

Auf einen Blick

- Die heutigen Krisenländer Griechenland, Portugal, Italien, Spanien und Irland sind bei den gleichen Banken verschuldet, die in der US-Subprimekrise 2009 hohe Verluste realisiert haben. Dies waren vor allem deutsche und französische Banken.
- Diese Banken mussten nach der US-Finanzkrise ihr Kapital aufbauen und haben dies vielfach durch eine Reduzierung ihrer Forderungen gegenüber den Krisenländern getan. Damit haben sie die Krise wesentlich mitverursacht.
- Die Bankenregulierung Basel II hat den Forderungsabbau beschleunigt, da die Banken ihr Eigenkapital prozyklisch abbauen können, wenn die Risiken gering sind und aufbauen müssen, wenn sie hoch sind.
- Verschärft wird dies durch die Regeln des Euroraums, nach denen im Gegensatz zu anderen Industrieländern Staaten Pleite gehen können. Dies hat zu einer sich selbstverstärkenden Liquiditätskrise geführt.
- Zur Lösung der Krise sind eine Stabilisierung der Märkte für Staatsanleihen und die Aufgabe der Austeritätspolitik notwendige Bedingungen.

Banken treiben Eurokrise

Fabian Lindner¹

In der Eurokrise stehen die Schulden – vor allem die Auslandsschulden – der heutigen Krisenländer Griechenland, Portugal, Irland, Italien und Spanien in der Kritik. Das Verhalten und die Identität der Gläubiger werden dabei allerdings sehr viel weniger beachtet, obwohl es ohne die Einstellung der Kreditvergabe durch die Gläubiger ab 2009 nicht zur Krise gekommen wäre.

In diesem Report wird gezeigt, dass deutsche und französische Investoren – besonders Banken – die größten Gläubiger der heutigen Krisenländer waren. Dies sind die gleichen Banken, die in der Krise des US-Hypothekenmarktes überproportional hohe Verluste erlitten und deshalb nach der Krise ihre Bilanz verkürzen mussten, auch durch die Kündigung von Krediten an die heutigen Krisenländer. Bereits vor dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im August 2008 und damit noch deutlich vor Beginn der Spannungen an den Staatsanleihemärkten Ende 2009 haben die Banken begonnen, ihre Forderungen gegenüber den heutigen Krisenländern abzubauen. Die Subprime-Krise hat somit über die Reaktion der Banken ganz wesentlich zur Eurokrise beigetragen.

Ein solcher Forderungsabbau wird auch als „Sudden Stop“ (Calvo 1998) bezeichnet und führt in Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten und hoher Nettoauslandsverschuldung oft zu tiefen Rezessionen, weil sie plötzlich von der Außenfinanzierung abgeschnitten sind und damit wichtige Ausgaben – etwa für den Import von Rohstoffen, Medikamenten oder Nahrungsmitteln – stark senken müssen (Calvo und Reinhart 1999; Hutchison et al. 2010; Laeven und Valencia 2012).

Ein solcher Sudden Stop trifft Länder im Euroraum besonders hart, weil sie die Kontrolle über ihre Währung durch die Regeln der Europäischen Verträge abgegeben haben (Kopf 2011; SVR 2011/2012, S. 93-96). Durch die sogenannte Nicht-Beistandsklausel haften Staaten explizit untereinander nicht für ihre Schulden (Artikel 125) und der Europäischen Zentralbank (EZB) ist es verbo-

Video:

Fabian Linder zur Rolle der Banken in der Eurokrise

<http://bit.ly/16aO5W2>



¹ Ich danke Claudio Zeitz für ausgezeichnete Forschungsassistenz sowie Gustav Horn, Ansgar Rannenbergh, Katja Rietzler, Silke Tober und Andrew Watt für wertvolle Kommentare.

ten, staatliche Schulden direkt zu erwerben (Artikel 123).² Das Fehlen eines „Lender of last resort“ kann zu selbstverstärkenden, destabilisierenden Prozessen auf den Staatsanleihemärkten und im Finanzsystem führen, zu deren Auslösung ein plötzlicher Stopp der Kreditvergabe durch private Gläubiger wie Banken und Versicherungen beitragen kann.

Für die Lösung der Krise im Euroraum ist es deswegen zentral, das Verhalten dieser privaten Gläubiger zu verstehen – besonders, warum sie vor der Krise ihre Kreditvergabe an die Krisenländer so stark ausgeweitet und in der Krise ihre Kredite plötzlich abgezogen haben.

Auslandsschulden der Krisenländer

Im Folgenden soll die Entwicklung der Bruttoauslandsverbindlichkeiten,³ vor allem die Entwicklung der Anleihen und Kredite, der heutigen Krisenländer Griechenland, Portugal, Spanien, Italien und Irland von 1999 bis 2012 nachvollzogen werden. Dabei zeigt sich, dass die internationale Kreditvergabe stark prozyklisch ist. Bis 2008 waren nicht nur Banken, sondern alle internationalen Investoren (etwa Versicherungen oder Investmentfonds) bereit, den Ländern immer höhere Kredite zu gewähren und deren Anleihen zu kaufen. Die Abbildungen 1A und 1B zeigen den Aufbau von Bruttoauslandsverbindlichkeiten der Länder in % ihres BIP nach Instrumenten und Sektoren.

² Nach Artikel 143 bekommen Mitglieder des Euroraums auch keine Hilfen im Fall von Zahlungsbilanzkrisen, die Nichtmitgliedern explizit offen stehen. Pisani-Ferry et al. (2010) zeigen, dass der Ausschluss der Euroraummitglieder von Hilfen bei Zahlungsbilanzkrisen nichts mit dem Verbot der Monetarisierung von Staatsschulden oder der Nicht-Beistandsklausel zu tun hat. Vielmehr ist man bei der Gründung des Euroraums davon ausgegangen, dass seine Mitglieder nicht mehr von Zahlungsbilanzkrisen betroffen sein würden.

³ Im Folgenden wird der Sudden Stop als Stagnation oder Verringerung der *Bruttoverbindlichkeiten* definiert, nicht als Verringerung der *Nettoverbindlichkeiten* wie es normalerweise in der Literatur geschieht (Calvo und Reinhart 1999). Nettoverbindlichkeiten ergeben sich als Differenz der Bruttoverbindlichkeiten und der Bruttoforderungen. Bei einem plötzlichen Ausbleiben neuer oder fällig Stellen ausstehender Kredite stagnieren oder sinken zuerst die Bruttoverbindlichkeiten. Hält ein Wirtschaftssubjekt auch Bruttoforderungen, kann es diese im Prinzip auflösen, um das Ausbleiben der Kreditvergabe liquiditätsmäßig zu überbrücken. Dann würde eine Verringerung der Bruttoverbindlichkeiten in einem Sudden Stop auch zu einer gleich hohen Verringerung der Forderungen führen (etwa Devisen), was somit die Nettoauslandsverbindlichkeiten nicht verändern würde. Würde man dann nur die Veränderung der *Nettoverbindlichkeiten* betrachten, würde man den Sudden Stop nicht erkennen.

Bei den Instrumenten wird nach Schuldeninstrumenten (Anleihen und Krediten), privaten Anteilsrechten (Aktien, Investmentzertifikaten und Direktinvestitionen)⁴ und Krediten internationaler Organisationen (des IWF/EFSF und der EZB durch ihre Targetforderungen) unterschieden.⁵ Die schwarze Linie gibt die gesamten Bruttokapitalflüsse an, die blaue Linie die Entwicklung allein der privaten.

Bei den Sektoren wird zwischen Banken, dem Staat, der Zentralbank und den Übrigen Sektoren unterschieden. Zu den Übrigen Sektoren gehören private Haushalte und Unternehmen – darunter auch finanzielle Unternehmen wie Versicherungen, Geldmarktfonds oder Investmentfonds. Die unterschiedlichen Werte der Änderung der Verbindlichkeiten bei der Instrumenten- und Sektorenbetrachtung ergeben sich daraus, dass die Betrachtung nach Instrumenten nur Transaktionen erfasst (wie sie in der Kapitalbilanz erfasst werden), die Betrachtung nach Sektoren hingegen auch Wertänderungen.⁶

