

Öffentliche Anhörung des Deutschen Bundestages, Finanzausschuss

Zu den Anträgen

„Zehn Jahre nach der Pleite der Investmentbank Lehmann Brothers – Finanzkrisen durch strikte Regulierung und Umverteilung verhindern“ (BT-Drucksache 19/4241)

„Finanzwende anpacken – Den nächsten Crash Verhindern“ (BT-Drucksache 19/4052)

Stellungnahme Prof. Dr. Gunther Schnabl
Universität Leipzig
Institut für Wirtschaftspolitik
Grimmaische Straße 12
04109 Leipzig
schnabl@wifa.uni-leipzig.de

Vorsichtige geldpolitische Straffung und behutsame regulatorische Lockerung als Beiträge zur Finanzmarktstabilität

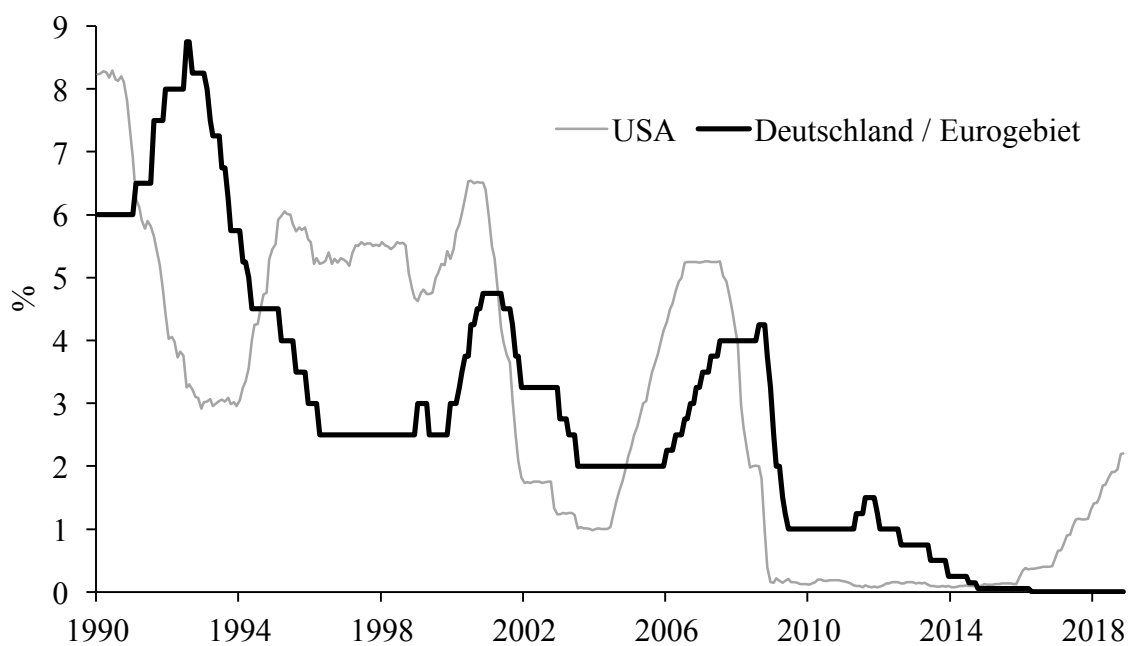
1. Ursachen der globalen Finanz- und Schuldenkrise
2. Krisenmanagement
 - 2.1. Geldpolitik
 - 2.2. Regulierung
3. Wirkungsweisen des Krisenmanagements
 - 3.1. Schwächung des traditionellen Bankgeschäfts
 - 3.2. Regulierungsarbitrage
 - 3.3. Verteilungswirkungen, Moral Hazard und Regulierungskosten
4. Wirtschaftspolitische Empfehlung
 - 4.1. Vorsichtige geldpolitische Straffung
 - 4.2. Behutsame Rückführung der Regulierung
5. Ausblick

Leipzig, den 7.12.2018

1. Ursachen der globalen Finanz- und Schuldenkrise

Krisen haben Ursachen, die für eine erfolgreiche Krisentherapie ergründet werden müssen. In Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blasen im Jahr 2000 senkten die Zentralbanken in den USA und Europa stark die Leitzinsen, um die Finanzmärkte zu stabilisieren. Die Zinssenkungen trugen wesentlich dazu bei, dass sich ab dem Jahr 2003 das Wachstum in den USA und im südlichen Euroraum stabilisierte. Allerdings wurden auch in den Kredit- und Wertpapiermärkten die Risikoprämien gedrückt, so dass neue Risiken entstanden sind. Zu geringe Leitzinsen der Zentralbanken können zu nicht-nachhaltigen Boomphasen führen, die von Kreditwachstum statt volkswirtschaftlicher Ersparnis getragen werden (Hayek 1929). Im Aufschwung sinkt die Qualität der finanzierten Investitionsprojekte, was unweigerlich in die Krise führt.

Abbildung 1: Leitzinsen im Euroraum und den USA



Quelle: IWF. Hauptrefinanzierungssatz der EZB (vor 1999 Leitzins der Deutschen Bundesbank), Federal Funds Rate für die USA.

Die Hauptursachen für die US-Hypothekenmarktkrise waren die niedrigen Zinsen der Federal Reserve, die Regierungspolitik zugunsten von Wohneigentum, die Lockerung der

Kreditstandards und finanzielle Verbriefungen.¹ Zunächst wurden die Projekte mit hoher erwarteter Rendite finanziert (prime). Dann wurden mehr Projekte mit geringerer erwarteter Rendite auf den Weg gebracht. Subprime-Kredite – zugespitzt an Menschen ohne Einkommen, ohne Job und ohne Vermögen (NINJA-Kredite) – nahmen in großem Ausmaß zu. Die Verbriefung der US-Immobilien-Kredite erlaubte die Verschleierung der Risiken und den Weiterverkauf der Immobilienkredite, insbesondere auch an ausländische (deutsche) Banken.

Die wirtschaftliche Entwicklung war im Euroraum in diesem Zeitraum aus zwei Gründen unterschiedlich. Einerseits hatte die Einführung des Euros in den ehemaligen Hochinflationländern des südlichen Euroraums bereits zu deutlichen Zinssenkungen geführt, was den privaten Konsum, Investitionen und Staatskonsum stimulierte. Dieser Effekt wurde nach 2001 durch die Zinssenkungen der EZB nochmals deutlich verstärkt. Andererseits hatten in Deutschland umfassende Reformen (Stichwort Hartz) eingesetzt, die mit Ausgabenzurückhaltung des Staates, Lohnzurückhaltung bei Staat und Unternehmen sowie wachsender Ersparnis der Haushalte (Riester) einhergingen.

