

# IM KLARTEXT

INFORMATIONEN ZUR SOZIALEN MARKTWIRTSCHAFT

Die Ludwig-Erhard-Stiftung ist bei aller Entschiedenheit ihres Engagements für Freiheit und Verantwortung in Staat, Gesellschaft und Wirtschaft von Parteien und Verbänden unabhängig.  
Sie ist als gemeinnützige Vereinigung voll anerkannt.

Oktober 2011



## Riskantes Spiel auf Zeit

Vor drei Jahren ging die amerikanische Investmentbank Lehman Brothers in die Pleite. Die darauf folgende Vertrauenskrise im Finanzsektor setzte Banken, Versicherungen und Fondsgesellschaften weltweit unter Druck. Das wiederum führte zu teuren Rettungsmaßnahmen seitens der

Regierungen und Notenbanken in den USA und Europa. Die Schulden der Banken wurden in die öffentlichen Haushalte und die Bilanzen der Notenbanken verschoben. Die Politiker in den jeweiligen Staaten begründeten diese „Sozialisierung der Verluste“ mit der vermeintlichen Systemrelevanz der Banken, sie seien „too big to fail“ – also zu groß, um sie in die Pleite gehen zu lassen. Schmerzlicher Nebeneffekt: Die rettenden Staaten haben die bereits vorher beachtlichen öffentlichen Schulden dramatisch ausgeweitet.

Inzwischen hat sich die Wirkungsrichtung gedreht: Die hohen und weiter wachsenden Schuldenberge in den Euro-Mitgliedsländern – allen voran Griechenland – und die damit einhergehende Unsicherheit über ihre Zahlungsfähigkeit haben die Märkte für Staatsanleihen erschüttert. Da diese Schuldpapiere in großem Umfang von Banken gehalten werden, sind jene erneut unter Druck geraten.

Besonders fatal in dieser prekären Situation: Trotz des vielfachen Rufs nach einer besseren Regulierung des Finanzsektors in Europa und Deutschland ist bislang wenig geschehen. Das Reformpaket des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wurde zwar auf den Weg gebracht (Basel III), beginnt aber erst ab dem Jahr 2013 peu à peu seine Wirkung zu entfalten; die Zeit davor ist als Prüfungsphase vorgesehen. Hoffentlich setzen die Regierungen der Euroländer, die offenkundig auf Zeit spielen, damit nicht auf die falsche Karte: Mittlerweile wurde mit der belgisch-französischen Dexia-Bank bereits das erste Geldhaus, das im Juli 2011 noch den EU-Stresstest bestanden hatte, von der griechischen Schuldenlast in den Abgrund gezogen.

Lars Vogel

## Verunsicherung

Das Deutsche Institut für Altersvorsorge (DIA) erfragt seit 2009 in jedem Quartal die Meinungen der Bürger zum Thema Altersvorsorge. Laut Umfrage für das 3. Quartal 2011 machen sich 55 Prozent der Erwerbstätigen aufgrund der Euro-Krise Sorgen um ihre Ersparnisse (im 4. Quartal 2010: 45 Prozent). 62 Prozent der Befragten – zehn Prozentpunkte mehr als Ende 2010 – sind sicher, dass sich die Krise negativ auf ihre Altersvorsorge auswirken wird. Zunehmende Finanzhilfen an verschuldete EU-Länder sowie Inflationsbefürchtungen werden als Ursache dafür genannt. Etwa ein Fünftel der Erwerbstätigen denkt deshalb darüber nach, zur Vorsorge für die Wechselfälle des Lebens Immobilien oder Gold zu kaufen.

<http://goo.gl/33srQ>

## Vertrauensverlust

Das Unternehmen Fidelity Investment hat in 14 EU-Ländern nach dem Vertrauen von Anlegern gegenüber ihren Finanzberatern gefragt. Die Ende September 2011 veröffentlichten Ergebnisse belegen, dass die Finanzkrise in vielen Ländern nachwirkt. In Deutschland gaben 38 Prozent der Befragten an, dass sie weniger Vertrauen in die Berater haben als 2008. Das Vertrauen deutscher Anleger sank stärker als im Durchschnitt der untersuchten europäischen Länder (31 Prozent).