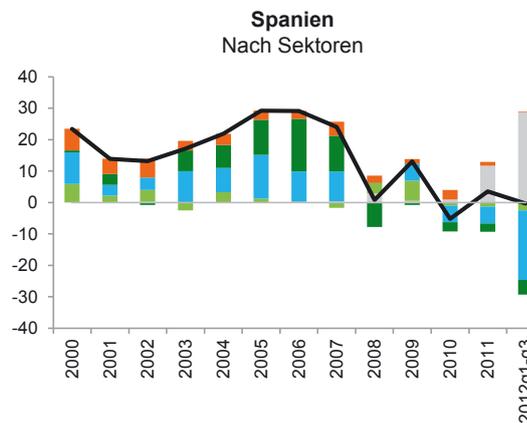
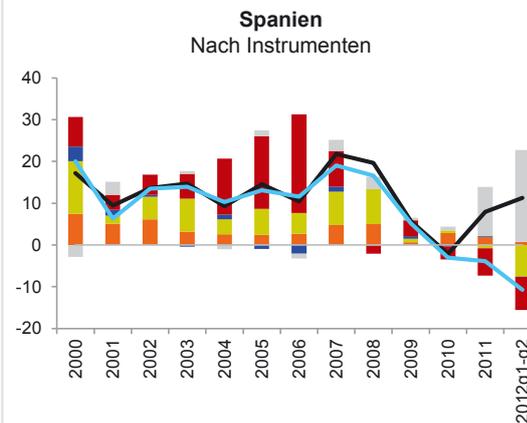
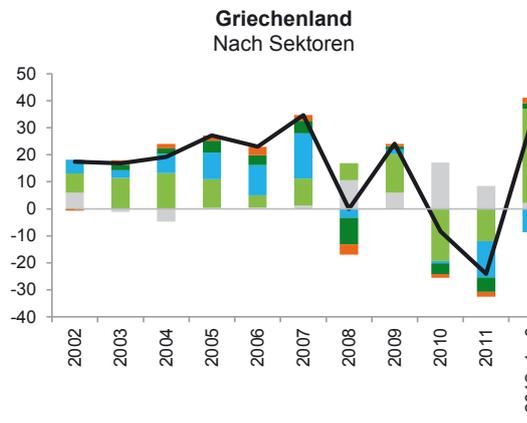
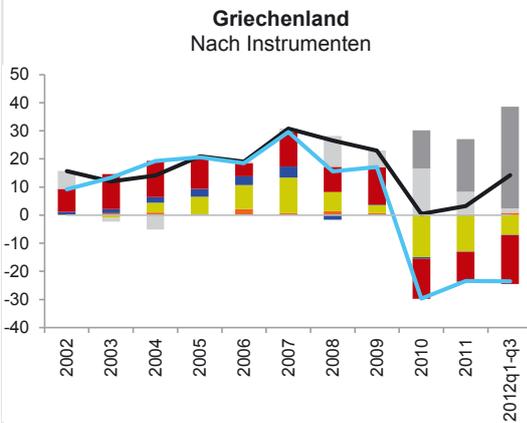
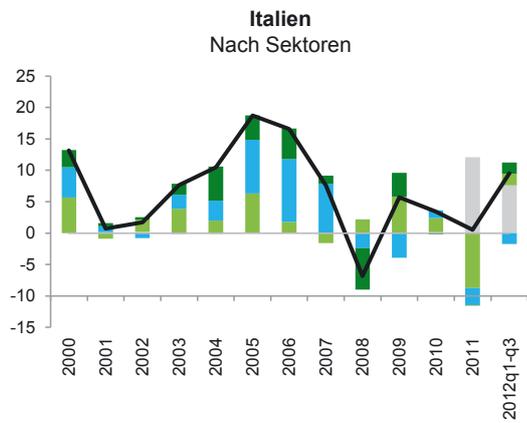
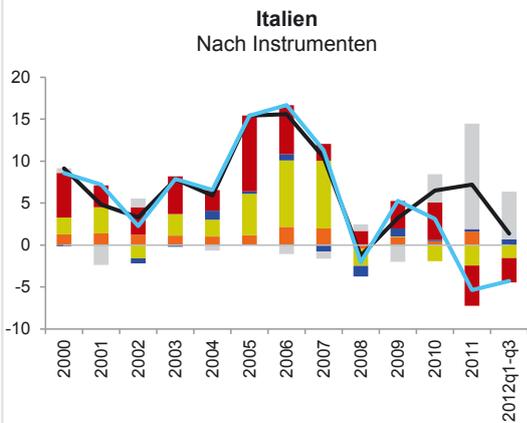
Die Abbildungen zeigen eine deutlich prozyklische Entwicklung der internationalen Kapitalflüsse. Ab 1999 haben die privaten Kapitalimporte in allen Ländern stetig zugenommen, um 2006 (in Griechenland 2007) einen Höhepunkt zu finden. Das Gros der Kapitalimporte bestand aus Schuldeninstrumenten, also Krediten und Anleihen. Im Gegensatz zu Anteilsrechten (Aktien und Direktinvestitionen) machen Schulden Länder besonders anfällig für Sudden Stops, denn Schulden werden regelmäßig fällig und müssen dann refinanziert werden (Lane und Milesi-Ferreti 2000). Anteilsrechte werden nicht fällig und verpflichten Unter-

⁴ Investmentzertifikate sind Anteile an Investmentfonds, die als Eigenkapital der Fonds gelten. Als Direktinvestition gilt, wenn ein Investor mehr als zehn Prozent der Anteilsrechte eines Unternehmens im Ausland erwirbt.

⁵ Bei der Interpretation der Daten ist zu beachten, dass ein Anstieg (oder Fall) der Verbindlichkeiten nicht unbedingt allein darauf zurückzuführen ist, dass sich Inländer aktiv im Ausland verschuldet haben. Auslandsverbindlichkeiten können auch steigen (fallen), wenn ein Ausländer ein inländisches Wertpapier von einem Inländer auf dem Sekundärmarkt kauft (ein Inländer von einem Ausländer ein inländisches Wertpapier kauft).

⁶ Die Veränderung der Verbindlichkeiten nach Instrumenten werden in der Kapitalbilanz als reine Transaktionen erfasst. In der Kapitalbilanz findet sich aber keine Betrachtung der Verbindlichkeiten nach Sektoren. Diese wurde auf Grundlage der Bestandsdaten, also der Geldvermögensrechnung, der nationalen Zentralbanken berechnet. In der Geldvermögensrechnung werden die Bestände zu ihren Marktpreisen berechnet, so dass Veränderungen der Bestände sowohl die Transaktionen der Sektoren umfassen als auch Wertänderungen wie sie sich aus Veränderungen der Vermögenspreise (etwa Anleihen- und Aktienkurse oder Wechselkursänderungen) ergeben. Detailliert dazu, Klär et al. (2013).

Veränderung der Bruttoverbindlichkeiten in % des BIP



- Direktinvestitionen
- Anleihen
- Aktien und Investmentzertifikate
- Privatkredite
- Target
- EFSF / IWF
- Gesamt
- Privat

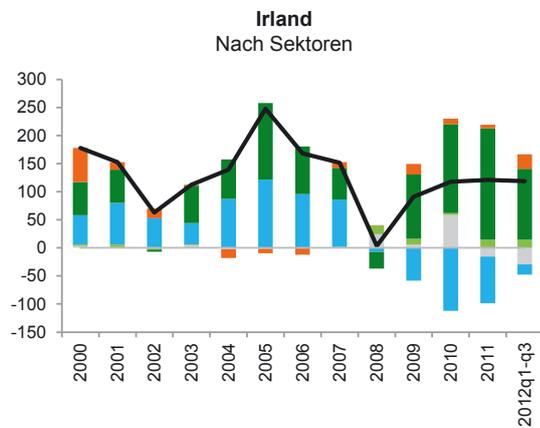
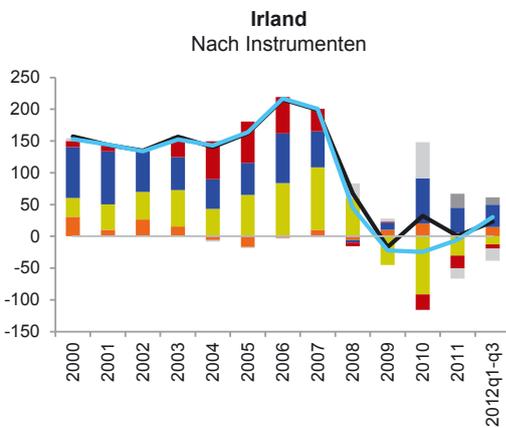
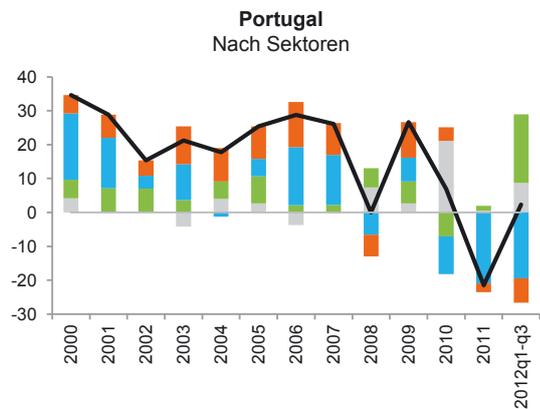
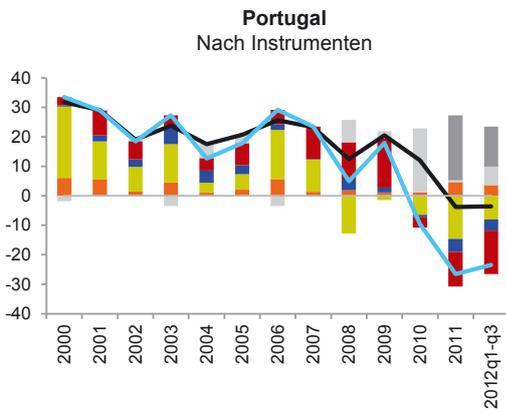
- Direktinvestitionen¹
- Übrige Sektoren
- Staat
- Banken
- Zentralbank
- Gesamt

¹Direktinvestitionen werden nicht in allen Ländern nach Sektoren getrennt angegeben.

