, Telegraphen und ein industrielles Wachstum ohnegleichen schienen eine ganz neue Welt zu erschaffen. Da waren die Börsenkrachen von 1819, 1837 und 1857 schnell vergessen. Diesmal schien alles anders zu sein.

In den Vereinigten Staaten heizte die Rekonstruktion nach dem Bürgerkrieg den Boom an. In Deutschland waren die liberalen Reformen der 1860er Jahre, der Übergang nach der Reichseinigung und die Zuflüsse französischer Kriegskontributionen ausschlaggebend. Österreich hatte nach der Niederlage gegen Preußen von 1866 die Geldmenge erhöht, was die rasche Erholung des Landes ermöglichte. Die Abwertung des Guldens löste zudem einen Exportboom aus. In allen drei Ländern floss immer mehr Geld an die Börse. Die Medienlandschaft veränderte sich. Ratgeber und Fachjournale sprossen aus dem Boden. Tageszeitungen richteten Börsenseiten ein. Die Wiener Presse nannte sie „Der kleine Capitalist“. Gab es in Österreich 1861 erst 12 Wirtschaftszeitungen, waren es 1872 schon 91. Immer mehr Menschen wurden in das Börsengeschehen hineingezogen.

Der Autorin geht es primär um die diskursive Reaktion auf den Schock von 1873. Die Zeitgenossen wollten den Crash erklären und aus ihm lernen. Sie taten sich schwer damit, in den Börsenabstrakte, von ihnen nicht zu kontrollierende Institutionen zu sehen. Vielmehr wollte man sie personalisieren. Verschwörungstheorien und individuelle Schuldzuweisungen verbreiteten sich. Korruption und Betrug schienen die Wurzel allen Übels zu sein. Nirgendwo sonst erhielt die Diskussion eine solche massive antisemitische Ausrichtung wie in Deutschland.

Daneben gab es eine geldpolitische Interpretation. Ungedektes Papiergeld hätte die Geldmenge erhöht und den Börsenboom angeheizt. Goldgedeckte Währungen schienen ein Patentzept gegen künftige spekulative Exzesse zu sein. Diese Überzeugung hatte bis zum

Börsenkrach von 1907 Bestand. Schließlich setzte man darauf, per Regulierung die Börsen zu zähmen. In Deutschland führte das Börsengesetz 1884 einen Mindestnennwert für Aktien von 1000 Mark ein, was die „kleinen Capitalisten“ vom Handel ausschloss. Der bislang praktisch inexistenten Anlegerschutz gewann an Bedeutung. In den Vereinigten Staaten hielten sich die Bundesstaaten, die für den Börsenhandel zuständig waren, zurück. Der Autorin ist jedoch zu widersprechen, dass sich darin eine besondere Benachteiligung der amerikanischen Aktionäre ausdrückte. Die Offenlegungspflichten in den Vereinigten Staaten waren nämlich schon vor 1873 deutlich höher als in Europa. Ohne sie wäre der Aufstieg der amerikanischen Börsen an die Weltspitze wohl nicht möglich gewesen.

Das Buch belegt, wie schwer sich die Zeitgenossen mit der globalen Verflechtung des Finanzsystems taten. Obwohl die Übertragung der Panik von Wien über New York nach Berlin sichtbar war, bewegten sich die Interpretationen primär in einem nationalen Rahmen. Die transatlantische Dimension der Krise wurde von den Zeitgenossen und auch Generationen von Historikern zumeist übersehen.

Der Schwerpunkt dieses Buches liegt bei der Konstruktion von Narrativen. Darüber kommt die Beschäftigung mit der Realgeschichte etwas kurz. So bleibt unklar, wie stark die transnationalen Übertragungswege wirklich waren und welches Gewicht nationale Faktoren hatten. Die Frage, welche sozialen Gruppen von dem Zusammenbruch der Börsen am härtesten getroffen wurden, wird nur am Rande gestreift. Gern hätte man auch etwas mehr über die strukturellen Unterschiede der untersuchten Finanzsysteme erfahren. Das Verdienst dieses Buches liegt in der sorgfältigen Diskursanalyse. So lassen sich die Konstruktion und die Verbreitung bestimmter Narrative gut nachvollziehen und nationale Unterschiede besser verstehen.

Das subjektive Wahrnehmungen ein reelles Gewicht für das Börsengeschehen haben, ist unbestreitbar. Ebenso klar ist, dass alle nach der Krise von 1873 geführten Debatten und alle konkret ergriffenen Maßnahmen es nicht vermochten, den Zyklus von „boom and bust“ zu durchbrechen.

HARTMUT BERGHOFF
Hannah Catherine Davies, *Transatlantic Speculations. Globalization and the Panics of 1873*, Columbia University Press, New York 2018, 248 Seiten, 65 Dollar

Narrative Ökonomik

Wie Geschichten Wirtschaft und Kurse machen

Welchen Einfluss haben Erzählungen oder auch bloßes Geschwätz auf Wirtschaft und Börse in einer Zeit, in der Internet-Trolle in der Politik Einfluss auf Wahlen nehmen wollen? Dieser Frage geht Robert Shiller, der für seine Forschungen in der Finanzökonomik den Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften erhalten hat, in seinem neuen Buch nach. Nicht zuletzt fragt er sich, welche Rolle Medien in der Verbrei-

tung von Narrativen spielen, die an den Finanzmärkten zum Zyklus von Boom und Krach führen. Die Vorstellung, dass die Kurse von Technologieaktien eigentlich nur steigen können, ist natürlich absurd – aber wie viele eigentlich vernünftige Leute hatten dies zwischen 1997 und 2000 verdrängt?

F.A.Z.
Robert Shiller: *Narrative Economics*. Princeton University Press. Princeton 2019. 378 Seiten, 25,59 Dollar.