Laut Studie bröckelt das Vertrauen weiter.

Dabei ist professioneller Rat nach wie vor gefragt: Rund zwei Drittel der deutschen Anleger lassen sich bei der Geldanlage beraten. Mit einem Anteil von 56 Prozent bleiben Banken wichtigste Ansprechpartner für die Geldanlage. Lediglich neun Prozent der deutschen Anleger bevorzugen unabhängige Finanzberater; das liegt im europäischen Durchschnitt. Gefragt wurde auch nach der Kostentransparenz von Geldanlagen: Sie hat sich nach Ansicht der Anleger weiter verschlechtert. 2010 gaben noch 67 Prozent der Befragten in Deutschland an, dass ihr Berater ihnen alle anfallenden Gebühren offengelegt habe. Dieser Anteil ist 2011 auf 51 Prozent gesunken.

<http://goo.gl/cDA8Y>

## Gegenkalkulation

Vor zehn Jahren startete die Bundesregierung – zu diesem Zeitpunkt eine Koalition aus SPD und Bündnis90/Die Grünen – „die Verteidigung Deutschlands am Hindukusch“, so ließ damals der amtierende Bundesminister der Verteidigung Peter Struck verlauten. Mit zunächst 1 200 Soldaten engagierte sich die Bundesrepublik Deutschland an der Internationalen Sicherheitsbeistandstruppe (ISAF) zur Aufrechterhaltung der Ordnung in Kabul und Umgebung.

Die offiziellen Kosten für die Mission in Afghanistan wurden bei jeder der bislang 13 Mandatierungen durch den Deutschen Bundestag seit 2001 festgeschrieben. Im ersten Jahr schlugen 436 Millionen Euro zu Buche, inzwischen hat sich diese Summe mehr als verdoppelt: Im Mandatstext von Januar 2011 wurde erstmals rund eine Milliarde Euro für die Bundeswehr-Beteiligung veranschlagt.

Gemäß einer Studie des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) vom Oktober 2010 ist der Afghanistan-Einsatz allerdings dreimal so teuer wie von den diversen Bundesregierungen veranschlagt. Den kürzlich aktualisierten Zahlen des DIW zufolge hat der Afghanistan-Einsatz bisher 17 Milliarden Euro gekostet; die Bundesregierung spricht von 5,5 Milliarden Euro. Bis zum geplanten Abzug der letzten deutschen Kampftruppen Ende 2014 wären nach Schätzung der DIW-Forscher mindestens fünf weitere Milliarden aufzuwenden.

Die große Differenz in der Bilanz ergibt sich daraus, dass die DIW-Forscher in ihrer Kalkulation über die reinen Einsatzkosten für Personal, Infrastruktur oder Materialbeschaffung und -erhaltung hinausgehen: Sie berücksichtigen ebenso Investitionen der deutschen Entwicklungshilfe oder Aufwendungen des Auswärtigen Amtes zur Stabilisierung der Region sowie gesellschaftliche Kosten durch den Tod – 52 deutsche Soldaten haben in Afghanistan bislang ihr Leben gelassen – oder die Verletzung von Soldaten.

<http://goo.gl/fNICs>

## Ratingagenturen in der Kritik

**Unternehmen, Banken, Staaten: Sie alle werden von Ratingagenturen benotet. Das Ansehen der Agenturen ist allerdings stark gesunken, weil sie bei der Bewertung von Kreditpapieren versagt und dadurch die weltweite Finanzkrise mitverschuldet haben. Momentan sorgen sie mit der Herabstufung von EU-Staaten – zuletzt Italien – für Unruhe.**

Das Böse hat immer einen Namen, und in diesem Fall sind es gleich drei: Fitch, Moody's oder Standard & Poor's (S&P). Diese dominierenden Ratingagenturen sollen schuld sein an der desolaten Haushaltslage in Griechenland, Portugal und neuerdings auch in Italien. Je schlechter ihre Zahlungsfähigkeit von den Agenturen eingestuft wird, desto schwerer wird es für die Länder, frisches Geld am Kapitalmarkt zu leihen. Folglich steigt die Gefahr, dass der Europäische Rettungsfonds mit immer mehr Steuergeldern der übrigen Euroländer aus helfen muss.