Quellen: Darstellung nach Instrumenten: Eurostat (Macrobond), IMF IFS (Macrobond), IMF BoP Statistics, Diverse Occasional Papers der DG Ecfm, Berechnungen des IMK; Darstellung nach Sektoren: Eurostat (Macrobond), nationale Zentralbanken, Berechnungen des IMK.



Veränderung der Bruttoverbindlichkeiten in % des BIP



- Direktinvestitionen
- Anleihen
- Aktien und Investmentzertifikate
- Privatkredite
- Target
- EFSF / IWF
- Gesamt
- Privat

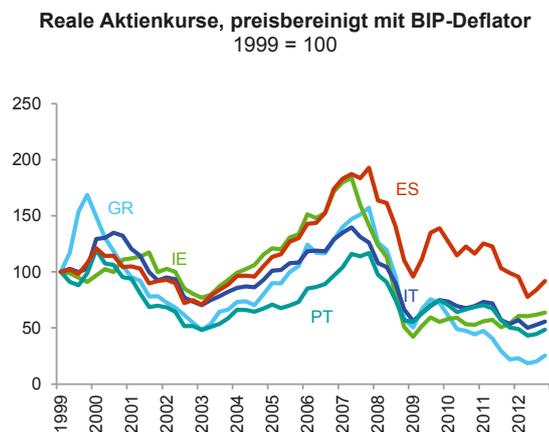
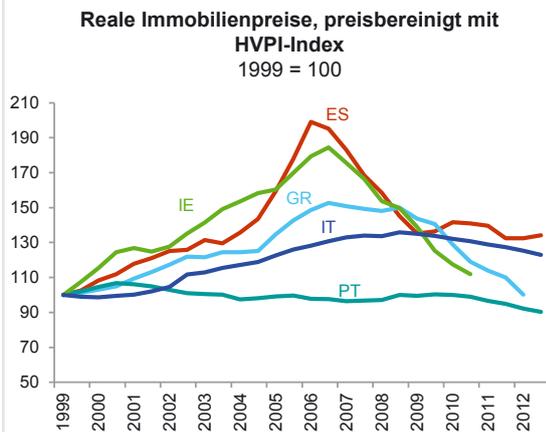
- Direktinvestitionen¹
- Übrige Sektoren
- Staat
- Banken
- Zentralbank
- Gesamt

¹Direktinvestitionen werden nicht in allen Ländern nach Sektoren getrennt angegeben.

Quellen: Darstellung nach Instrumenten: Eurostat (Macrobond), IMF IFS (Macrobond), IMF BoP Statistics, Diverse Occasional Papers der DG Ecfm, Berechnungen des IMK; Darstellung nach Sektoren: Eurostat (Macrobond), nationale Zentralbanken, Berechnungen des IMK.



Entwicklung der Vermögenspreise



Quellen: Bank for International Settlement, The Economic and Social Research Institute, Eurostat (Macrobond), IMF IFS (Macrobond).



nehmen auch nicht zu fixen Zinszahlungen. Die Auszahlungen durch Anteilsrechte hängen von der Wirtschaftsentwicklung ab, so dass sie in einer Krise teilweise oder ganz ausbleiben können.

Die Abbildungen 1A und 1B zeigen, wie mit der weltweiten Finanzkrise ab 2008 und verstärkt mit der Eurokrise ab 2010 internationale Gläubiger ihre Forderungen reduziert haben, was sich in einer Verminderung der Anleihen und Kredite in allen Ländern zeigt. Dies ist der Sudden Stop der internationalen Kreditvergabe. Im Gegensatz dazu haben Aktien, Investmentzertifikate und Direktinvestitionen die Situation stabilisiert.

Bis 2008 erhöhten in Spanien und Irland vor allem die Banken und die Übrigen Sektoren ihre Verbindlichkeiten im Ausland, die Staaten spielten kaum eine Rolle. Unter den Übrigen Sektoren dürften vor allem Fonds und Versicherungen ihre Verbindlichkeiten erhöht haben, weniger Haushalte und nicht finanzielle Unternehmen. Das trifft besonders auf Irland zu. Dessen internationales Finanzzentrum in Dublin dürfte für das Gros der Erhöhung der Verbindlichkeiten der Übrigen Sektoren verantwortlich sein (Lane 2011). In der Krise reduzierten die Auslandsgläubiger Irlands und Spaniens vor allem ihre Forderungen gegenüber den Banken. In Italien, Portugal und besonders in Griechenland stieg neben den Verbindlichkeiten der Banken auch die Auslandsverschuldung der Staaten.

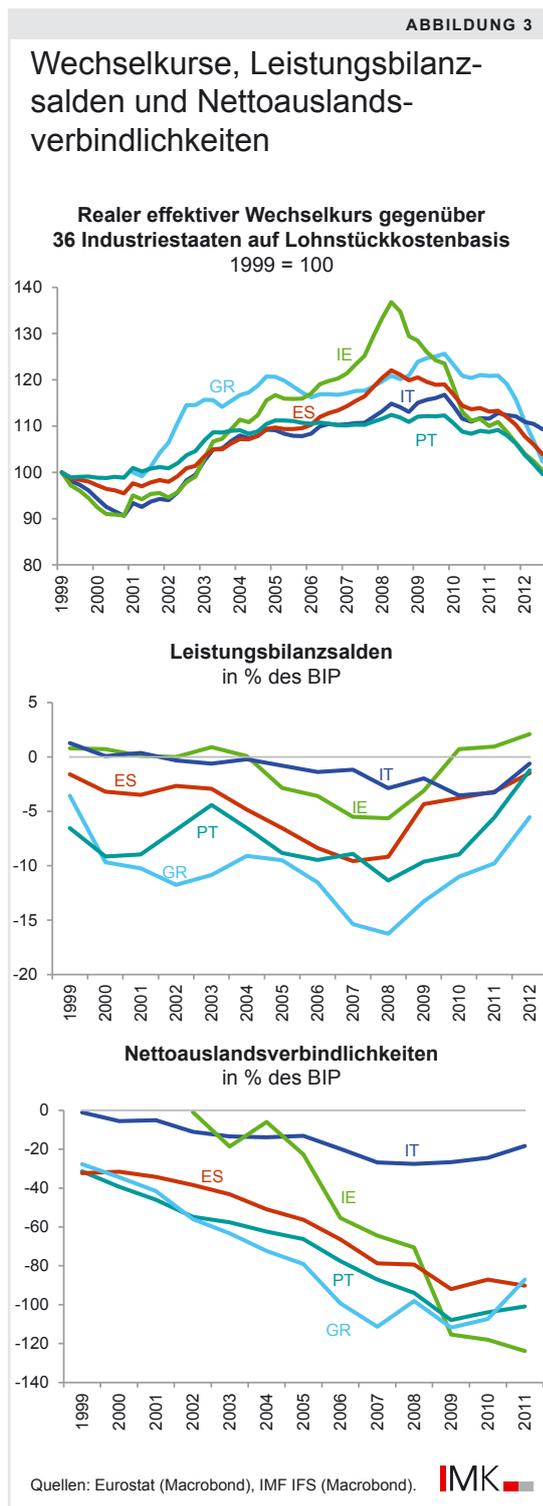
Bis 2008 dürften die hohen Kapitalimporte dazu beigetragen haben, die Wirtschaftsentwicklung und die Vermögenspreise in vielen der heutigen Krisenländer zu beflügeln. Wie Abbildung 2 zeigt, kam es mit Ausnahme Portugals in allen Ländern zu starken Anstiegen der Häuserpreise und der Aktienkurse.⁷

Eine wichtige Gemeinsamkeit zwischen den Ländern sind die hohen Leistungsbilanzdefizite und die Nettoauslandsverbindlichkeiten, also höhere Bruttoverbindlichkeiten als Bruttoforderungen gegenüber dem Ausland (Abbildung 3). Wenn ein Land Leistungsbilanzdefizite realisiert, gibt es gegenüber dem Ausland mehr aus als es an Einkommen aus dem Ausland erhält. Ein solches Defizit kann nur so lange bestehen, wie ein Land dieses

⁷ Diese Entwicklung kennt man auch aus Schwellenländern, die ihre Kapitalmärkte für internationale Gläubiger geöffnet haben. Reinhart und Reinhart (2008) zeigen für 181 Länder zwischen 1960 und 2007, dass es in Ländern mit hohen Kapitaleinflüssen regelmäßig zu Vermögenspreisbooms kam, zu einer realen Aufwertung, zu steigenden Leistungsbilanzdefiziten und damit einer höheren Nettoauslandsverschuldung. Starke Kapitaleinflüsse haben vor allem in Schwellenländern die Wahrscheinlichkeit von Banken Krisen und Staatsbankrotten erhöht.

auch finanzieren kann, also Kredite aus dem Ausland erhält.

