

Interventionen destabilisieren Marktkräfte

Mehr als fünf Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise sind die wirtschaftlichen Aussichten für die meisten europäischen Länder immer noch düster.



Die Arbeitslosigkeit erreicht monatlich neue Höchstwerte. Trotz Fortschritten beim Abbau der Haushalts- und Handelsbilanzdefizite bleibt der Handlungsbedarf gross. Der Rückstand bei Strukturreformen erhöht den Druck auf die Zentralbanken, die Liquidität weiter zu erhöhen und die Zinsen tief zu halten. Die Ankündigung der grossen Zentralbanken im September, noch stärker auf den Anleihenmärkten einzugreifen, wurde mehrheitlich begrüsst und im Falle der Europäischen Zentralbank gar als Durchbruch in der Bewältigung der Krise gefeiert. Ebenfalls breite Unterstützung findet die Umsetzung einer Bankenunion.

Ausgabenkürzungen statt Steuererhöhungen
Die Idee, überschuldeten Staaten mehr Zeit bei der Haushaltskonsolidierung zu geben, dürfte wenig zielführend sein. Es impliziert, dass die bisherige externe Hilfe in der Höhe von über 400 Milliarden Euro – und damit auch das moralische Risiko der Unterstützungsleistungen – zusätzlich erhöht wird. Haushaltskonsolidierungen sind vor allem dann erfolgreich, wenn in erster Linie die Staatsausgaben gekürzt werden. Zahlreiche

europäische Staaten setzen indessen stark auf Steuererhöhungen. Die Steuer- und Abgabenquote summiert sich in der Eurozone mittlerweile auf 46 Prozent des Bruttoinlandsprodukts – mehr als in jeder anderen Region der Welt.

Risikante Zentralbankinterventionen
Gleichzeitig erreichen auch die Interventio-

nen der Zentralbanken neue Dimensionen. Die Bank of England und die Bank of Japan besitzen Staatsanleihen in der Höhe von über 22 Prozent der Wirtschaftsleistung. In der Schweiz belaufen sich die Devisenreserven der Nationalbank auf über 70 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Die Nationalbank hat damit ihre Bilanz neben der Bank of England am stärksten ausgedehnt. Die Monetisierung

der Staatsschuld, das heisst die Finanzierung der Staatstätigkeit über die Zentralbank, ist in einigen Staaten bereits Realität. In Grossbritannien war die Summe der Anleihenkäufe 2009 grösser als das Haushaltsdefizit, im laufenden Jahr dürfte sie knapp 90 Prozent des Defizits betragen. Mit derart starken und wiederholten Interventionen wird die Signalfunktion der Marktkräfte ausser Kraft gesetzt: ein Markteingriff präjudiziert den nächsten.

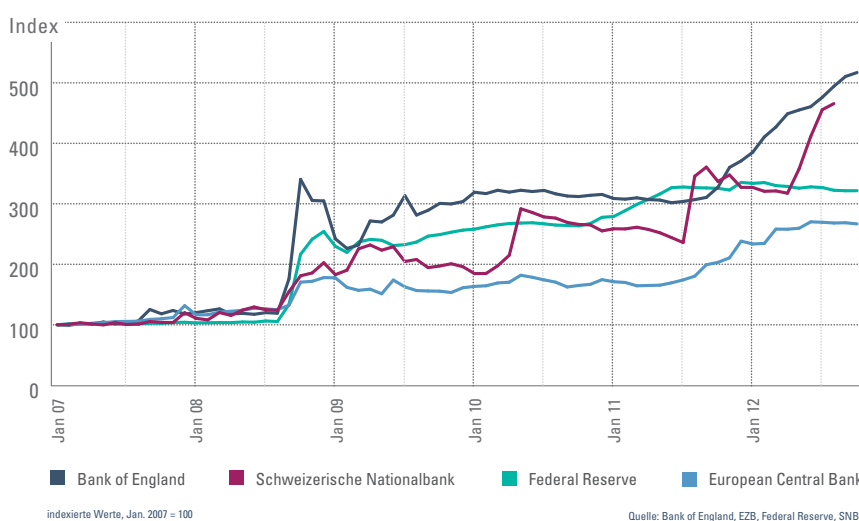
«Die Monetisierung der Staatsschuld ist in einigen Staaten bereits Realität.»