Nicht nur mancher bundesdeutsche Politiker sieht darin eine „bewusste Provokation gegenüber den europäischen Steuerzahlern“. Anfang Juli 2011 nannte Jörg Asmussen, damals Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen, die Herabstufung Portugals „voreilig“. Italiens Regierungschef Silvio Berlusconi unterstellte kürzlich, die Ratingagenturen hätten das Sparpaket seiner Regierung nicht verstanden. Auch Bundeskanzlerin Angela Merkel hat sich festgelegt. Sie vertraue lieber der EU-Kommission, der Europäischen Zentralbank (EZB) und dem Internationalen Währungsfonds (IWF). Das soll heißen: Die Ratings sind nicht allzu ernst zu nehmen.

### Agentur-Aufgabe: Kreditwürdigkeit prüfen

Im Wesentlichen wird das Rating-Geschäft von den drei genannten Unternehmen aus den USA dominiert. Sie haben gemeinsam einen Marktanteil von gut 90 Prozent. Keine Überraschung, dass in Europas Hauptstädten über eine einflussreiche Agentur europäischer Herkunft als Gegengewicht zu den amerikanischen nachgedacht wird. Begründung: Die Amerikaner könnten die Lage in Europa nicht „richtig“ einschätzen. Allerdings gibt es auch in Europa bereits zahlreiche Agenturen, weltweit sollen es mindestens 100 sein. Mithalten bei den „großen Drei“ kann – noch – keine davon.

Ratingagenturen sind privatwirtschaftlich tätige Unternehmen mit der Aufgabe, die Zahlungsfähigkeit von Unternehmen oder Staaten einzuschätzen. Ihre Expertisen helfen Investoren, die Informationen über eventuelle Risiken benötigen.

Kriterien für die Beurteilung sind – neben der Analyse aktueller und künftiger Zahlungen sowie der Schuldenstände – auch äußere Faktoren: die konjunkturelle Lage, die allgemeine Zinsentwicklung, staatliche Eingriffe in die Wirtschaft und andere relevante politische Entscheidungen. Mitarbeiterteams der

Agenturen sammeln Nachrichten, reden mit Beteiligten vor Ort und skizzieren daraus ein Bild über die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens oder eines Staates.

Das Untersuchungsergebnis wird schließlich in einer Buchstabenkombination dargestellt, die bei den meisten Ratingagenturen ähnlich ist. Fitch und S&P benoten eine ohne Einschränkungen zahlungsfähige Institution mit dem berühmten Triple A, der Topbewertung AAA. Danach folgen AA, A, BBB, BB und so fort. Feinere Abstufungen werden durch Plus- und Minuszeichen dargestellt. Ab BB+ beginnt der spekulative Bereich, bei dem von einer Anlage abgeraten wird. Der nachfolgende Bereich gilt dann als „Ramsch“ (Junk). Die schlechteste Wertung ist D (Default) und bedeutet nichts anderes als den Zahlungsausfall.

### Sinkende Bonität, steigende Probleme

Aktuell haben Deutschland, Frankreich und die Niederlande bei S&P die Höchstwertung AAA. Italien liegt dagegen noch bei A, allerdings mit negativem Ausblick. Ebenso mit negativem Vorzeichen, allerdings im B-Bereich wird Portugal gelistet. Griechenland ist inzwischen bei den C-Wertungen angekommen.



„Bewertungsprobleme und Prognoseunsicherheit sind grundsätzliche Schwächen der Bonitätsprüfung. Deshalb hilft auch eine Europäisierung der Ratingagenturen nicht weiter.“

Thomas Straubhaar, Direktor des Hamburgischen Weltwirtschaftsinstituts

Die Herabsetzung der Kreditwürdigkeit hat spürbare Wirkungen: Für betroffene Unternehmen oder Staaten wird es teurer, neue Kredite zu erhalten. In jedem Fall werden deutlich höhere Zinsen fällig. Außerdem kann es sein, dass Anleger ihre „Wertpapiere“ – das heißt, die an der Börse handelbaren Kredite bzw. Schuldverschreibungen – verkaufen wollen oder sogar müssen: Anlageregeln können Investmentfonds dazu zwingen, wenn Ratings auf Ramsch-Niveau fallen.