Der Sudden Stop der Kreditvergabe bedeutet für ein Land mit Leistungsbilanzdefiziten, dass es dazu gezwungen ist, seine Ausgaben stark zu vermindern oder seine Einnahmen zu erhöhen. Besonders die Erhöhung von Einnahmen ist umso schwieriger, je mehr ein Land durch reale Aufwertung an internationaler Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen Ländern verloren hat und seine Exporte



damit relativ teurer sind. Das ist bis zur Krise in allen Ländern geschehen (Abbildung 3). Darüber hinaus bedeuten hohe Nettverbindlichkeiten eines Landes, dass seine Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland seine Forderungen übersteigen. Das führt dazu, dass es insgesamt seine Verbindlichkeit nicht durch den Verkauf von Forderungen bedienen kann, was seine Zahlungsfähigkeit einschränkt und Länder damit besonders anfällig für einen Sudden Stop macht.

Die Rolle der Banken

Banken sind besonders wichtig für die Dynamik der Kapitalflüsse, auch wenn noch weitere Gläubiger wie Versicherungen, Unternehmen oder Investmentfonds Forderungen gegenüber den Krisenländern halten. Banken verändern ihre Forderungen besonders prozyklisch, da sie selbst verschuldet sind: In Aufschwüngen mit vermeintlich geringen Risiken nehmen sie besonders viel Schulden auf, um Kredite zu vergeben und Wertpapiere zu kaufen. Kommt es dann zu einer Krise, müssen sie besonders schnell ihre Forderungen liquidieren und die Kreditvergabe drosseln, um ihre eigenen Schulden bedienen zu können.

Darüber hinaus sind sie besonders kurzfristig verschuldet, kaufen aber langfristige Forderungen. Sind Anleger etwa in einer Krise nicht mehr bereit, die Verbindlichkeiten der Banken zu verlängern, haben Banken ein Liquiditätsproblem und müssen versuchen, ihre Forderungen zu liquidieren.

Im Gegensatz zu Banken sind Investmentfonds typischerweise sehr viel weniger verschuldet als Banken (Brunnermeier et al. 2012); Versicherungen sind kaum kurzfristig verschuldet, sondern haben langfristige Verbindlichkeiten, so dass sie nicht so schnell in eine Liquiditätskrise geraten können wie Banken.

Die Rolle der Banken ist besonders für die Dynamik der Interbankenkredite – die die meisten Auslandskredite der Banken ausmachen – und die Entwicklung auf den Märkten für Staatsanleihen wichtig. Interbankenkredite werden zwischen den Banken vergeben, um sich gegenseitig mit Liquidität zu versorgen. Sie sind sehr kurzfristig und können daher schnell gekündigt werden.

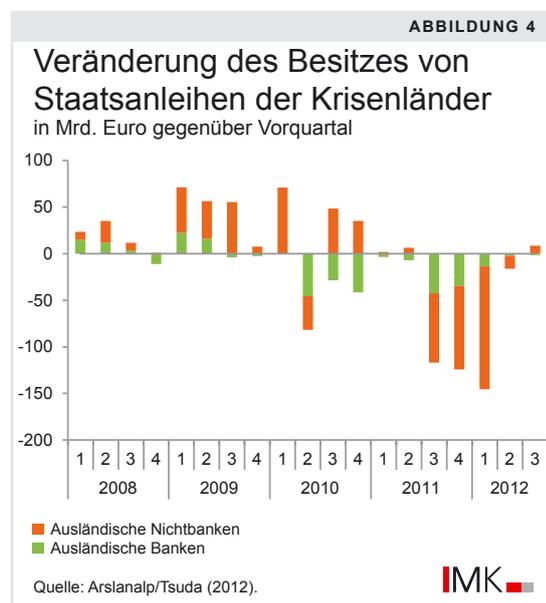
Das zeigt sich schon beim ersten Sudden Stop, dem die heutigen Krisenländer – wie auch fast alle anderen Länder der Welt – nach der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers ausgesetzt waren (Milesi-Ferretti und Tille 2011). Durch die unerwartete Insolvenz kam es zu einem Zusammenbruch des internationalen Interbankenmarktes, so dass viele Banken vom ausländischen Kredit-

fluss abgeschnitten waren und in Schwierigkeiten bei der Kreditvergabe an inländische Kreditnehmer gerieten. Auch in der Eurokrise ab 2010 sieht man ein Zusammenbrechen der Interbankenmärkte.

Ausländische Banken treiben auch die Dynamik auf dem Markt für Staatsanleihen, obwohl sie nicht die größten Halter von Staatsanleihen sind. Auf Grundlage der Daten von Arslanalp und Tsuda (2012) zeigt Abbildung 4, wie ausländische Banken und Nichtbanken ihre Bestände an Staatsanleihen in den fünf Krisenländern verändert haben. Die ausländischen Banken haben ihren Bestand an Staatsanleihen deutlich vor den ausländischen Nichtbanken verringert.

Schon im 3. Quartal 2009 haben die Banken begonnen, ihre Staatsanleihen zu verkaufen, während die Nichtbanken noch weitere Anleihen erworben haben. In diesem Quartal haben die Banken vor allem spanische, portugiesische und irische Anleihen verkauft. Griechische Staatsanleihen haben sowohl Banken als auch Nichtbanken noch bis Anfang 2010 gekauft – obwohl die Regierung schon im Oktober 2009 angekündigt hatte, dass ihr Defizit größer war als anfänglich angegeben und die Ratingagenturen schon begonnen hatten, griechische Staatsanleihen herunterzustufen.

Erst im 2. Quartal 2010 – als Griechenland die ersten Hilfen durch den IWF und europäische Staaten erhielt – haben auch die Nichtbanken begonnen, ihre Forderungen zu reduzieren, wenn auch zögerlich. Bis Mitte 2011 haben aber weiterhin vor allem die Banken ihre Positionen reduziert. Erst ab der zweiten Hälfte 2011 haben auch Nichtbanken massiv begonnen, die Staatsanleihen aus den Krisenländern abzustoßen, also nach der Entscheidung der Europäischen Staats- und Regierungschefs, einen Schuldenschnitt in Griechenland durchzuführen.



Dieser Schuldenschnitt hat die Krise weiter angeheizt, weil er gezeigt hat, dass die Staats- und Regierungschefs bereit sind, Besitzern von Staatsanleihen Verluste zuzumuten. Damit hat die Politik nicht nur direkt einen Anreiz zur Reduzierung der Bankengagements in den Krisenländern gegeben, sondern auch das Vertrauen der Banken untereinander weiter geschwächt. Das hat zum Versiegen der Interbankkredite auch für die von der Krise bis dahin sehr viel weniger betroffenen Länder Spanien und Italien geführt.

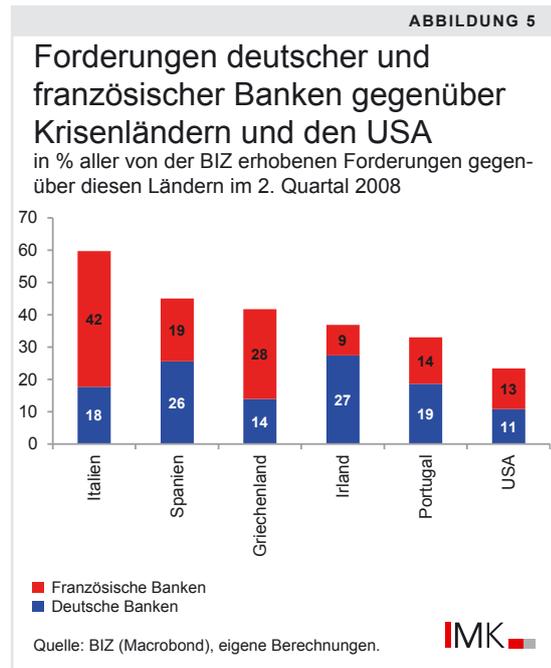
Vor allem die Banken haben damit den Sudden Stop in den Krisenländern initiiert. Vorher waren sie allerdings bereit, ohne große Probleme ihre Kredite zu erhöhen und Staatsanleihen zu kaufen. Es stellt sich also die Frage, warum sie gerade ab 2008 nicht mehr bereit waren, zusätzliche Kredite zu vergeben und ihre ausstehenden Forderungen sogar zu reduzieren.