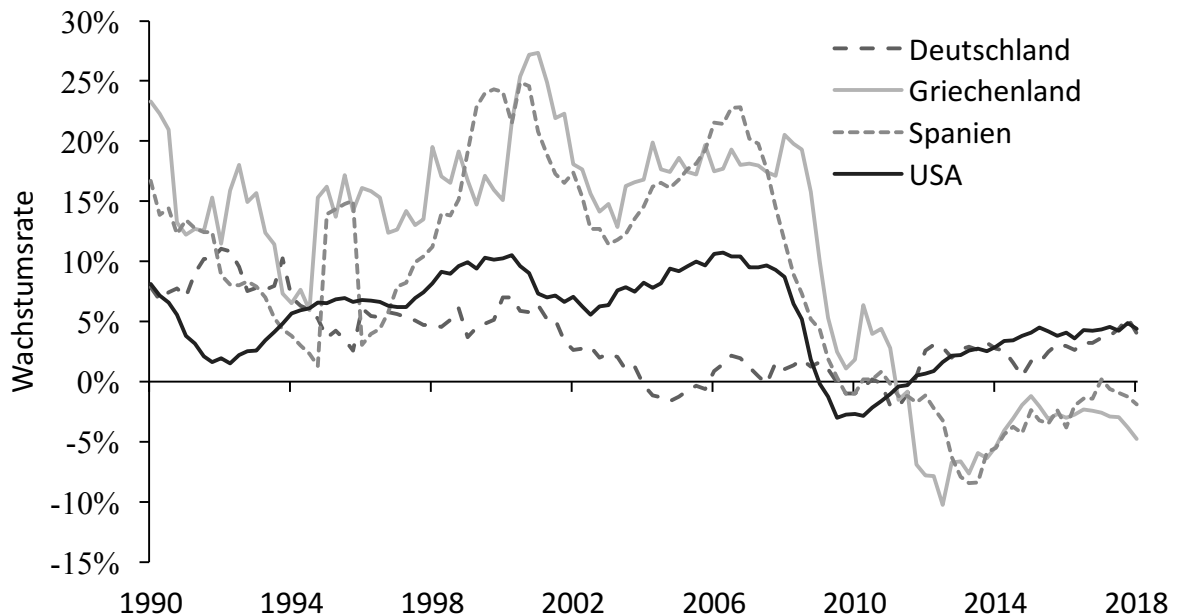
Daraus entstand ein stark steigender Sparüberschuss, der – direkt oder indirekt – sowohl nach Süd-, Ost- und Westeuropa als auch in die USA exportiert wurde. Entsprechend stiegen in dieser Zeit sowohl die Nettokapitalexporte als auch die Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands stark an. Die billige Liquidität begünstigte im Ausland Übertreibungen auf den Finanzmärkten, die von einem starken Kreditwachstum getragen wurden. Abbildung 2 zeigt, dass in Spanien, Griechenland und den USA die Kreditvergabe deutlich anstieg, während sie in Deutschland stagnierte.

Im Boom steigen nach Hayek (1929) die Löhne und die Steuereinnahmen, so dass der Konsum und die Staatsnachfrage wachsen. Ein steiler Anstieg von Immobilien- und Aktienpreisen führt dazu, dass sich viele Menschen reicher fühlen und mehr konsumieren. Die Unternehmen investieren mehr, um die gewachsene Nachfrage zu befriedigen. Wenn sich Kursanstiegserwartungen verstetigen, kann sich der Anstieg der Vermögenspreise von den

¹ Gesetze, die diese Verbriefungen begünstigt waren u. a.: Gramm–Leach–Bliley Act (GLBA, 1999), Commodity Futures Modernization Act of 2000 (CFMA), Änderung des Employee Retirement Income Security Act (ERISA, 1999) sowie Basel II (2004). Der Verbriefungsprozess weist drei Merkmale auf: Bündelung von Vermögenswerten, Separierung des Kreditrisikos vom Emittenten in eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV) und Tranchierung der Vermögenswerte aus dem Pool (Fender und Mitcell 2009).

realen Entwicklungen lösen, so dass nicht nachhaltige spekulative Übertreibungen entstehen (Schumpeter 1912, Hoffmann und Schnabl 2011).

Abbildung 2: Kreditwachstum Deutschland, USA, Spanien und Griechenland



Quelle: IWF, Veränderungsraten gegenüber dem Vorjahresquartal.

Weil in einem solchen spekulativ getriebenen Aufschwung die Ressourcen knapp werden, steigen nach Hayek (1929) nach einiger Zeit die Konsumentenpreise, so dass die Zentralbanken schließlich die Zinsen erhöhen. Die EZB und die Fed haben die Zinsen ab den Jahren 2005/06 schrittweise angehoben (Abb. 1). Da damit die Hürde steigt, zu der die Rentabilität aller vergangenen und zukünftigen Investitionsprojekte noch rentabel sind, müssen viele Investitionsprojekte mit geringer Rendite abgebrochen werden. Es kommt zum Umschwung und der Krise.

Zunächst platzte die Blase auf dem US-Hypothekenmarkt. Die daraus resultierende Unsicherheit auf den internationalen Finanzmärkten und erste Verluste europäischer Banken im US-Hypothekenmarkt führten zu einer Neubewertung der Risiken in Europa. Die (meist) nordeuropäischen Banken zogen ihr Kapital aus Süd-, Ost- und Westeuropa ab, so dass dort die Banken in Bedrängnis gerieten. Da der (drohende) Kollaps vieler Banken in ganz Europa in einigen Ländern die Staatsschulden nach oben trieb, nahm die europäische Finanz- und Schuldenkrise ihren Lauf.

2. Krisenmanagement

Das Krisenmanagement erfolgte überwiegend durch die Geldpolitik, die am schnellsten und umfangreichsten reagieren konnte. Das Potenzial zur Ausweitung der Staatsausgaben war in der EU durch die Maastricht-Kriterien sehr beschränkt. In den USA gab es ein großes keynesianisches Nachfrageprogramm, das mit einer expansiven Geldpolitik (Quantitative Easing) unterlegt wurde. Sowohl in den USA als auch in Europa wurde die Regulierung (Makroprudenzielle Aufsicht) deutlich gestärkt.

2.1. Geldpolitik

Das Krisenmanagement in den USA und dem Eurogebiet setzte in den Jahren 2007/08 mit sehr starken Zinssenkungen ein (Abb. 1). Es folgte dem sogenannten Jackson Hole Consensus, nach dem Zentralbanken zwar Blasen auf den Finanzmärkten nicht erkennen können, aber in Reaktion auf das Platzen der Blasen schnell stabilisierend eingreifen sollen (Blinder und Reis 2005). Der Ansatz wird in den USA seit den späten 1980er Jahren mit dem Argument verfolgt, dass die Federal Reserve Bank in Reaktion auf den Schwarzen Freitag (1929) zu lange die Zinsen zu hoch gehalten habe (Bernanke 2002).²

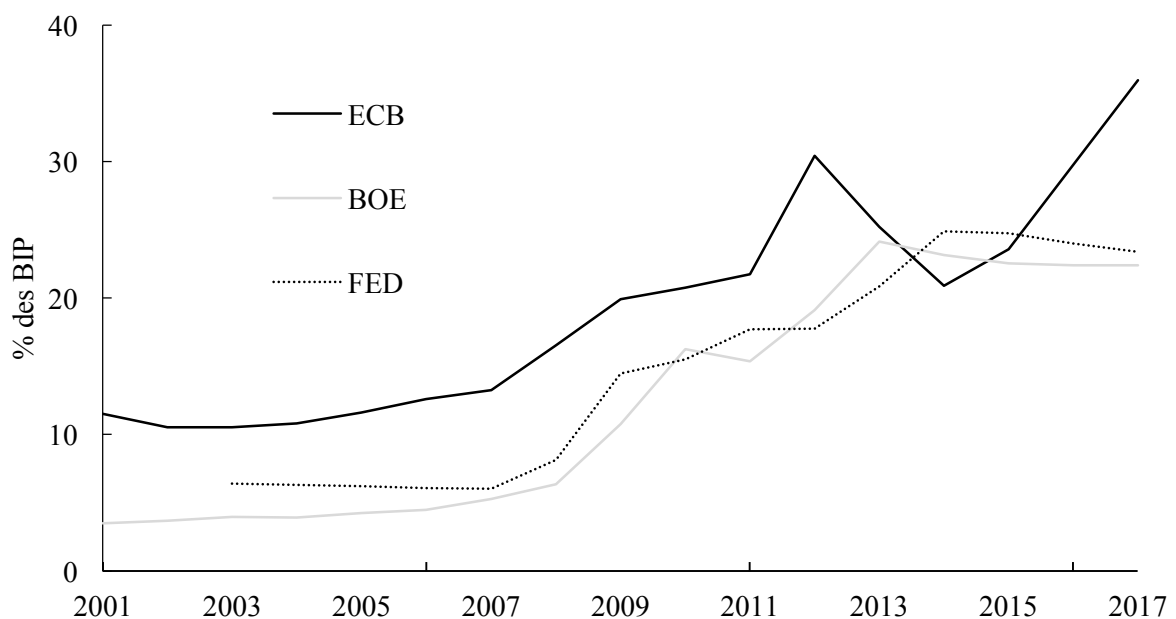
Wie schon Japan um die Jahrtausendwende erreichten die Leitzinsen im Verlauf der Krisen die Nullgrenze, so dass das Potenzial für weitere Zinssenkungen (konventionelle Geldpolitik) weitgehend ausgereizt war. In den USA erfolgten die Zinssenkungen schneller als im Eurogebiet (Abb. 1). Die Fed senkte den Leitzins (Federal Funds Rate) von 5,25% in Juni 2007 auf 0,15% im Januar 2009. Die Zentralbankbilanz wurde ab November 2008 durch den Ankauf von verbrieften Immobilienkrediten und Staatsanleihen im Rahmen von drei Programmen der Quantitativen Lockerung (unkonventionelle Geldpolitik) deutlich ausgeweitet. Die Quantitative Lockerung wurde im Oktober 2014, zehn Monate nachdem die Reduzierung des monatlichen Ankaufsvolumens eingesetzt hatte, beendet.