Zudem schreibt die Politik beispielsweise für Lebensversicherungen ausdrücklich vor, dass zur Anlage der Versicherungsgelder nur Wertpapiere gekauft werden dürfen, die mit entsprechend positiven Wertungen versehen wurden. Auch die EZB berücksichtigt in „normalen“ Zeiten nur Wertpapiere als Sicherheit, wenn entsprechend gute Ratings vorliegen.

Der Einfluss, den die Agenturen unzweifelhaft haben, wurde ihnen also von der Politik verschafft. Dann ist es aber unsinnig, wenn Politiker fordern, die Bindung an Ratings aufzugeben, weil der Einfluss der Agenturen gemindert werden müsse. Überhaupt ist zu fragen, warum staatliche Institutionen mit zahlreichen Expertenstäben nicht in der Lage sind, eigene Risikoanalysen zu verfassen, und sich stattdessen auf die Ratingagenturen verlassen.

Die Kritik an den Agenturen ist umso erstaunlicher, wenn die Vorgeschichte bedacht wird. Nach Ausbruch der sogenannten Subprime-Krise Ende 2007 warf man ih-

nen vor, gebündelte Kreditpapiere zunächst systematisch zu gut beurteilt und dann zu viele dieser Papiere zu schnell herabgestuft zu haben. Dieser Tage nun sind viele erstaunt, dass überbordende Staatsschulden zu Herabstufungen führen können.

### Verursacher der Schuldenkrise?

Immer wieder ist zu hören und zu lesen, die Ratingagenturen wären Verursacher der europäischen Schwierigkeiten. Dabei ist offensichtlich, dass die Agenturen die Krise, höchstens indirekt beeinflusst haben. Zweifellos gerieten durch die Fehlratings im Rahmen der Subprime-Krise auch Privatbanken und staatliche Banken in Europa an den Rand der Pleite. Die Politik in den jeweiligen Staaten hat damals entschieden, die Geldhäuser mit Milliardenbeträgen vor dem Ruin zu bewahren – und hat dafür steigende Staatsschulden in Kauf genommen. Allerdings waren die Staatsschulden bereits vor der Finanzkrise in schwindelerregenden Höhen angelangt!

Die Ratingagenturen werten aktuell lediglich die Folgen einer verfehlten Politik, sie sind die Boten der Fehlentwicklungen im Euroraum. Jeder Interessierte konnte wissen, dass griechische Staatsfinanzen seit geraumer Zeit – die erste Warnung gab es 2004 von S&P – nicht in bester Verfassung sind. Das Land hängt nun am Tropf des Europäischen Rettungsfonds und benötigt möglicherweise weitere Hilfen, bis hin zum Schuldenerlass.

Wenn die europäische Politik nun darüber berät, priva-

te Gläubiger an den Griechenland-Hilfen zu beteiligen, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass auch Gläubiger anderer Staaten – siehe Portugal oder Italien – Einbußen hinnehmen müssen. Für Ratingagenturen bedeutet das: Die Risiken wachsen, dass Griechenland seine Kredite nicht vollständig bedienen wird. Dementsprechend setzen die Agenturen die Bonität des Landes herab, das Griechenland-Rating verschlechtert sich. Die politische Diskussion setzt also eine Abwärts-spirale in Gang, obwohl man doch eigentlich Griechenland „retten“ will.

### Einflussnahmen und Interessenkonflikte

Kritiker sind sicher, den Webfehler der Ratings eindeutig benennen zu können: Wer Schuldverschreibungen ausgeben will, bezahlt für „gute“ Ratings, um günstiger an Kapital zu kommen. Staaten nehmen dabei eine Sonderstellung ein. Sie führen einerseits die Aufsicht über die Ratingagenturen – so schreiben es diverse EU-Verordnungen vor –, sie sind andererseits die wichtigsten Schuldner an den Finanzmärkten überhaupt. Damit entpuppt sich der Wunsch nach einer staatlichen Agentur als unsinnig. Eine staatlich organisierte Ratingagentur, am besten noch mit Beamten, die nach EU-Vorschriften Ratings erteilen, wäre von Beginn an unglaubwürdig.