Strategien in der Krise und ihre Risiken
Die expansive Geldpolitik dämpft zwar kurzfristig die Auswirkungen der Krise. Sie kann jedoch die strukturellen Probleme im Euroraum nicht beheben. Mittel- und langfristig besteht das Risiko höherer Inflationsraten und von Blasenbildungen in diversen Märkten. Versicherungen und Pensionskassen haben Schwierigkeiten, die Renditeversprechungen

einzuhalten, die Bildung von Ersparnissen wird unattraktiv. International werden Kapitalverkehrskontrollen und neue Handelsbarrieren politisch wieder opportun. Letztlich droht der Ersatz fehlender fiskalpolitischer Spielräume durch die Geldpolitik, die Unabhängigkeit der Zentralbanken so zu unterminieren, dass zunehmend die eigentliche Aufgabe der Preisstabilität vernachlässigt wird. Die Bewältigung der Krise in Europa erfordert nicht nur, dass Schulden abgebaut und Finanzinstitute stabilisiert werden. Finanz- und Geldpolitik müssen rechtzeitig ihre Rückzugsstrategie durchsetzen können. Ansonsten besteht die Gefahr, dass die permanenten Kriseninterventionen ihrerseits den Boden für die nächste Krise legen.

Professor Christoph A. Schaltegger und Martin Weder, Ökonomisches Seminar, Universität Luzern

Massive Ausweitung der Zentralbankbilanzen



Wirksame Regulierung gefragt

In der Folge der Finanz- und Schuldenkrise wurde die Regulierung in der Assekuranz in den vergangenen Jahren deutlich ausgebaut, weitere Projekte stehen derzeit an. Dabei ist eine Tendenz hin zu einer Null-Risiko-Politik zu beobachten. Regulierung soll aber nicht eine maximale Sicherheit bezwecken, sondern sorgfältig zwischen Nutzen und Kosten abwägen. Denn zu viel Regulierung wird sich zwingend in höheren Prämien für die Versicherten niederschlagen, was volkswirtschaftlich nicht wünschenswert ist.



Regulierung ist im Versicherungssektor notwendig, um die Versicherungsnehmer zu schützen und einen funktionsfähigen Versicherungsmarkt sicherzustellen. Zu diesem Zweck werden Vorgaben etwa zum Mindesteigenkapital (Solvenz) oder zur Anlagepolitik gemacht. Dies mit dem Ziel, Anreize für Managemententscheidungen im Sinne der Versicherungsnehmer zu schaffen. Regulierung nimmt also Einfluss auf Entscheidungen und Geschäftsmodelle in der Assekuranz. Wie kann Regulierung aber aus ökonomischer Sicht effektiv gestaltet werden, etwa um Komplexität zu managen oder um den optimalen Eingriffsgrad in den Versicherungsmarkt zu finden?

verständliche Modelle zur Regulierung zu verwenden.

Geschäftsmodelle beeinflusst
Aktuelle Studien des I.VW-HSG zeigen sehr eindrucksvoll, wie Regulierung die Anlagestruktur der Versicherer einschränkt und zu nicht effizienten Portfolios führt. Die Versicherer halten derzeit ein undiversifiziertes Anlageportfolio, insbesondere in Staatsanleihen europäischer Länder. Regulierung unterstützt diesen Trend zum Klumpenrisiko. Regulierung beeinflusst auch die Geschäftsmodelle: Mehrere deutsche Lebensversicherer haben jüngst das Neugeschäft eingestellt, unter anderem begründet mit den neuen Solvenzmodellen. Die hohen Kosten der Regulierung werden auch immer wieder als ein Treiber der Konsolidierung des Versicherungsmarkts genannt. Weniger Unternehmen können zu weniger Wettbewerb und weniger Wahlmöglichkeiten für den Versicherungsnehmer führen. Dies schützt weder den Versicherungsnehmer, noch fördert es die Funktionsfähigkeit des Versicherungsmarkts.