Deutsche und französische Banken und die Krise

Die größten Gläubiger der Krisenländer sind Investoren aus Deutschland und Frankreich (Waysand et al. 2010; Chen et al. 2012). Dazu zählen Versicherungen, Fonds, vor allem aber Banken. Dies sind die gleichen Banken, die sich in der USA auf dem Subprime-Markt, also dem Markt für Hypotheken geringer Qualität, verspekuliert haben und danach ihr Eigenkapital wieder aufbauen mussten. Dies haben sie vor allem durch den Abbau von Auslandsforderungen erreicht – unter anderem durch den Abbau ihrer Forderungen gegenüber den heutigen Krisenländern.⁸ Die US-Subprime-Krise und die Verluste der Banken sind damit eine wesentliche Ursache für die Eurokrise.

Abbildung 5 zeigt die Forderungen deutscher und französischer Banken gegenüber den Krisenländern und den USA in % aller Bankforderungen gegenüber diesen Ländern, wie sie von der Bank für Interna-

⁸ Auch hier finden sich wieder Parallelen zwischen der Krise im Euroraum und den Krisen der Schwellenländer. Auch diese Krisen wurden durch die plötzliche Kreditkürzung internationaler Gläubiger – vor allem Banken – ausgelöst oder verstärkt. Mexikos Staatsbankrott im Jahr 1982 hat zu Verlusten der US-Banken geführt, die infolgedessen ihre Dollar-Kredite an Argentinien und Brasilien gekappt und damit große Teile Lateinamerikas in Krisen gestürzt haben (Kaminsky und Reinhart 2000). In der Asienkrise 1997 hat die Krise Thailands zu Verlusten bei den japanischen Banken geführt, die dann als größte Gläubiger Südostasiens auch in anderen südostasiatischen Ländern (Indonesien, Malaysia, Südkorea, Philippinen) ihre Positionen liquidiert haben, was zu einer Ausweitung der Krise auf die ganze Region geführt hat (Rijkkeghem und Weder 2003).



tionalen Zahlungsausgleich (BIZ) erhoben werden.⁹ Die Abbildung zeigt die Bestände im 2. Quartal 2008, also im Vorquartal der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers.

Deutsche und französische Banken hielten vor der Lehman-Pleite fast ein Viertel der von der BIZ erfassten Bankforderungen gegenüber den USA. Stärker waren nur noch britische und Schweizer Banken engagiert (Shin 2012). Die deutschen und französischen Banken waren Mitte 2008 auch die größten Gläubiger der Eurokrisenländer: Sie hielten 60 % aller Bankforderungen gegenüber Italien, 45 % gegenüber Spanien, 42 % gegenüber Griechenland, 37 % gegenüber Irland und 33 % gegenüber Portugal. Damit sind die französischen und deutschen Banken besonders stark in allen Krisenländern engagiert.

Gegenüber einzelnen Krisenländern hielten auch andere Bankensysteme hohe Forderungen: Gegenüber Irland und Spanien hielten auch britische Banken hohe Forderungen; gegenüber Portugal spanische Banken (Avdjiev et al. 2010). Im Folgenden werden besonders die deutschen und französischen Banken analysiert. Für die britischen Banken dürften die Folgerungen aber die gleichen sein, da auch diese Banken stark von der US-Krise betroffen waren und ihre Auslandsforderungen abgebaut haben.

⁹ Die Daten sind sog. konsolidierte Daten, die die Forderungen der Bankenkonzerne gegenüber Schuldnern in bestimmten Ländern konsolidiert erfassen. Die Nationalität der Bankenkonzerne wird über ihren Hauptsitz erfasst. Dabei werden auch Forderungen von Tochtergesellschaften in anderen Ländern erfasst. Zum Beispiel werden Forderungen der Niederlassung der Deutschen Bank oder der BNP Paribas in den USA dann auch als die Forderungen deutscher und französischer Banken erfasst.

Neben den britischen und schweizer Banken waren die deutschen und französischen Banken die Hauptfinanzierer der US-Subprime-Hypotheken (Borio und Disyatat 2011; Shin 2012). Abbildung 6 zeigt auf Grundlage von Berechnungen von Bloomberg (2008) die Abschreibungen deutscher Banken in Prozent der Gesamtabschreibungen, die Banken weltweit von August 2007 bis zum August 2008 gemacht haben. Deutsche Banken haben nach diesen Berechnungen 11 % der weltweiten Abschreibungen getragen. Diese Größenordnung entspricht auch dem Anteil ihrer Forderungen an allen Forderungen gegenüber den USA wie sie von der BIZ erhoben werden. Französische Banken haben etwa 5 % der Gesamtabschreibungen realisiert, also etwa die Hälfte ihrer Forderungen gegenüber den USA.

Acharya und Schnabl (2010) zeigen, dass europäische Banken besonders stark über gering regulierte außerbilanzielle Zweckgesellschaften verbriefte US-Hypotheken gekauft hatten. Die Bilanzsumme der von europäischen Banken gehaltenen außerbilanziellen Zweckgesellschaften überstieg selbst die Summe von Zweckgesellschaften US-amerikanischer Banken (Acharya und Schnabl 2010, S. 55). Solche Zweckgesellschaften können zu großen Problemen führen, weil sie sehr geringes Eigenkapital halten und damit besonders hoch verschuldet sind. Darüber hinaus sind ihre Schulden meist kurzfristig, so dass sie ständig auf eine Refinanzierung angewiesen sind. Die größten Zweck-

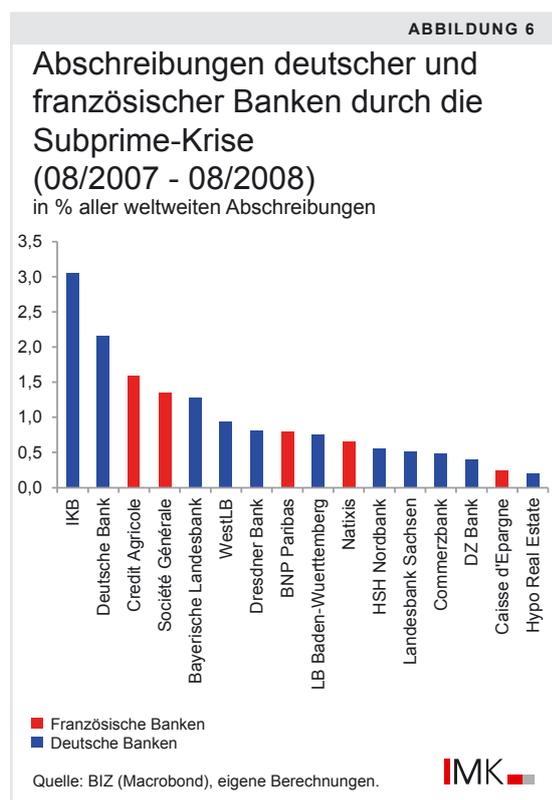
gesellschaften europäischer Banken unterhielten dabei deutsche Banken, gefolgt von britischen, niederländischen und französischen Banken.

Dass die deutschen Zweckgesellschaften besonders groß waren, ist wesentlich auf eine laxe Regulierung zurückzuführen (Acharya und Schnabl 2010). Die Erträge der Zweckgesellschaften wurden zwar bei der bilanziellen Gewinnermittlung miterfasst. Das erhöhte den Gewinn durch diese Finanzmarktaktivitäten. Der Gesetzgeber verzichtete aber darauf, den Banken vorzuschreiben, die außerbilanziell gehaltenen Forderungen mit dem gleichen Kapital zu hinterlegen wie in der Bilanz gehaltene Forderungen. Durch die hohen Gewinne bei gleichzeitig geringen Kapitalanforderungen war die Ausweitung der Geschäfte mit den toxischen US-Forderungen besonders attraktiv.

So begann die Krise zwar in den USA, gewann aber erst in Europa an Dynamik. Am 9. August 2007 froh die französische Bank BNP Paribas zwei Fonds mit Engagements im US-Hypothekenmarkt ein. Das führte zu einer generellen Skepsis gegenüber Fonds mit US-Hypotheken, so dass auch andere Banken immer größere Schwierigkeiten hatten, sich auf den privaten Finanzmärkten zu refinanzieren. Die erste Bank, die der Subprime-Krise zum Opfer fiel, war zwar eine US-Bank, die zweite aber eine deutsche Bank, die IKB, die stark mit US-Hypothekenverbriefungen gehandelt hatte.

Durch die hohen Verluste waren Banken gezwungen, ihr aufgezehrtes Eigenkapital wieder aufzustocken, besonders durch den Abbau von Forderungen. Im Jahr 2009 verlangte die EU-Kommission explizit, dass Banken, die staatlich rekapitalisiert worden sind, ihre Bilanzen verkürzen, also ihre Forderungen abbauen mussten (Deutsche Bundesbank 2010). Die Bundesbank zeigt, dass die deutschen international agierenden Banken dieser Auflage vor allem durch den Abbau von Auslandsforderungen nachkamen. Ein großer Teil der Auslandsforderungen machten kurz laufende Interbankkredite aus, die sich im Gegensatz zu langfristigen Unternehmenskrediten schnell reduzieren lassen, damit aber die Schuldner in Refinanzierungsschwierigkeiten bringen.