Die Forderung von Angela Merkel, sich von Ratings frei zu machen, verschleiert Wesentliches. Oft ist die Rede von Interessenkonflikten der

Agenturen, weil der Emittent von Schuldpapieren für die eigene Bonitätsbewertung zahlt. Interessen und politische Einflussnahmen der Institutionen, denen Merkel vertraut, bleiben ungenannt: EZB und IWF haben – abgedeckt durch Staatsgarantien – Milliarden allein an Griechenland gegeben. Ob von diesen Institutionen unvoreingenommene Urteile über die Zahlungsfähigkeit von Staaten oder einen Schuldenerlass möglich sind?

Bleibt noch der Ruf nach mehr Wettbewerb bei den Ratings. Wenn es statt der drei führenden Ratingagenturen acht oder zehn gäbe, würde das Urteil einer einzelnen Agentur weniger ins Gewicht fallen. Ob durch mehr Agenturen allerdings eine bessere Qualität der Bewertungen erreicht würde, ist fraglich. Mehr Wettbewerb heißt nicht automatisch, bessere Prognosequalität. Inzwischen ist offenkundig, dass die AAA-Wertungen für US-amerikanische Subprime-Papiere falsch waren. Jetzt erfahren Anleger, dass Staatsanleihen wohl doch keine „bombensichere“ Geldanlagen sind.

Prognosen – und nichts anderes sind Ratings –, gleich ob von Politikern oder von Ratingagenturen, sind interpretationsbedürftig. Daraus gezogene Urteile und Empfehlungen spiegeln oft eine Genauigkeit vor, die es nicht geben kann. Es sollte daher nicht vergessen werden, dass Ratingagenturen nur ein Instrument im Orchester der Weltwirtschaft sind – nicht mehr, aber auch nicht weniger.

*Andreas Schirmer*



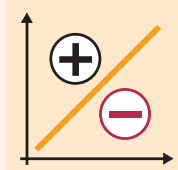
„Es ist heute in Europa so, dass jeder den Begriff im Munde führt, jeder sein Bekenntnis zu Europa abzulegen bereit ist, im Ganzen aber nur sehr wenig Klarheit darüber besteht, welche Gestalt dieses künftige Europa haben soll und welche Wege eingeschlagen werden müssen, um das ehrliche Bemühen zum Ziel zu führen.“

Ludwig Erhard

## IM KLARTEXT

Oktober 2011

### INDEX



### Die Soziale Marktwirtschaft im Oktober 2011

Ludwig Erhard hat mit der Sozialen Marktwirtschaft eine Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung realisiert, in der jeder die Chance hat, seine Lebensumstände in eigener Verantwortung zu gestalten. Wie es um die Soziale Marktwirtschaft heute steht, lässt sich nicht mit wenigen Worten sagen. Die Ludwig-Erhard-Stiftung möchte dennoch eine komprimierte Beurteilung vornehmen. Sie beleuchtet Monat für Monat einen besonderen Aspekt der Grundziele, die sich aus dem Leitbild der Sozialen Marktwirtschaft ergeben: Vollbeschäftigung, Geldwertstabilität und Eigenverantwortung.

### Vollbeschäftigung



Medien und Politik waren Anfang Oktober einig: „Jobwunder“, „Sonnige Aussichten...“, „Der Arbeitsmarkt feiert Rekorde“ – nie fehlte der Hinweis, dass die Arbeitslosenzahl im September 2011 die niedrigste seit 1991 sei. Das Problem: In den vergangenen Jahren waren Politik und Bundesagentur für Arbeit (BA) findig, wenn es darum ging, „arbeitslos“ neu zu definieren. Zum Beispiel Arbeitsuchende, die älter als 58 Jahre sind: Finden sie länger als ein Jahr keine Arbeit, gelten sie offiziell nicht mehr als arbeitslos.