² Hayek (1929) sah hingegen die Ursachen des Schwarzen Freitags in einem zu niedrigen Leitzins in den 1920er Jahren und damit verbundener Überinvestition und Spekulation auf den Aktienmärkten.

Die EZB senkte den Leitzins zunächst von 4,25% im Oktober 2008 auf 1,00% im Juli 2009. Nach einem Versuch, die Zinsen leicht zu erhöhen, fiel der Hauptrefinanzierungssatz auf schließlich 0% im Juni 2016 (Abb. 1). Die EZB wechselte von einer begrenzten Zuteilung von Liquidität auf der Grundlage eines Auktionsverfahrens zu einer Vollzuteilung. Von 2010 bis 2012 wurden langfristige Refinanzierungsgeschäfte in Höhe von ca. 500 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt und ein Programm für Wertpapierkäufe (SMP) aufgesetzt (210 Mrd. Euro).

Auf die implizite Garantie für den Fortbestand des Eurogebietes (Draghi 2012: „whatever it takes“) folgte ein OMT-Programm, das im September 2012 den Weg für „vorbehaltlose geldpolitische Geschäfte“ (unbegrenzter Ankauf von kurzfristigen Staatsanleihen) öffnete.³ Es folgten gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO), und ab März 2015 umfangreiche Ankäufe von Unternehmens- und Staatsanleihen in Höhe ca. 2.600 Mrd. Euro. Die Bilanz der Europäischen Zentralbank hat sich seither von ca. 13% des Bruttoinlandsprodukts des Euroraums auf mehr als 36% ausgeweitet (Abb. 3). Die umfangreichen Kredite und Anleihekäufe bewirkten vor allem einen Anstieg der Einlagen der Banken bei der EZB, der gemessen am BIP weit über die Einlagen der US-Banken bei der Fed hinausging.

Abbildung 3: Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank



Quelle: IWF.

³ Dieses wurde nie aktiviert.

Ein (vorläufiges) Ende der Anleihekäufe wurde für Ende 2018 angekündigt. Die EZB hat signalisiert, dass eine erste Zinserhöhung nicht vor Herbst 2019 zu erwarten ist. Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank bleibt damit 10 Jahre nach Ausbruch der Krise expansiv. Die Federal Reserve hat hingegen ihre Anleihekaufprogramme eingestellt, baut den Bestand an Staatsanleihen vorsichtig ab (Abb. 3) und hat den Leitzins auf zuletzt 2,00% - 2,25% angehoben (Abb. 1).

2.2. Regulierung

Parallel zu den geldpolitischen Lockerungsaktionen wurde in den USA und Europa die Finanzmarktregulierung verstärkt, um für die Zukunft zu vermeiden, dass die Kosten der Finanzkrisen wieder den Bürgern angelastet werden.

In dem USA verfolgte der Dodd-Frank-Act das Ziel die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen. Insbesondere sollte das Monitoring von systemischen Risiken verbessert werden. Die Volcker Rule verhinderte, dass Banken den Eigenhandel weitgehend einstellen und nicht in Hedge Funds oder Privat Equity Funds auslagern. Das neu gegründete Bureau of Consumer Financial Protection überwacht Konsumenten-, Häuser- und Studienkredite etc. hinsichtlich Kreditwürdigkeit und Sicherheiten. Die Banken müssen 9,5% ihrer Vermögensanlagen in Form von liquiden Vermögenswerten (Cash, Staatsanleihen, etc.) halten. Die verschärften Basle III-Vorschriften zum Halten von Eigenkapital wurden umgesetzt. Das Financial Oversight Council der Fed macht Stresstests.

Auch in Europa wurde die Regulierung sowohl auf nationaler Ebene als auch auf EU-Ebene gestärkt. Es wurden die Bestimmungen von Basel III umgesetzt. Die allgemeine Eigenkapitalanforderung in Höhe von 8% der sogenannten Risikogewichteten Aktiva (RWA) wurde beibehalten, wobei fortan mindestens 6% der Risiken mit Kernkapital, davon mindestens 4,5 % mit hartem Kernkapital unterlegt werden müssen. In der EZB wurde der Einheitliche Bankenaufsichtsmechanismus (*Single Supervisory Mechanism, SSM*) geschaffen,

der die 126 größten Banken der Eurozone überwacht.⁴ Die kleineren Banken werden weiterhin von den nationalen Aufsichtsbehörden kontrolliert. Zudem wurde 2011 Finanzaufsichtsbehörden für das Bankwesen (EBA), für das Versicherungswesen (EIOPA) und das Wertpapierwesen (ESMA) gegründet.

3. Wirkungsweisen des Krisenmanagements

Das Krisenmanagement der Europäischen Zentralbank hat dazu beigetragen, dass das übermäßige Kreditwachstum, das vor der Krise ein wesentlicher Faktor für die Entstehung der Risiken war, trotz der starken geldpolitischen Lockerung ausgeblieben ist (Abb. 2). Zudem wurde über das TARGET2-System eine stark ausgeprägte Kreditklemme in den südeuropäischen Krisenländern abgemildert. Durch den umfangreichen Ankauf von Staatsanleihen hat die EZB Staatsschuldenkrisen vorgebeugt, die mit hoher Wahrscheinlichkeit mit Finanzkrisen einhergegangen wären.⁵ Allerdings schwächt die Zentralbank durch die anhaltend expansive Geldpolitik den Bankensektor, wodurch die Regulierung destabilisierend wirken kann. Zudem hat „Regulierungsarbitrage“ eingesetzt, die mit großer Wahrscheinlichkeit neue Risiken geschaffen hat.

3.1. Schwächung des traditionellen Bankgeschäfts

Eine anhaltend und zunehmend lockere Geldpolitik, wie sie durch anhaltend niedrige Zinsen und die deutliche Ausweitung der Bilanz der Europäischen Zentralbank repräsentiert wird, schwächt das traditionelle Bankgeschäft, das auf der Annahme von Einlagen und die Vergabe von Krediten an der Bank bekannte Unternehmen basiert.⁶ So ist beispielsweise bei neuen Unternehmenskredit- und Einlageverträgen deutscher Banken die Zinsmarge von 2,2% im März 2009 auf aktuell 1,2% gesunken. Die umfangreichen Anleihekäufe der EZB haben die Transformationsmarge zwischen den Renditen 10jähriger deutscher langfristiger Staatsanleihen und Tagesgeldern von 3,1%-Punkten im März 2009 auf nun 1,6-Prozentpunkte

⁴ Die überwachten Banken haben eine Bilanzsumme von über 30 Mrd. Euro oder 20 % der Wirtschaftsleistung eines Landes. Damit überwacht die EZB ca. 80% des Bilanzvolumens europäischer Banken.

