

aus: Financial Times Deutschland vom 15.07.2010

Wolfgang Münchau

Mogelpackung Aufschwung

Die Ergebnisse der Stresstests stehen vor der Veröffentlichung, an den Bondmärkten schrumpfen die Risikoaufschläge. Wer nun denkt, alles wird gut, irrt. Die Krise ist nicht vorbei.

Endlich mal eine gute Woche auf den Bondmärkten. Die Risikoaufschläge für süd-europäische Staatsanleihen verringern sich, und die Europäische Zentralbank reduziert flugs ihre Interventionen an den Kapitalmärkten. Ihr Aufkaufprogramm für Staatsanleihen ist effektiv am Ende. Händler werden mit der Aussage zitiert, die Ankündigung der Stresstests für die Banken hätte den Durchbruch gebracht. Die Krise nähert sich ihrem Ende. Und die Konjunktur fängt wieder an zu brummen.

Leider alles Quatsch. Erstens werden die Stresstests nicht wirklich etwas bringen. Deutschlands unterkapitalisierte Banken werden unterkapitalisiert bleiben. Zweitens ist der Stabilisierungsfonds der EU dermaßen riskant, dass er kaum die gewünschte Stabilisierung an den Bondmärkten erreichen wird. Und drittens verlangsamt sich die Weltkonjunktur, auch wenn man das in Deutschland noch nicht spürt. Die Krise ist alles andere als zu Ende.

Was die Stresstests angeht, wird sich für Deutschland nichts oder wenig ändern. Rein makroökonomisch betrachtet ist die staatseigene KfW effektiv insolvent. Da sie die Papiere in ihren Büchern nicht wie Geschäftsbanken mit Kapital unterlegen muss, unterschreitet sie zwar keinen bestimmten Sollwert und verstößt auch nicht gegen ein Gesetz. Doch sie ist wie weite Teile des Bankensystems eigentlich unterkapitalisiert.

Die Landesbanken wännen sich ausgestattet mit einer adäquaten Kapitalstruktur. Doch es ist nicht echtes Aktienkapital, das das Risiko in ihren Bilanzen absorbiert, sondern stilles Kapital. Das ist eine von vielen hybriden Formen von Kapital, angesiedelt irgendwo zwischen Anleihen und Aktien. Auch wenn wir Deutschen uns für grundsolide in finanziellen Angelegenheiten halten, sind wir Weltmeister darin, wackelige Finanzkonstrukte auf die Beine zu stellen.

Stilles Kapital erhöht das Risiko

Hybrides Kapital erfüllt formal die Voraussetzung der Baseler Eigenkapitalkriterien. Noch. Bald soll es Einschränkungen geben. Der Grund, warum wir in der Diskussion um die Stabilität von Banken an einer starken Kapitaldecke interessiert sind, ist nicht die formale Erfüllung irgendwelcher Regeln. Wir - die Öffentlichkeit - möchten, dass die Banken im Falle einer Insolvenz über genügend Kapital verfügen, das für die Verluste aufkommt. Die Inhaber von stillem Kapital genießen aber selbst in der Krise noch einen Anspruch auf Zinszahlungen. Die Idee von Eigenkapital ist, dass es Risiko absorbiert. Stilles Kapital und andere hybride Kapitalformen verstärken das Risiko.

Daher ist es auch problematisch, dass der Rettungsfonds Soffin seine Eigenkapitalinjektionen in Form von stillem Kapital beisteuert. Das reduziert zwar das Risiko des Bundes, löst aber nicht das Problem eines unterkapitalisierten Bankensektors. Es ist eine Mogelpackung, die die überfällige Umstrukturierung im Bankensektor verhindert. Denn durch die Injektion von stillem Kapital bleibt die kuschelige Eignerstruktur in Deutschlands öffentlichem Bankensektor erhalten.

Die Stresstests stehen daher auf einem sandigen Untergrund. Vielleicht wird hier und da eine schwächelnde Bank in Irland oder Spanien gezwungen, ihre Bilanz mit etwas hybridem Kapital aufzumotzen. Aber was ändert es? Europas Regierungen haben nicht den politischen Willen, die Problematik eines unterkapitalisierten Bankensektors anzugehen, und ohne kapitalstarken Finanzsektor werden wir kaum einen stabilen Aufschwung erwarten.

Was den europäischen Stabilisierungsfonds angeht, gibt es einige Parallelen. Auch hier bedient man sich der Zaubertricks des modernen Finanzwesens. Sie erinnern sich wahrscheinlich an die exotischen Finanzprodukte, mit denen Banken die amerikanische Immobilienkrise auslösten. Der europäische Rettungsfonds ist technisch genau so ein Produkt: aufgebaut wie eine Collateralized Debt Obligation (CDO), ein strukturiertes Produkt aus der Giftküche der Kreditmärkte.

Dafür werden schlechte Schulden aufgekauft, gestückelt und dann in ein Produkt mit höchstem Rating verwandelt. Die Technik, die man benutzt, ist die der Überabsicherung. Man steckt etwas mehr Kapital rein, als rechnerisch nötig wäre, um das höhere Risiko abzusichern. Im Falle des Rettungsfonds beträgt die Überkapitalisierung 20 Prozent, was wahrscheinlich nicht ausreichen wird. Diese Rechnung basiert auf der Annahme, dass Spanien und Italien beide nicht in wirkliche Not geraten. Da die Europäische Zentralbank die Käufe der Staatsanleihen fast auf null zurückgeschraubt hat, ist der Rettungsfonds das einzige echte Stabilisierungsinstrument, das uns zur Verfügung steht.

Anhaltende Schwäche

Und zu guter Letzt ist auch der Konjunkturausblick nicht mehr ganz so rosig. Die deutsche Konjunktur hat im zweiten Quartal ordentlich zugelegt, und die Stimmung ist mittlerweile sehr gut. Nur läuft die deutsche Wirtschaft nicht immer synchron mit der Weltkonjunktur. Die globale Abschwächung, die wir momentan erleben, wird auch auf Deutschland ihre Auswirkungen haben, zumal jetzt auch wieder Marktzinsen und Wechselkurse steigen.

Ab dem nächsten Jahr wird die Haushaltspolitik stetig konsolidieren, sodass wir bei weiterhin stagnierender Inlandsnachfrage mehr denn je auf den Export für das Wachstum angewiesen sind. Ich glaube zwar nicht an eine erneute Rezession, aber ich halte einen langjährigen stabilen Aufschwung der Weltwirtschaft für sehr unwahrscheinlich. Die Unterkapitalisierung der Banken und die Überschuldung des Privatsektors in vielen Ländern bremsen den Aufschwung. Wenn der öffentliche und der private Sektor gleichzeitig sparen, dann heißt das logischerweise, dass weniger investiert wird.

Die unzureichende Rekapitalisierung der Banken, die brüchige Strategie der Stabilisierung in Europa und eine eher schwache Entwicklung der Weltkonjunktur werden dafür sorgen, dass uns die Krise auch weiterhin erhalten bleiben wird. Es ist eine Strukturkrise, keine Konjunkturkrise. Sie endet nicht durch gute Stimmung. Wer das glaubt, hat die tiefen Ursachen dieser Krise immer noch nicht verstanden. Um diese Krise zu meistern, reicht die übliche politische Flickschusterei nicht aus. Es handelt sich um eine Krise, die wir tatsächlich lösen müssen.

Wolfgang Münchau ist FTD- und FT-Kolumnist. Er leitet den Informationsdienst Eurointelligence.