Komplexität ist problematisch
Neue Modelle wie der Schweizer Solvenzttest (SST) oder Solvency II stellen ohne Zweifel wichtige Bausteine für eine risikoadäquate Kontrolle der Versicherer dar. Allerdings ist ihre Komplexität problematisch, da die Modelle selbst für viele Fachspezialisten nur schwer nachvollziehbar sind. Ist es sinnvoll, dass die Risikosteuerung der Industrie auf Basis eines Modells erfolgt, das nur sehr wenige verstehen? Dies zumal die Modelle zur Entscheidungsfindung genutzt werden? Solvenzmodelle können strategische Entscheidungen in fragwürdige Richtungen lenken, zum Beispiel wenn Versicherer das traditionelle Lebergeschäft grundsätzlich in Frage stellen oder Aktien massiv untergewichten, um Mindesteigenkapitalanforderungen zu senken. Dies kann nicht im Sinne der Versicherungsnehmer sein. Zur Komplexität ist auch anzumerken, dass einfache Kennzahlen (wie die Eigenkapitalquote) zur Risikoeinschätzung mitunter besser geeignet sind als komplexe Solvenzmodelle. Entsprechende empirische Ergebnisse liegen sowohl für Banken als auch für Versicherer vor. So hat Andrew Haldane von der Bank of England jüngst gefordert, dass der Komplexität des Finanzdienstleistungssektors nicht mit Komplexität der Regulierung begegnet werden sollte. Es drängt sich also die Frage auf, ob es nicht vernünftiger wäre, einfache und

«Neue Regulierungen können auch die Ziele der Aufsicht konterkarieren.»

Kosten-Nutzen-Verhältnis prüfen
Mehr Regulierung gilt heute in vielen Bereichen grundsätzlich als gut, deren Wirksamkeit und Nutzen wird als gegeben angenommen. Eine systematische und unabhängige Hinterfragung fehlt aber noch. Weder werden Regulierungskosten ausreichend thematisiert, noch werden Wirksamkeit und das Verhältnis von Kosten und Nutzen überprüft. Eine sinnvolle Initiative kann folglich darin bestehen, neue Regulierung vor und nach Einführung transparent auf Effektivität und Effizienz zu überprüfen. Dabei sollte die Handhabbarkeit der Regeln, ihre Auswirkungen auf den Versicherungsmarkt und die Kosten-Nutzen-Abwägung im Zentrum stehen. Denn neue Regulierung kann unerwünschte Auswirkungen haben, sich zum Nachteil von Versicherungsnehmer und Volkswirtschaft auswirken und die Ziele der Aufsicht konterkarieren. Folglich ist vor dem Hintergrund der Finanz- und Schuldenkrise nicht mehr, sondern wirksame Regulierung gefragt.

Professor Martin Eling, Institut für Versicherungswirtschaft, Universität St. Gallen

Aktuelle Finanzmarktanalyse



Christophe Bernard
Chefstrategie der Vontobel-Gruppe

tritt am 6. November am Europa Forum Luzern auf



Philipp Gmür
CEO Helvetia Schweiz



Maurice Pedergnana
Professor Institut für Finanzdienstleistungen Zug

Welches sind die mittel- und längerfristigen Folgen der Politik des «billigen Geldes» verschiedener Notenbanken?

Die jüngsten Massnahmen des Fed schiessen über das Ziel hinaus. Aufgrund der anhaltenden Deflation in der Schweiz ist die Politik der SNB weiterhin angemessen und in der Euro-Zone kann bei einem Geldmengenwachstum von nur 3% nicht wirklich von einer Politik des billigen Geldes gesprochen werden. Wir sehen deshalb mittel- bis langfristig nur in den USA die Gefahr eines temporären Überschüssens der Inflation über 2.5% hinaus.

Die Herausforderung für die Notenbanken ist die geschaffene Liquidität rechtzeitig abzubauen. Steigt die Inflation, hat dies für uns Versicherer u. a. dreierlei Folgen: 1. Der Anstieg der garantierten Nominalzinsen begünstigt die Nachfrage nach Lebensversicherungen. 2. Negative Auswirkungen zeigen sich bei den Nichtlebensversicherungen: Zum Voraus fixierte Prämien stehen höheren Schadenzahlungen gegenüber. 3. Der Wert der hohen Anleihen-Bestände sinkt, was bei rasch steigender Inflation zu Bilanzschocks führt.

Die grösste Blase in einer Assetklasse seit dem 2. Weltkrieg wird demnächst platzen. Clevere Investoren stellen sich frühzeitig darauf ein, dass wir in dieser Hinsicht früher oder später eine Rückkehr zu tatsächlichen Marktzinsniveaus erfahren werden. Die geldpolitischen Massnahmen haben völlig neue Pseudomarktverhältnisse in zahlreichen Assetklassen (Immobilien, Aktien, Staatsanleihen und Corporate Bonds) generiert, was in den nächsten zehn Jahren zu einem differenzierten Bereinigungsprozess führen wird.