⁵ Allerdings haben die Zinssenkungen auch hohe Staatsschuldenstände ermöglicht, die es der Zentralbank schwieriger machen, die Zinsen wieder anzuheben (fiskalische Dominanz, Sargent und Wallace 1981).

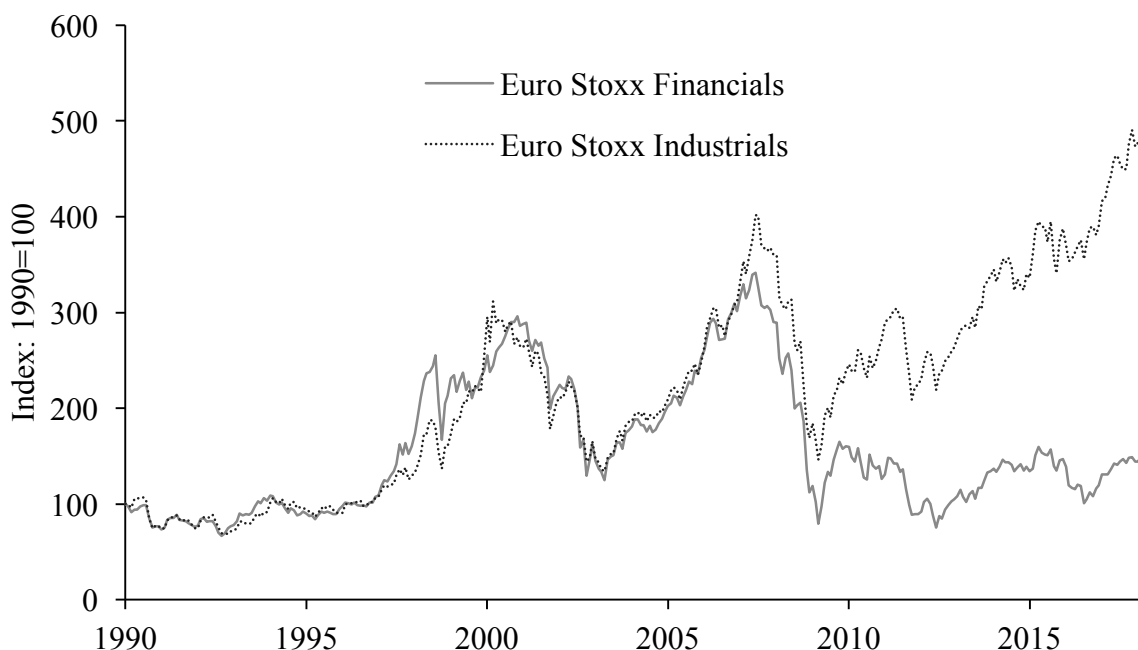
⁶ Siehe Gerstenberger und Schnabl (2017) zu den einschneidenden Wirkungen der sehr lockeren Geldpolitik der Bank von Japan auf den japanischen Bankensektor.

gedrückt. Infolgedessen ist der Zinsüberschuss der deutschen Banken von 66 Mrd. Euro im Jahr 2008 auf heute 28 Mrd. Euro um 66% gesunken.

Die umfangreichen Staats- und Unternehmensanleihekäufe der EZB haben zu hohen Überschussreserven der Banken bei der EZB in Höhe von 2020 Mrd. Euro im September 2018 (212 Mrd. Euro im Dezember 2014) geführt. Seit 2014 hat die EZB den Banken des Euroraums Strafzinsen in Höhe von ca. 20 Mrd. Euro für diese Überschussreserven berechnet. Die Banken sehen nur begrenzte Möglichkeiten diese negativen Zinsen an deren Einlegekunden weiterzugeben. Der Einheitliche Bankenabwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism) verpflichtet die europäischen Banken bis zum Jahr 2020 60 Mrd. Euro einzuzahlen.

Der lukrative Eigenhandel wurde durch die Regulierung weniger attraktiv gemacht. Umfangreiche Berichtspflichten für die Banken im Rahmen einer wachsenden Regulierung haben zusätzliche Kosten geschaffen. Die bestehen einerseits in einem zusätzlichen Personal- und Beratungsaufwand, andererseits in einem (schwer quantifizierbaren) entgangenen Geschäftsvolumen. Eine Studie von KPMG (2013) schätzte die jährlichen Mehrkosten für deutsche Banken durch Regulierung auf rund neun Mrd. Euro pro Jahr.

Abbildung 4: Aktienpreis von Industrie- und Finanzunternehmen in den USA



Quelle: Thompson Reuters Datastream.

Im Ergebnis haben sich die großen börsennotierten Banken im Euroraum trotz der konjunkturellen Erholungen seit Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise kaum oder nur sehr zögerlich erholt. Abb. 4 zeigt, dass deren Börsenwert weit hinter dem Wert der Industrieunternehmen zurückgeblieben ist. Bei den kleinen und mittleren Sparkassen und Genossenschaftsbanken sind die Erträge zwar positiv, aber es setzt sich ein starker Konzentrationsprozess fort, der sich bei einem Fortbestand des Niedrigzinsumfeld nochmals beschleunigen könnte. Die Banken des südlichen Euroraums werden zwar durch eine nachsichtige Kreditvergabe der nationalen Zentralbanken gestützt.⁷ Da damit auch ein verstecktes Problem von faulen Krediten ungelöst bleibt, schwellt ein ungelöstes Anpassungsrisiko in den Banken- und Unternehmenssektoren (Herok und Schnabl 2017).

3.2. Regulierungsarbitrage

Hohe Kosten aus der Regulierung und entgangene Zinseinnahmen müssen kompensiert werden. Japanische Banken haben in der Vergangenheit Kredite an den privaten Sektor durch Ankäufe öffentlicher Anleihen ersetzt, weil diese bei der Berechnung des Eigenkapital als risikolos angesehen werden.⁸ Als diese Anlagemöglichkeit mit den zunehmenden Anleihekäufen der Bank von Japan unattraktiv wurde, wurde vermehrt in den internationalen Vermögens- und Kreditmärkten investiert und so höhere Gewinne aus dem Provisionsgeschäft geschaffen. Diese Anlageformen sind mit einem höheren Anlage- und Währungsrisiko verbunden, so dass bei internationalen Finanzkrisen hohe Verluste erstanden sind, die die Banken schließlich zur weiteren Reduktion von Personal- und Verwaltungskosten gezwungen haben.