Abbildung 7 zeigt die Veränderung aller von der BIZ erhobenen Bankforderungen gegenüber den Krisenländern aufgeteilt nach den Forderungen deutscher, französischer und aller anderen Banken. In der Abbildung erkennt man, dass die Banken ihre Forderungen gegenüber den Krisenländern bereits seit dem 2. Quartal 2008 – also noch vor der Pleite von Lehman Brothers – deutlich verringert haben.



Veränderung der Bankforderungen gegenüber den Krisenländern in Milliarden Euro ggü. Vorquartal



Bei der Interpretation der Daten ist allerdings zu beachten, dass die Veränderungen der Forderungen nicht allein durch Transaktionen, sondern auch durch Wertänderungen zustande kommen können. Forderungen im Handelsbuch einer Bank müssen mit dem aktuellen Marktwert bewertet werden („Mark-to-market“), während Forderungen, die eine Bank bis zum Ende der Laufzeit hält, keinen Wertänderungen unterliegt. Die BIZ hat keine Informationen darüber, wie viele der von ihr erfassten internationalen Bankforderungen zum Marktpreis bewertet werden müssen und wie hoch damit der Einfluss von Kursänderungen auf die Veränderungen der Forderungen ist. Es ist aber davon auszugehen, dass das Gros der Forderungsveränderungen auf Transaktionen zurückzuführen ist, da ja nach den Kapitalbilanzdaten aus den Abbildungen 1A und 1B – die nur Transaktionen enthalten - besonders die Schulden der Länder stark gefallen sind.

Die Verringerung der Bankforderungen gegenüber den Krisenländern findet auch schon vor der Ankündigung der im Oktober 2009 neu gewählten griechischen Regierung statt, dass die griechischen Staatsdefizite größer als vorher angegeben waren – und auch vor der Herabstufung des Ratings griechischer Staatsschulden im gleichen Monat (Tichy 2011). Die griechischen Haushaltsprobleme mögen den Rückzug der Banken aus den Krisenländern

beschleunigt haben, verursacht haben sie ihn nicht.

Zwischen dem 2. Quartal 2008 und dem 4. Quartal 2012 – dem letzten Quartal, für das Daten vorliegen – haben alle von der BIZ befragten Banken ihre Forderungen gegenüber den Krisenländern um 42 % reduziert und die Länder damit in massive Zahlungsbilanzprobleme gebracht. Die Hälfte dieser Reduzierung fällt auf deutsche und französische Banken. So hat sich die Krise der Banken zur Euroraumkrise ausgeweitet.

Der Forderungsabbau gegenüber den Krisenländern und damit deren Krise sind die Konsequenz einer schlechten Bankenregulierung und der bisherigen Krisenpolitik, derzufolge Staaten im Euroraum tatsächlich zahlungsunfähig werden können.

Falsche Regeln für die Banken und den Euroraum

Prozyklische Eigenkapitalregeln haben Krise verschärft

Die Bankenregulierung Basel II, die die notwendige Eigenkapitalausstattung der Banken regelt, wirkt stark prozyklisch. Nach dieser Regulierung, die europäische Banken seit 2007 anwenden müssen, ermittelt sich der Kapitalbedarf, den Banken für eine bestimmte Forderung vorhalten müssen, nach dem

Risiko der Forderung, das laufend ermittelt wird (Drumond 2009). Je geringer das gemessene Risiko ist, desto mehr Schulden dürfen die Banken aufnehmen, um diese Forderung zu erwerben (desto weniger Eigenkapital müssen sie aufwenden). Diese Prozyklizität hat sich bei den französischen und deutschen Banken als Folge ihrer hohen Hebelung (Verschuldung relativ zum Eigenkapital) besonders stark ausgewirkt.

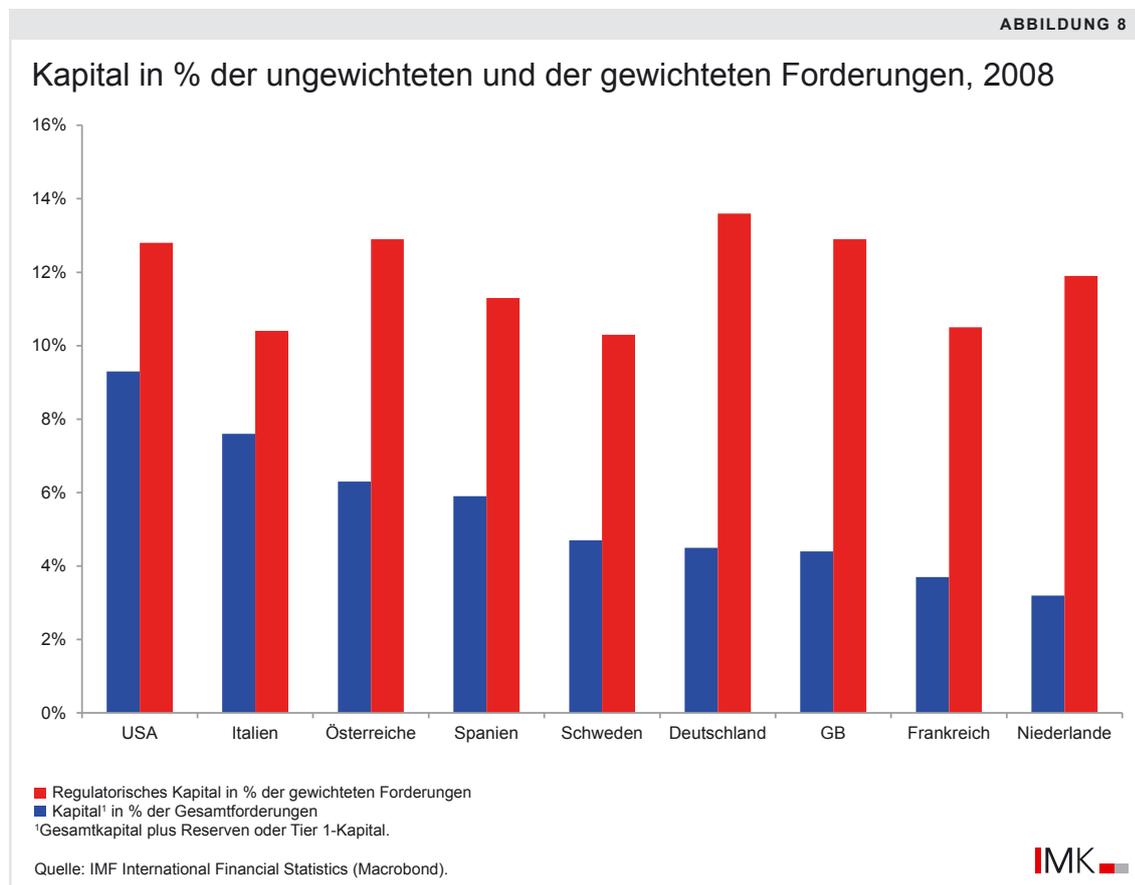
Zwar wurden auch nach den Vorgängerregeln von Basel II – Basel I – die Forderungen risikogewichtet, allerdings wurde das Risiko und damit das regulatorische Eigenkapital nicht laufend neu festgestellt. Die laufende Risikobewertung führt aber zu einer stark prozyklischen Kreditvergabe (Goodhart et al. 2004): Wird das Ausfallrisiko einer Forderung als gering eingeschätzt, können sich Banken besonders stark verschulden, um neue Forderungen zu erwerben und Kredite zu vergeben; steigt das Risiko aber plötzlich – etwa durch den unerwarteten Ausfall eines Gläubigers – müssen sie plötzlich ihr Kapital erhöhen.

Da alle europäischen Banken diesen Regeln unterliegen, weiten sie in einem Aufschwung, in dem Unternehmen und Haushalte mehr verdienen und höhere Schulden bedienen können, ihre Kreditvergabe aus und befeuern damit den Aufschwung. Umgekehrt verschärfen sie durch den Abbau von

Forderungen den Aufschwung, wenn die Einkommen der Unternehmen und Haushalte einbrechen und sie dringend Kredit bräuchten, weil das gemessene Ausfallrisiko gestiegen ist.

Alternativ zu einem Forderungsabbau könnten Banken ihre Eigenkapitalquoten in einer Krise auch durch die Ausgabe zusätzlicher Aktien erhöhen. Das ist in einer Bankenkrise aber praktisch kaum möglich, da Investoren kaum bereit sind, neues Kapital in Banken zu investieren, die eventuell kurz vor der Insolvenz stehen. Deswegen bauen Banken in Krisen vor allem ihre Forderungen ab, was die Relation von Forderungen zu Kapital verringert. So kappen sie Kredite an potenzielle Schuldner und verkaufen Wertpapiere. Die Zyklizität der starken internationalen Kreditvergabe vor der Krise, vor allem aber des Sudden Stops in der Krise, dürfte damit auch darauf zurückzuführen sein, dass Basel II der inhärenten Prozyklizität des Bankengeschäfts nicht entgegengewirkt hat. Gegenüber den Basel I-Regulierungen hat sie diese noch verstärkt.