Braucht es neben strengeren Regeln für die Finanzpolitik auch eine Bankenunion?

Den europäischen Gremien ist zuzustimmen, dass die weit fortgeschrittene Finanzmarktintegration in der Euro-Zone eine vereinheitlichte Bankenaufsicht, ein gemeinsames Krisenmanagement und eine harmonisierte Abwicklung erfordern. Die Kapitalfluchtströme innerhalb der Euro-Zone – welche sich in den stark angeschwollenen Target 3 Salden der Notenbanken niederschlagen – sind der Beweis dafür, dass die Anleger zwischen der Solidität des Bankensystems verschiedener Länder noch stark differenzieren.

Wir brauchen nicht strengere, sondern wirksamere Regeln. Dabei sollte den Eigenheiten einzelner Branchen mehr Beachtung geschenkt werden. Gerade die Versicherungsindustrie leidet darunter, dass sie trotz unterschiedlichem Geschäftsmodell immer mehr bankennahe Regulierungen umsetzen muss. Versicherten und Investoren ist damit nicht gedient. Ob es eine Bankenunion braucht, überlasse ich den Spezialisten. Eine Versicherungsunion braucht es mit Sicherheit nicht. Die europäische Versicherungsaufsicht und die Länderaufsichten leisten gute Arbeit.

Es geht darum, dass die EZB auch die Aufsicht über die Banken übernehmen. Das betrachte ich als wichtigen Baustein eines stabilen Rahmens für die Währungsunion. Damit wird die Gefahr von Interessenskonflikten zwischen nationalen Bankenaufsichtsbehörden und den jeweilig national sehr relevanten Banken deutlich vermindert. In den USA zeigt sich deutlich, dass eine hohe Bankenkonzentration – die trotz aller Kritik an zu gross gewordenen Banken seit Beginn der Finanzkrise noch grösser geworden ist – die Wirkung der Geldpolitik schwächt.

Im internationalen Wettbewerb leiden die Schweizer Finanzdienstleister unter veränderten steuerpolitischen Rahmenbedingungen. Wie können sie sich trotzdem langfristig behaupten?

Kostendruck – auch als Folge des gestiegenen Regulierungsaufwandes – sowie der limitierte Zugang zum EU-Markt sind strukturelle Nachteile für den Schweizer Bankenplatz. Es ist auch wichtig, ob es politisch gelingen wird, die Identität des Kunden nicht automatisch preisgeben zu müssen. Ein beträchtlicher Anteil von ausländischen Privatbankenkunden sind hier aus Gründen der Diskretion und nicht aus steuerlichen Gründen. Politische- und Währungsstabilität spielen ebenfalls eine Rolle. Der wichtigste Faktor bleibt aber die Wettbewerbsfähigkeit der Produkte: Qualität, Service und Preis müssen stimmen.

Wir verfügen derzeit v. a. im Bereich Lebensversicherungen, einer unserer Kernkompetenzen, nicht über gleich lange Spiesse wie die europäische Konkurrenz. Damit wir uns langfristig nicht nur behaupten, sondern als «Pension Hub» in Europa profilieren können, müssen Politik und Versicherer am selben Strick ziehen. Um Chancengleichheit zu erlangen, brauchen wir erstens ein Abkommen mit der EU, das uns den vollen Marktzugang im EU-Gebiet in allen Versicherungsbereichen und -dienstleistungen bringt, und zweitens muss unsere Aufsichtsregulierung EU-kompatibel sein.

Längerfristig können sich jene hervorragend behaupten, die ein transparentes, faires Geschäftsmodell verfolgen und damit einen bedeutenden Kundennutzen erzielen. Alle anderen haben keine Existenzberechtigung – das ist Marktwirtschaft. Von der Regulierung soll man sich nicht zu viel erhoffen. Mit der KAG-Revision hat das Parlament der FINMA deutlich gezeigt, dass die Mehrheit nicht einfach blind an den Nutzen von zusätzlicher Regulierung glaubt. Ganz unabhängig von den steuerpolitischen Rahmenbedingungen müssen sich die Länder fragen, weshalb Leute mit ihrem Kapital flüchten.

Garantiert für ein Allzeithoch
made by Gübelin.



GÜBELIN
JUWELEN · UHREN