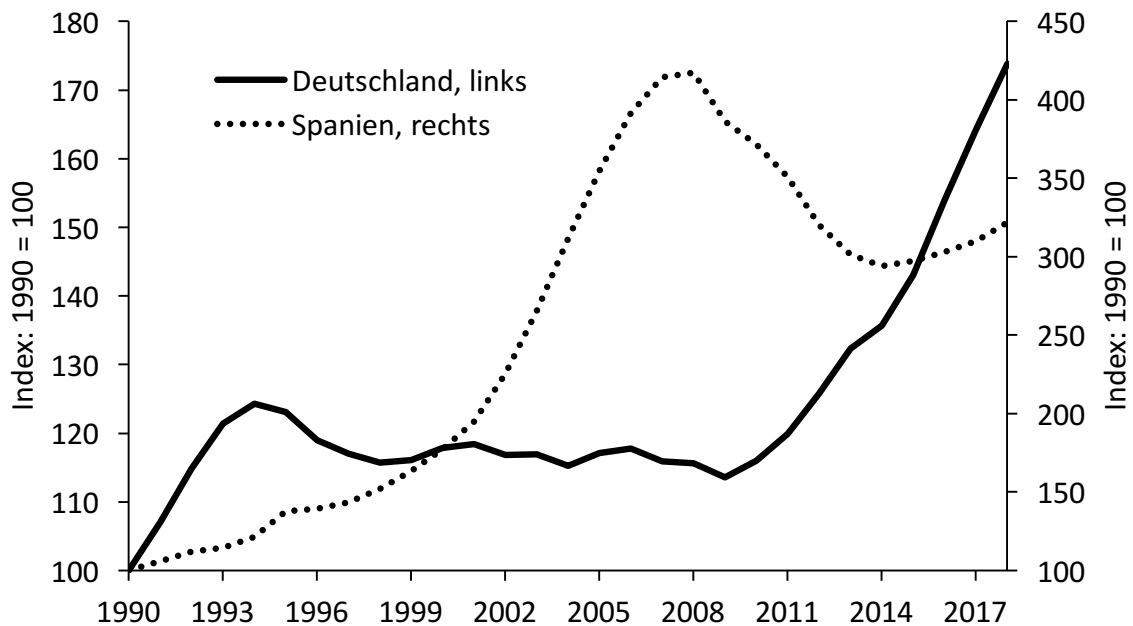
In Deutschland sind drei Arten von Regulierungsarbitrage zu erkennen. Erstens fließt sehr viel Geld in den deutschen Immobilienmarkt, wo in Ballungszentren (wie in Spanien vor der Krise) die Preise rasant steigen (Abb. 5). Es bestehen Bedenken, dass die jüngsten Preisentwicklungen in den großen Städten nicht den Fundamentaldaten entsprechen (Deutscher Bundestag 2018). Es ist wahrscheinlich, dass die Bewertungsrisiken der

⁷ Zu sogenannter nachsichtiger Kreditvergabe in Japan siehe Peek und Rosengreen (2005).

⁸ Siehe Gerstenberger und Schnabl (2017). Ähnliche Tendenzen sind in Südeuropa zu beobachten.

Immobilienkäufe direkt auf die Käufer, d.h. die Haushalte überwältigt werden. Zwar ist bei Platzen der Blase dann keine Finanzkrise zu erwarten, doch dürften die negativen gefühlten Wohlfahrtseffekte bzw. Überschuldung zu einer Kaufzurückhaltung der betroffenen Bürger führen.

Abbildung 5: Immobilienpreise in Spanien und Deutschland



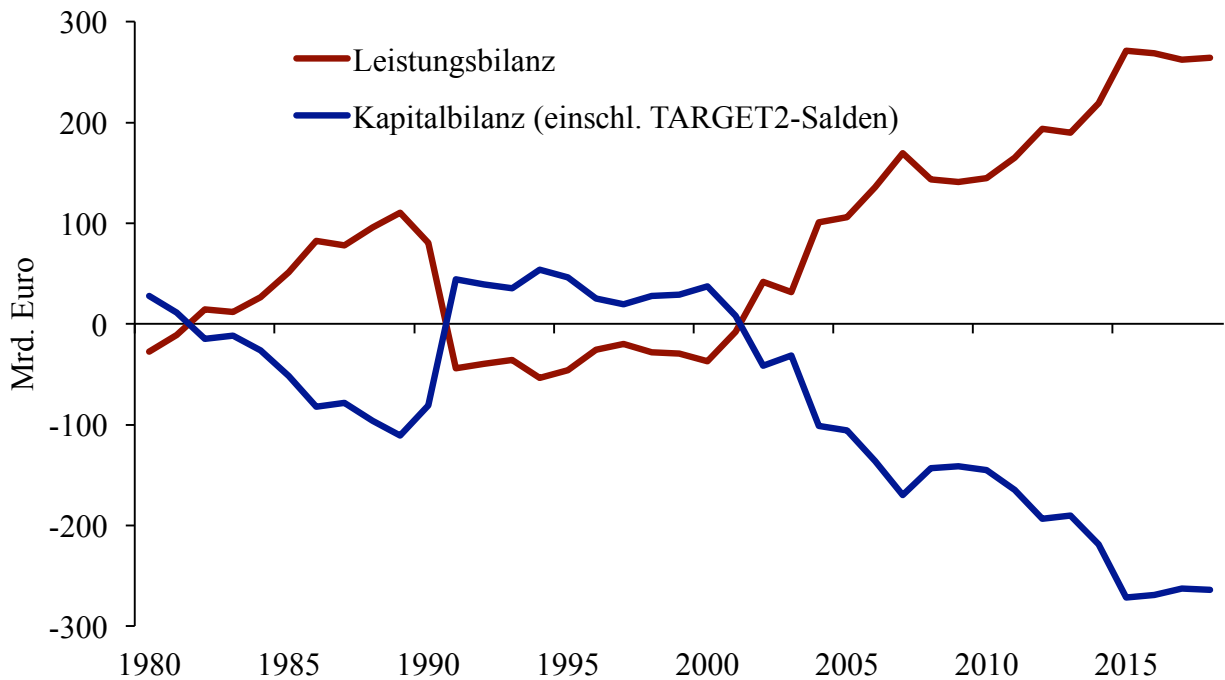
Quelle: Oxford Economics.

Zweitens sind mit den sehr niedrigen Zinsen kombiniert mit einer weiterhin im Vergleich zu anderen Ländern zurückhaltenden öffentlichen Ausgabenpolitik die Nettokapitalexporte Deutschlands nochmals deutlich angewachsen (Abb. 6). Das deutsche Kapital wird vielfältig im Ausland angelegt, so dass die Risiken weitgehend unbekannt und unkontrolliert sind. Wichtige Kanäle des Kapitalexports sind das TARGET2-Zahlungssystem des Systems der Europäischen Zentralbanken, Direktinvestitionen (z.B. Kauf von Monsanto durch Bayer) oder Anlagen in Aktienfonds der USA oder aufstrebender Volkswirtschaften (z.B. Exchange Traded Funds).

Da die Nettokapitalexporte den deutschen Export in Form hoher Leistungsbilanzüberschüsse anheizen, sind die Aktienwerte der Industrieunternehmen stark angestiegen (siehe Abb. 4). Die Entwertung von Auslandsvermögen im Verlauf von Krisen wie z.B. im Verlauf der US-

Hypothekenmarktkrise, hätte Rückwirkungen auf die deutsche Konjunktur. Transmissionskanäle sind negative gefühlte Wohlfahrtseffekte auf den privaten Konsum sowie das Ausbleiben weiterer Kapitalexporte und damit negative Nachfrageeffekte beim Export.⁹

Abbildung 6: Leitungs- und Nettokapitalbilanz Deutschlands



Quelle: Deutsche Bundesbank.

Schließlich sind neue Risiken bei der Kreditvergabe in weniger gut regulierte aufstrebende Volkswirtschaften wie der Türkei, Argentinien, Mexiko oder Südafrika nicht auszuschließen. Beispielsweise haben japanischen Banken in Reaktion auf das Platzen der japanischen Blasenökonomie (1989) in den 1990er Jahren die Niedrigzinspolitik der Bank von Japan dazu genutzt, billige Kredite in Japan aufzunehmen und als hochverzinsten Kredite in Südostasien zu vergeben (Hoffmann und Schnabl 2011). Dies bewirkte zunächst ein südostasiatisches Wirtschaftswunder, das in die Asienkrise und in die japanische Finanzmarktkrise mündete. Ähnlich hat seit 2008 beispielsweise die spanische BBVA viele Kredite in der Türkei vergeben, die im Zuge der türkischen Währungskrise von hohen Ausfällen betroffen sein dürften (Murai und Schnabl 2018).

⁹ Letztere würden jedoch durch eine stärkere Binnennachfrage kompensiert.