Abbildung 8 zeigt für Banken verschiedener Länder erstens das Verhältnis des Eigenkapitals zu den ungewichteten Forderungen – also den tatsächlichen Forderungen, die eine Bank hält – und zweitens das Verhältnis des Eigenkapitals zu den nach Risiken gewichteten Forderungen im Jahr 2008. Die erste Kennziffer gibt an, wie hoch die Hebe-



lung der Bank ist. Je geringer der Wert, desto höher ist die Hebelung.

Deutsche und französische Banken – nebst den niederländischen und britischen Banken – haben sich relativ zu ihrem Eigenkapital besonders stark verschuldet und damit besonders wenig Kapital vorgehalten. Wenn der Wert ihrer Forderungen also fällt, sind sie sehr schnell insolvenzgefährdet. Im Gegensatz dazu hatten regulierte US-Geschäftsbanken viel weniger Schulden relativ zu ihrem Eigenkapital, was darauf zurückzuführen sein dürfte, dass ihre Hebelung durch die Regulierung begrenzt wurde und sie Basel II nicht vollständig umgesetzt haben. Das trifft freilich nicht auf die Investmentbanken wie Lehman Brothers oder Bear Stearns zu, die nicht der Geschäftsbankenregulierung unterworfen waren (Brunnermeier et al. 2012).

Unter den deutschen Banken sind vor allem die international agierenden Banken stark gehebelt. Sie halten im Vergleich zu anderen international tätigen Banken sehr wenig Eigenkapital vor. Darüber hinaus sind sie überproportional im Ausland engagiert. Nach Berechnungen des Internationalen Währungsfonds erzielen international agierende deutsche Banken etwa 40 % ihrer Einkommen aus Auslandsengagements. Vergleichbare Banken in anderen Ländern erzielen nur 20 % ihrer Erträge im Ausland (IMF 2012b). Das erklärt auch, warum die Abschreibungen in der Krise das deutsche Bankensystem so belastet haben und die Rekapitalisierung durch den Staat so hoch war.

In Frankreich sind die Banken besser durch die Krise gekommen und mussten kaum öffentliche Rekapitalisierung in Anspruch nehmen. Das liegt daran, dass sie sehr viel stärker im heimischen Markt engagiert waren, mit dessen Einnahmen sie Verluste aus dem Auslandsgeschäft teilweise abfedern konnten (IMF 2012a). Das hohe Binnenengagement der französischen Banken dürfte auf die robuste Entwicklung der französischen Binnenwirtschaft und damit einer hohen inländischen Kreditnachfrage bis 2008 zurückzuführen sein. Im Gegensatz dazu ist die deutsche Binnenwirtschaft in den 2000er Jahren kaum gewachsen. Auch deswegen war die Kreditnachfrage sehr gering (Deutsche Bundesbank 2006).

Betrachtet man allerdings das Verhältnis von Kapital zu risikogewichteten Forderungen in Abbildung 8, scheinen die französischen und vor allem die deutschen Banken plötzlich sehr gut kapitalisiert zu sein. Der Unterschied zwischen den beiden Kennziffern zur Kapitalausstattung lässt sich über die vermeintlich geringen Risiken der deutschen und französischen Bankforderungen im Jahr 2008 erklären – denn je geringer die gemessenen

Risiken sind, desto kleiner sind die risikogewichteten Forderungen. Bis zur Krise galten die auf US-Hypotheken beruhenden Forderungen, die Staatsanleihen der heutigen Krisenländer und Interbankenkredite als sehr risikoarm und mussten damit kaum mit Eigenkapital hinterlegt werden.

Die heute merkwürdig anmutende Risikofreiheit vieler US-Papiere rechtfertigte sich vor Ausbruch der Krise darüber, dass dahinter in letzter Instanz ein Immobilienpool als Sicherheit stand. Diese Sicherheiten waren allerdings mit dem starken Fall der US-Immobilienpreise ab 2007 schnell weniger wert als die Forderungen, die auf ihnen beruhten. Auch Staatsanleihen galten bis 2009 als risikolos. Seit dem 2. Weltkrieg hatte es keinen Staatsbankrott mehr in einem Industrieland gegeben. Viele Anleger (und auch Ratingagenturen, wie Tichy (2011) bemerkt) haben erst 2009 realisiert, dass die Regeln des Euroraums einen Staatsbankrott tatsächlich ermöglichen. Darüber hinaus ist auch erst Mitte 2011 klar geworden, dass die europäischen Staats- und Regierungschefs es ernst mit diesen Regeln meinen, als sie einen Schuldenschnitt für den griechischen Staat beschlossen haben.

Das Risiko der Staatsanleihen im Euroraum ist also nicht allein eine Frage der Kreditvergabe der Banken, sondern auch der Regeln des Euroraums – der Frage, ob ein Staat im Prinzip Bankrott gehen kann – und der Politik, die einen solchen Bankrott tatsächlich erlaubt.

Institutionelle Architektur des Euroraums verschärft Krise

Das Verbot zwischenstaatlicher Haftung und der direkten Staatsfinanzierung durch die EZB in den Europäischen Verträgen birgt die Möglichkeit einer Abwärtsspirale, in der Banken und Staaten gegenseitig ihre Solvenz gefährden.

Die Abhängigkeit der Staaten von privaten Gläubigern führt im Euroraum – wie vorher in Schwellenländern – zu einer sich selbst verstärkenden Liquiditätskrise (De Grauwe und Ji 2013): Gläubiger wissen, dass ein Land ohne Kontrolle über die eigene Währung Pleite gehen kann. Wenn sie ihre Forderungen nicht frühzeitig liquidieren, laufen sie Gefahr, ihr Geld zu verlieren. Haben dann einzelne Gläubiger den Verdacht, dass andere Gläubiger ihre Kredite plötzlich fällig stellen werden, werden sie selbst versuchen, ihre Positionen in dem Land zu liquidieren. Das kann den Forderungsabbau und damit den Sudden Stop starten oder verstärken.

Eine solche sich selbst verstärkende Liquiditätskrise kennt man von einem Bank Run, in dem Anleger aus Angst vor der Illiquidität einer Bank ihre Gelder abheben und damit die Liquiditätssituation

der Bank so verschlechtern, dass sich die anfängliche Angst vor der Illiquidität selbsterfüllt. Tatsächlich ist die Eurokrise zum Großteil eine Bankenkrise, in der sowohl ausländische als auch inländische Gläubiger der Banken in den Krisenländern ihre Positionen liquidieren. Eine sich selbst erfüllende Liquiditätskrise kann aber auch Unternehmen und Staaten in den Bankrott treiben – wenn sie von Zentralbankliquidität abgeschnitten sind.

Ähnlich der Darstellung von De Grauwe und Ji (2013) zeigt Abbildung 9 den Zusammenhang zwischen staatlicher Verschuldung und den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen für die Mitglieder des Euroraums, die USA und Großbritannien. Während die Staatsverschuldung Großbritanniens und der USA mit der Portugals oder Irlands vergleichbar ist, müssen die beiden Euroländer sehr viel höhere Zinsen zahlen. Griechenland ist dabei ein besonders extremer Fall.

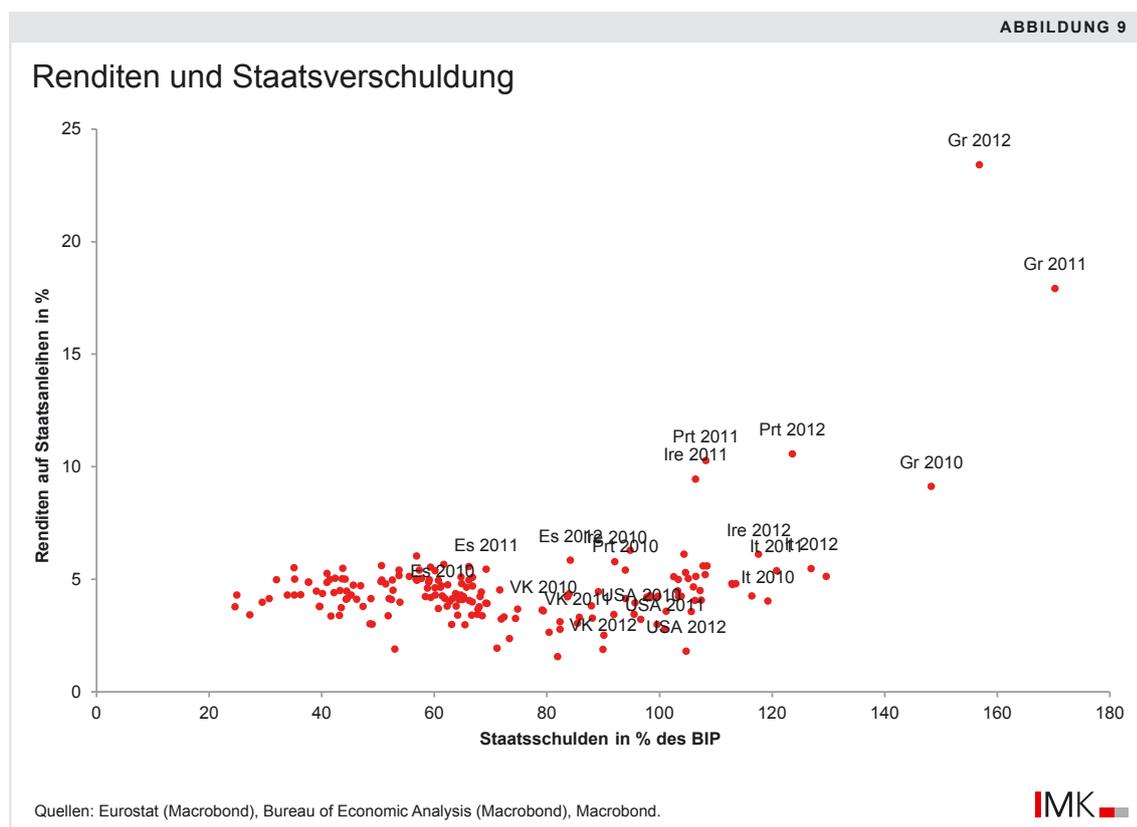
Dabei sind Staaten im Euroraum sehr viel stärker von der Gefahr sich selbst verstärkender Liquiditätskrisen betroffen als Banken. Im Gegensatz zu Staaten können sich Banken direkt beim Europäischen Zentralbankensystem refinanzieren und sind deswegen weniger abhängig von privater Refinanzierung. Sie haben sich sowohl bei der EZB direkt refinanziert als auch bei ihren nationalen Zentralbanken über die sog. Emergency Liquidity Assistance (ELA). Die Liquidität, die in- und ausländische Gläubiger von den Banken abziehen und ins