Es gibt allerdings eine Zahl, die eher erfasst, was 1991 als Arbeitslosenzahl galt: die Unterbeschäftigung. Sie wird

### Unterbeschäftigung

ohne Kurzarbeit

März 2010	4 731 000
Juni 2010	4 308 000
September 2010	4 131 000
Dezember 2010	4 097 000
März 2011	4 163 000
Juni 2011	4 080 000
September 2011	3 935 000

Quelle: Bundesagentur für Arbeit

seit 2009 von der BA ermittelt. Im September 2011 waren 3 935 000 Menschen „unterbeschäftigt“. Diese Summe ergibt sich aus der Anzahl der Menschen, die offiziell als arbeitslos gelten (2 795 570) sowie den zusätzlich Arbeitsuchenden, zum Beispiel die Älteren ab 58 Jahre – im September betraf das immerhin 377 400 –, über Menschen in beruflicher Weiterbildung (166 000) bis hin zu 36 Personen, die ein Bewerbungstraining absolvierten. Das heißt: 1991 waren 2,8 Millionen Menschen ohne Arbeit, zurzeit sind es rund 3,9 Millionen.

### Eigenverantwortung



Die Analytiker von Scope – ein Unternehmen zur Finanzanalyse und -beratung – haben nachgerechnet: Wer sein Ersparnis in Fonds anlegt, kann bis zu zwei Drittel seines Ertrages aus dieser Anlage als Gebühren abschreiben. Für die Analyse wurde eine Fondsanlage von 10 000 Euro zugrunde gelegt, die über 15 Jahre sechs Prozent Rendite erwirtschaftet. Ohne Gebühren ergibt dies einen Betrag von 23 966 Euro, der erzielte Über-

### Fondsgebühren

Kosten in Prozent des Ertrages

Aktienfonds mit Vergütung	71,0
Mischfonds mit Vergütung	70,8
Aktienfonds ohne Vergütung	46,6
Mischfonds ohne Vergütung	46,2
Geschl. Immobilienfonds	34,3
Rentenfonds	30,9
Offene Immobilienfonds	26,5

Quelle: Scope

schuss würde demnach knapp 14 000 Euro betragen.

Die Untersuchung zeigt, dass je nach Fondstyp Ausgabeaufschläge, Jahresgebühren und Erfolgsvergütungen zwischen 26,5 (offene Immobilienfonds) und 71 Prozent (Aktienfonds mit erfolgsabhängiger Vergütung) des Ertrages auffressen; vom Ertrag bleiben somit zwischen 10 290 und 4 060 Euro. Eigenverantwortliche Vorsorge für das Alter kann teuer sein.

### Geldwertstabilität

Die deutschen Verbraucherpreise lagen im September 2,6 Prozent höher als vor einem Jahr, so das Statistische Bundesamt; eine höhere Inflationsrate gab es zuletzt im September 2008 mit 2,9 Prozent. In

den Vormonaten Juli und August lag die Teuerung bei 2,4 Prozent. Vor allem höhere Energiekosten sowie steigende Preise bei Bekleidung ließen die Rate ansteigen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) spricht von stabilen Preisen, wenn die Teuerungsrate „nahe, aber unter zwei Prozent“ liegt. Dieser Zielwert wurde in Deutschland zuletzt im Dezember 2010 mit 1,7 Prozent unterboten. Um die Inflation in Grenzen zu halten, erhöhten die Währungshüter der EZB den sogenannten Leitzins in diesem Jahr bereits zwei Mal, er steht seit Juli bei 1,5 Prozent.

### EZB-Leitzins 2011

Hauptfinanzierungsgeschäfte

Januar*	1,00 %
Februar	1,00 %
März	1,00 %
April	1,25 %
Mai	1,25 %
Juni	1,25 %
Juli	1,50 %
August	1,50 %
September	1,50 %

\* seit Mai 2009 unverändert  
Quelle: Deutsche Bundesbank

### Impressum:

Herausgeber: Ludwig-Erhard-Stiftung · Johanniterstraße 8 · 53113 Bonn  
Telefon 0228 / 5 39 88-0 · Telefax 0228 / 5 39 88-49  
Redaktion: Andreas Schirmer · Foto: HWWI (innen)  
Druck und Herstellung: Druckerei Gerhards GmbH, Bonn-Beuel  
erscheint monatlich · www.ludwig-erhard-stiftung.de

*Ludwig Erhard*