3.3. Verteilungswirkungen, Moral Hazard und Regulierungskosten

Die sehr lockere Geldpolitik und die Regulierung haben negative Verteilungswirkungen.¹⁰ In Deutschland leiden die kleinen und mittleren Banken sowohl unter der Kompression der Margen als auch unter den Kosten der Regulierung.¹¹ Wie in Japan (Gerstenberger und Schnabl 2017) fusionieren auch in Deutschland die kleinen und mittleren Banken, schließen Filialen und bauen Mitarbeiter ab. Dies trübt vor allem die Perspektiven der jungen Menschen, insbesondere in Regionen abseits der wirtschaftlichen Zentren. Die fortschreitende Konzentration im Bankensektor trägt zu einer Verschlechterung der Dienstleistungen sowie der Kreditbedingungen für Klein- und Mittelunternehmen bei.

Hingegen gewinnen die Großbanken und Vermögensverwaltungsfirmen, die über eine detaillierte Kenntnis der internationalen Finanzmärkte verfügen und sich bei spekulativen Übertreibungen gut positionieren können. Auch reiche Menschen, die Aktien- und Immobilien halten, zählen noch zu den Gewinnern dieser Politik. Hingegen verlieren junge Menschen, die noch Immobilien erwerben oder Vermögen bilden wollen. Für diese ist es schwierig, in den Regionen, wo qualifizierte Arbeitsplätze zur Verfügung stehen, ein Eigenheim zu erwerben. Mit der zunehmend komplexen Regulierung gewinnen auch Berater und Rechtsanwälte, da die Banken und Unternehmen den Anforderungen der Regulierung ohne Beratung nicht mehr entsprechen können.

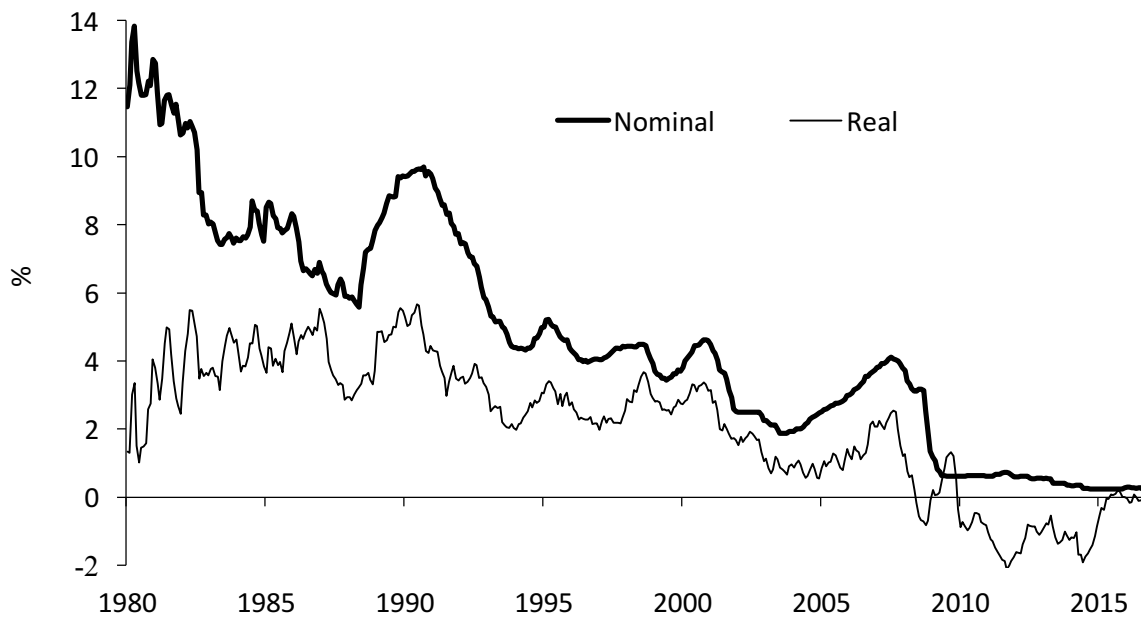
Die EZB hat im Verlauf der Krise signalisiert, dass sie durch geldpolitische Maßnahmen die Finanzmarktstabilität sichern will. Die Geldpolitik der EZB reiht sich damit in eine auf globalen Niveau asymmetrische Geldpolitik (Hoffmann und Schnabl 2011) ein: Während in der Finanzkrise die Zinsen stark gesenkt wurden, wurden diese im Aufschwung nur zögerlich erhöht (Abb. 7). Es solcher Pfad schafft moralisches Risiko: Die Akteure auf den Finanzmärkten gehen im Aufschwung höhere Risiken ein, weil in der Krise geldpolitische Rettungsaktionen der Zentralbanken zu erwarten sind. Die Zentralbanken begünstigen damit nicht nur die

¹⁰ Zu den Verteilungswirkungen der Geldpolitik siehe Schnabl (2018).

¹¹ Ein weiterer wichtiger Grund ist die Digitalisierung.

Spekulation auf den Finanzmärkten, weil das Haftungsprinzip¹² nach Eucken (1952) und Erhard (1957) ausgesetzt ist. Sie schaffen in Krisen als Lender of Last Resort auch den Nährboden für neue Übertreibungen, wenn keine Ausstiegsszenarien zur Normalisierung der Geldpolitik gefunden werden.

Abbildung 7: Kurzfristige Geldmarktzinsen (G4)



Quelle: IWF, arithmetisches Mittel USA, Japan, Vereinigtes Königreich, Deutschland/Eurogebiet (ab 1999).

Unter diesen Umständen ist es schwer möglich Risiken durch Regulierung einzudämmen. Einerseits ist das Kapital in international liberalisierten Finanzmärkten sehr mobil. Länder mit einer starken Regulierung erzeugen große Kapitalabflüsse, die sich in die Länder richten, in denen weniger reguliert wird. Länder mit hohen Kapitalzuflüssen können dank hoher Leistungsbilanzdefizite einen höheren Privat- bzw. Staatskonsum finanzieren. In Zeiten niedriger Zinsen, aufgeblähter Finanzmärkte und wachsender Finanzkrisen ist zudem die Wahrscheinlichkeit einer Rückzahlung von Schulden zurückgegangen. Kapitalzuflüsse entsprechen in diesem Umfeld zunehmend zu Transfers zugunsten der Empfängerländer.¹³ Weil die USA unter der Regierung Trump die Finanzmarktregulierung gelockert haben, haben

¹² Es werden sowohl die Gewinne als auch die Verluste privatwirtschaftlichen Handelns selbst getragen. So wird Effizienz sichergestellt.

¹³ Beispielsweise haben die USA im Verlauf der Subprime-Krise von den Kapitalzuflüssen aus Deutschland profitiert, da diese den Konsum von mehr Importgütern finanziert haben. Im Verlauf der Krise wurden die Verbindlichkeiten der USA entwertet und die Rückzahlung ausgesetzt. Die Verluste wurden z.B. von deutschen Landesbanken realisiert.

sie hohe Kapitalzuflüsse aus Europa und China angezogen. Das ist ein wichtiger Faktor für die guten Wachstumszahlen der USA.

Zweitens brauchen nach Haldane (2012) Regulatoren ein hohes Verständnis der sehr komplexen finanziellen und psychologischen Faktoren, um Krisenpotenzial zu erkennen und Risiken zu verhindern.¹⁴ Das ist nicht immer gegeben. Hayek (1974) hat in diesen Zusammenhang von der „Anmaßung von Wissen“ gesprochen. Entsprechend wurden im Fall der irischen Banken, Dexia, der BBVA oder Zypern beträchtliche Risiken von der Regulierung nicht erkannt (Economist 2018). Weil die Regulierung komplex ist, ist sie zudem teuer.¹⁵ Sie greift aber oft ins Leere, weil die neue Spekulation tendenziell in den Marktsegmenten und Ländern stattfindet, wo nicht oder weniger reguliert wird.¹⁶ Selbst wenn das Krisenpotenzial erkannt ist, könnten Regulatoren davor zurückscheuen, entschlossen einzugreifen, weil im Boom viele Akteure profitieren.

Es ist dennoch möglich, die Finanzsektoren umfassend zu regulieren, wenn eine internationale Regulierungsarbitrage durch engmaschige Kapitalverkehrskontrollen verhindert wird. Das kommt jedoch einem Aussetzen der privatwirtschaftlichen internationalen Allokation von Kapital gleich, wie es in China schon weitgehend gegeben ist (McKinnon und Schnabl 2016).¹⁷ Bei gleichzeitiger Fortsetzung der Niedrigzinspolitik fallen solche Länder in die finanzielle Repression, wie sie McKinnon (1973) und Shaw (1973) für viele Entwicklungsländer in den 1950er und 1960er Jahren beschrieben haben.

Die private Ersparnis wurde damals durch staatlich kontrollierte Banken zu niedrigen Zinsen in als strategisch wichtig erachtete Sektoren gelenkt. Das Wachstum war gering, weil die politisch gelenkte Kapitalallokation mit negativen Anreizen verbunden war. Heute ist eine solche gezielte Lenkung von kostengünstigen Krediten durch unterschiedliche

¹⁴ Cochrane (2018) argumentiert, dass die Berechnung von Risikogewichten so komplex sei, dass sie die meisten nicht verstünden und die Risikogewichte auffallend gering seien.

¹⁵ Es entstehen Kosten bei den Finanzinstituten sowie bei den Steuerzahlern, die den höheren Verwaltungsaufwand tragen müssen. Die EZB hat seit 2008 bis heute zusätzliche Kosten in Höhe von 2,3 Mrd. Euro. Ein beträchtlicher Teil dieser zusätzlichen Verwaltungs- und Personalkosten dürfte dem Aufbau der Finanzmarktaufsicht zuzuschreiben sein.

¹⁶ Hoffmann und Schnabl (2011) sprechen von wandernden Blasen.

¹⁷ Der Rückgang des Wachstums und die Kapitalflucht, die 2014 eingesetzt haben, werden sich deshalb mit großer Wahrscheinlichkeit fortsetzen.

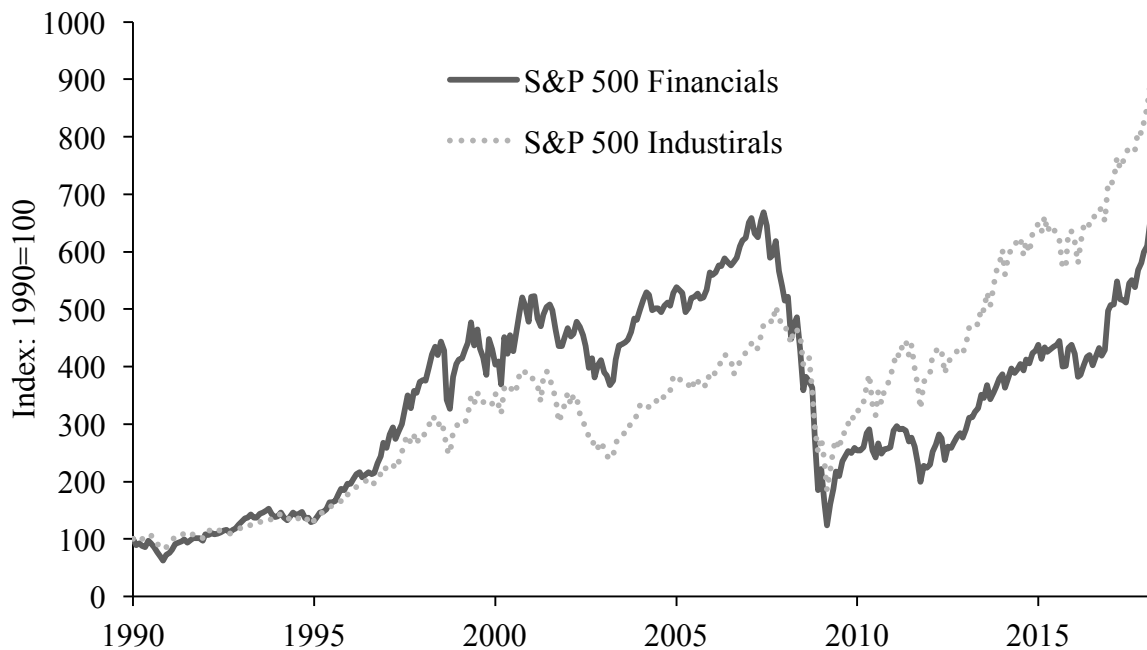
Regulierungsbedingungen, z.B. zugunsten von Green Finance denkbar. Der Nachteil ist, dass Wachstumsdynamik verloren geht.

4. Wirtschaftspolitische Empfehlungen

Der Bankensektor hat in einer Marktwirtschaft eine Allokationsfunktion. Er nimmt Einlagen an und vergibt Kredite für Investitionen der Unternehmen. Die Banken verfügen über die Fähigkeit zwischen renditeträchtigen Investitionen und Investitionen mit geringer oder sogar negativer Rendite zu unterscheiden. Werden viele renditeträchtige Investitionen finanziert, steigt das Produktivitätsniveau, was die Grundlage für reale Lohnerhöhungen und den Ausbau der Sozialsysteme ist.

Dieser Prozess wird durch die anhaltend niedrigen Zinsen und die wachsende Regulierung geschwächt. Um auf mittlere Sicht das Lohnniveau und die Sozialsysteme in Deutschland und Europa zu sichern, könnte der Ausstiegsstrategie der USA gefolgt werden, die bereits mit einer deutlichen Stärkung des Bankensektors und des Wachstums einhergegangen ist (Abb. 8).

Abbildung 8: Aktienpreise von Industrie- und Finanzunternehmen in den USA



Quelle: Thompson Reuters Datastream.

4.1. Vorsichtige geldpolitische Straffung

Ein wesentlicher Faktor für die Wirtschaftlichkeit der Banken ist die Geldpolitik, die maßgeblich die Banken geschwächt hat (siehe Kapitel 3.1). Ein wichtiger Faktor für die Gesundung des Bankensektors in den USA war die frühe Rekapitalisierung sowie die positive Verzinsung der Einlagen der Banken bei der Fed¹⁸, mit der sie den die Banken Kapital in Höhe von 80 Mrd. Euro zugeführt hat. Der EZB hat im gleichen Zeitraum durch die negativen Verzinsungen auf Einlagen in der Einlagenfazilität den Bankensektor geschwächt. Sie sollte deshalb die negative Verzinsung der Überschusseinlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank zeitnah einstellen.

Ein vorsichtiges Anheben der Leitzinsen wie in den USA würde auf die mittlere Frist die Zinsmargen als traditionelle Einkommensquelle der Banken stärken. Die kleinen und mittleren Banken, die das Rückgrat der europäischen Wirtschaft bilden, würden wieder wirtschaftlich gestärkt. Ein daraus resultierendes Ansteigen der Kreditzinsen für die Unternehmen würde diese zu einer Stärkung ihrer Effizienz zwingen, was den Anteil der (potenziell) faulen Kredite bei den Banken verringern würde. Mit einem Anstieg der Zinsen würde auch die Signalfunktion der Zinsen wiederhergestellt und Risiken wieder besser angezeigt. Hohe Verschuldung und Spekulation würden sanktioniert und eingedämmt. Das Produktivitätsniveau als Grundlage für Lohnerhöhungen würde steigen.

4.2. Behutsame Rückführung der Regulierung

Die vorsichtige Rückführung der Regulierung würde die Möglichkeit eröffnen, die für die Banken und die Steuerzahler kostspieligen Regulierungskosten zu reduzieren. Im Mai 2018 befreite der US Kongress ca. 3000 Banken von den strengen Regelungen des Dodd-Frank-Acts.¹⁹ Weniger als 10 Banken mit Vermögenswerten von über 250 Mrd. Dollar unterliegen weiterhin dem Dodd-Frank-Act. Der Kongressabgeordnete Paul Ryan argumentierte, dass damit die Kreditvergabe an Klein- und Mittelunternehmen ebenso wie der Service für die Kunden verbessert würde (Rapperport und Flitter 2018).

¹⁸ Die Interest Rate on Required Reserves wurde von 0% im Dezember 2016 auf zuletzt 2.2% angehoben.

¹⁹ Billing Codes: 4810-33-P; 6210-01-P; 6714-01-P

Bei einer Lockerung der markoprudenziellen Aufsicht für kleine und mittlere, nicht systemrelevante Banken würde nach dem Grundsatz der Proportionalität verfahren. Dieser stellt sicher, dass die Umsetzung von Regulierungsanforderungen nicht anspruchsvoller ist als unter Berücksichtigung der Risiken erforderlich. Vereinfachungen werden anerkannt, wenn und soweit sie im Hinblick auf die Risiken gerechtfertigt sind. Deshalb könnten für kleine und mittlere Banken die Anforderungen bei Kreditvergabe und der Berichterstattung reduziert werden. Das würde auch kleine und mittlere Unternehmen und damit die Mittelschicht in Europa stärken.

Das jüngste Bankenpaket der Europäischen Union, das Banken bis zu einem Bilanzschwellenwert von fünf Mrd. Euro bei den Meldepflichten entlastet, geht aus dieser Sicht in die richtige Richtung. Regulierung soll auf die Systemrelevanz der Finanzinstitute angepasst (zugeschneidert) sein. Allerdings werden in Europa immer noch deutlich mehr Banken durch die strengere Regulierung erfasst als in den USA, wo die Schwelle ein Anreiz gegen Bankfusionen sein kann.

Voraussetzung ist die Rückkehr zu einer symmetrischen Geldpolitik, die nicht nur in Krisen Zinsen stark senkt, sondern auch in der Erholung nach der Krise die Zinsen in gleichem Maße wieder anhebt (Weidmann 2015). Dafür ist es notwendig, die geldpolitischen Entscheidungen nicht nur auf das konsumentenpreisbasierte Inflationsziel auszurichten, sondern auch auf deren Auswirkungen auf den Finanzmärkten (Borio 2014). So würde die Allokations- und Signalfunktion des Zinses wiederhergestellt. Die Regulierung könnte auf ein angemessenes und verständliches Maß reduziert werden. Ebenso würde das Haftungsprinzip als konstituierender Pfeiler der Marktwirtschaft gesichert (Eucken 1952, Erhard 1957).

5. Ausblick

Die großen Zentralbanken haben über einen langen Zeitraum die Anreize auf den Finanzmärkten hin zu Spekulation verzerrt. Die daraus resultierenden Übertreibungen haben bei Platzen sowohl zur weiteren geldpolitischen Expansionen als auch zu einer deutlichen Ausweitung der Regulierung geführt. Die Wirkungsweise von Regulierung ist in international liberalisierten Finanzmärkten jedoch beschränkt und hat gesellschaftlich unerwünschte

Konzentrations- und Verteilungseffekte. Aus ordnungspolitischer Sicht ist die zu beobachtende fortschreitende Konzentration im Bankensektor bedenklich, weil der Wettbewerb eingeschränkt wird. Dies geht früher oder später zu Lasten der Kunden, insbesondere der Haushalte sowie der kleinen und mittleren Unternehmen. Zudem drohen Interventionsspiralen, wenn den negativen Effekten der Geldschwemme und der Regulierung mit neuen Regulierungen begegnet werden soll.

Die richtige wirtschaftspolitische Therapie befasst sich mit den Ursachen einer Krise statt mit der Korrektur der Symptome. Deshalb ist eine vorsichtige geldpolitische Straffung und ein an den Prinzipien der Finanzstabilität ausgerichteter behutsamer Abbau der Regulierung notwendig. Da davon ausgehen ist, dass die sehr ausgeprägte geldpolitische Expansion seit 2008 versteckt neue Risiken geschaffen hat, ist sowohl bei der Straffung der Geldpolitik als auch bei der Deregulierung des Finanzsektors Vorsicht geboten. Der Anstieg der Zinsen und die Lockerung der Regulierung gehen miteinander einher. Nur so können auf die lange Frist, das Haftungsprinzip, der Wohlstand, die Verteilungsgerechtigkeit und die Sozialsysteme in Europa gesichert werden.

Literatur

Blinder, Alan / Reis, Ricardo (2005): Understanding the Greenspan Standard. *Princeton University Department of Economics Working Papers 88*.

Bernanke, Ben. 2002. "Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Conference to Honor Milton Friedman." University of Chicago, Chicago, Illinois, November 8, 2002.

Borio, Claudio (2014): Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery? *BIS Working Paper 440*.

Cochrane, John 2018: [Europe's Banks](#). The Grumpy Economist 8.11.2018.

Deutscher Bundestag 2018: *Fünfter Bericht des Ausschusses für Finanzstabilität zur Finanzstabilität in Deutschland*, Berlin. BT 19/3080.

Draghi, Mario 2012: **Remarks Made at the Global Investment Conference**, London.

Erhard, Ludwig 1957: *Wohlstand für Alle*. Econ-Verlag, Düsseldorf

- Eucken, Walter 1952: *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. Mohr und Polygraphischer Verlag, Tübingen und Zürich.
- Fender, Ingo / Mitchell, Janet 2009: Incentives and Tranche Retention in Securitisation: a Screening Model. *CEPR Discussion Paper* 7483.
- Gerstenberger, Juliane / Schnabl, Gunther 2017: The Impact of Japanese Monetary Policy Crisis Management on the Japanese Banking Sector. *CESifo Working Paper* 6440.
- Hayek, Friedrich August von 1929: *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*. Salzburg: Philosophia Verlag.
- Hayek, Friedrich August von 1974: *The Pretence of Knowledge*, Nobel Memorial Prize Lecture, Stockholm.
- Herok, David / Schnabl, Gunther 2018: Europäische Geldpolitik, Zombifizierung und Wachstum in Europa. *Wirtschaftspolitische Blätter* 18, 463-478.
- Hoffmann, Andreas / Schnabl, Gunther 2011: A Vicious Cycle of Manias, Bursting Bubbles and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View. *The World Economy* 34, 3, 382-403.
- KPMG 2013: Auswirkungen regulatorischer Anforderungen*, Frankfurt.
- McKinnon, Ronald 1973: *Money and Capital in Economic Development*. Washington: Brookings Institution Press.
- McKinnon, Ronald / Schnabl, Gunther 2016: China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the Renminbi as an International Currency. *China & World Economy* 22, 3, 1-34.
- Murai, Taiki / Schnabl, Gunther 2018: Rettungspaket für die Türkei? Wie der Wertverlust der türkischen Lira zum Risiko wird. „*ÖkonomenBlog: Stimme der wirtschaftlichen Vernunft*“, 5.9.2018.
- Peek, Joe / Rosengren, Eric (2005): Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review* 95, 4, 1144–1166.
- Rappeport, Alan / Flitter, Emily 2018: Congress Approves First Big Dodd-Frank Rollback. *The New York Times* 22.5.2018. Online.
- Sargent, Thomas / Wallace, Neil 1981: Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, 1–17.
- Schumpeter, Joseph 1912: *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Massachusetts.

Shaw, Edward 1973: *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.

The Economist 2018: American Banks Have Recovered Well; Many European Ones Less So. 6.12.2018.

Weidmann, Jens 2015: Zur Rolle der Finanzstabilität für die Geldpolitik. Vortrag im Rahmen der "Münchener Seminare" der CESifo Group und der Süddeutschen Zeitung, München.