Ausland überweisen, wird durch Kredite der EZB und der nationalen Zentralbanken ersetzt.

Das ist der Hintergrund der stark gestiegenen Targetverbindlichkeiten der Krisenländer wie sie in den Abbildungen 1A und 1B gezeigt werden (Tober 2011; Horn et al. 2012). Die Targetverbindlichkeiten zeigen, wie viel Liquidität ein Land verlassen hat, ohne dass es zu kompensierenden Liquiditätseinströmen kommt. Die Targetsalden reflektieren den Zusammenbruch der Interbankenkredite zwischen den Euroländern, denn vor der Krise hatten private Banken den heutigen Krisenländern genug Liquidität bereitgestellt.

Die durch die EZB neu geschöpfte Liquidität hat es den Gläubigerbanken erst ermöglicht, ihre Forderungen in den Krisenländern zu reduzieren. Klär et al. (2013) zeigen, dass die Reduzierung der Auslandsforderungen der deutschen Banken in der Eurokrise zu einer entsprechenden Erhöhung der Targetforderungen der Bundesbank geführt hat. Die Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB haben damit die Forderungen der Privatbanken gegenüber den Krisenländern ersetzt.

Auch die Banken in den Krisenländern werden durch die hohe Liquiditätszufuhr gestützt, allerdings werden sie durch die Liquiditätsschwierigkeiten der Krisenstaaten belastet. Der Verfall der Kurse für Staatsanleihen gefährdet direkt die Solvenz der Banken, weil sie in hohem Maße Staatsanleihen ihres Heimatlandes halten. Fällt der Wert dieser



Anleihen, weil Investoren sie aus der (rationalen) Angst vor dem Bankrott verkaufen, oder müssen sie die Anleihen infolge eines Schuldenschnitts abschreiben, verlieren die Banken an Eigenkapital, was ihre Solvenz gefährdet (Merler und Pisany-Ferry 2012). Gehen die Banken Pleite, muss der Staat durch Rekapitalisierung einspringen, wenn er keinen noch stärkeren Zusammenbruch der Kreditversorgung riskieren will.

Dies erhöht wiederum die Schulden der Staaten und verschlechtert damit ihre Solvenz. Besonders extrem ist dabei der Fall Griechenlands, dessen staatlicher Schuldenschnitt zur Insolvenz des griechischen Bankensektors geführt hat, der dann wieder durch staatliche Neuverschuldung rekapitalisiert werden musste (Infobox 1).

Die Banken in den Krisenländern sind aber auch durch die Austeritätspolitik der Staaten betroffen, die diese wegen des Stopps der Kreditvergabe und der Auflagen der Troika (IWF, EU-Kommission und EZB) durchführen müssen. Der Kontrollverlust über die Währung zwingt Staaten dazu, sich in einer Konjunkturkrise wie der Privatsektor zu verhalten und prozyklisch ihre Ausgaben zu verrin-

gern. Da die staatlichen Ausgaben in hohem Maße den Einnahmen des inländischen Privatsektors entsprechen, belastet das die Wirtschaft zusätzlich. Die Krisenländer müssen sich damit so verhalten wie Schwellenländer, die in Fremdwährung verschuldet und abhängig von internationalen Kreditgebern, wie dem IWF, sind und deswegen eine besonders prozyklische Fiskalpolitik betreiben mussten (Kaminsky und Reinhart 2004). Da die staatlichen Kürzungen die Wirtschaft stark belasten, steigen auch die Insolvenzen von Unternehmen und Haushalten, was zusätzlich die Solvenz der Banken vermindert.

Im Euroraum verstärken sich die prozyklischen Eigenkapitalregeln nach Basel II und die Möglichkeit der Staatsinsolvenz gegenseitig: Die Eigenkapitalregeln diktieren den Banken in einem ungünstigen wirtschaftlichen Umfeld, ihre Forderungen zu reduzieren, was die Staaten unter Druck bringt, die wiederum durch ihre Ausgabenreduzierung die Banken unter Druck bringen. Zentral für die Stabilisierung sowohl der Banken als auch der Krisenländer ist damit eine Stabilisierung der Märkte für Staatsanleihen.

INFOBOX 1

Konsequenzen des griechischen Schuldenschnitts

In Griechenland ist der Teufelskreis zwischen der Verschuldung des Staates und des Bankensystems besonders extrem, weil die Banken, die einen Großteil der griechischen Staatsanleihen gehalten haben, nach dem Schuldenschnitt im März 2012 bankrott waren. Sie mussten durch zusätzliche – staatliche – Schulden rekapitalisiert werden.

Durch den Schuldenschnitt hat der griechische Staat seine Schulden nach Berechnungen einer Privatbank um 107 Milliarden Euro reduziert (Eurobank Research 2012). Nach Berechnungen der griechischen Zentralbank hat das zu einer Reduktion des Kapitals der griechischen Banken um 37,7 Milliarden Euro geführt (Bank of Greece 2012). Zur Rekapitalisierung der Banken haben der EFSF und der IWF Griechenland 2012 und 2013 insgesamt 48,2 Milliarden Euro geliehen, sowie weitere 29,7 Milliarden Euro, um einen Teil des griechischen Schuldenschnitts für internationale Investoren attraktiv zu machen (European Commission 2012). Dass die Summe zur Rekapitalisierung des Bankensystems größer als die direkten Verluste durch den Schuldenschnitt ist, liegt daran, dass das griechische Bankensystem wegen der durch die Austerität schlechten wirtschaftlichen Lage starke Abschreibungen wegen Unternehmens- und Haushaltsinsolvenzen vornehmen musste.

In der Darstellung der Kapitalflüsse in Abbildung 1 finden sich die Kredite des IWF und des EFSF: In den ersten drei Quartalen des Jahres 2012 machten die Neukredite der beiden Institutionen 36 % des BIP aus, die zu den bestehenden griechischen Staatsschulden addiert werden. Der Reduzierung der Schulden durch den Schuldenschnitt von 107 Milliarden Euro stehen damit 77,9 Milliarden Euro neue Schulden entgegen, so dass der griechische Staat seine Schulden nur um 29,1 Milliarden Euro reduzieren konnte, also nur zu etwa einem Drittel des ursprünglich intendierten Wertes.

Damit ist es eher zu einer Umschuldung gekommen als zu einem wirklichen Schuldenschnitt: Öffentliche Gläubiger haben die Schulden privater Gläubiger übernommen. Diese Umschuldung hätte man auch ohne einen Schuldenschnitt durchführen können. Der Schuldenschnitt hat das Vertrauen in der Eurokrise stark geschwächt und auch Italien und Spanien in die Krise gezogen (Horn et al. 2012). Deswegen hatte das IMK im Juni 2011 noch eindringlich vor einem Schuldenschnitt gewarnt (Horn et al. 2011).

Politikempfehlungen

Für eine Lösung der Krise braucht es ein klares Bekenntnis, dass es nicht zu weiteren Abschreibungen auf Staatsanleihen kommt und dass die Austeritätspolitik aufgegeben wird.

Staatsanleihen bilden den sicheren Anker für jedes Finanzsystem. In einer Krise führt die Existenz sicherer Anleihen dazu, dass das Eigenkapital von Banken gestützt wird, weil der steigende Kurs der sicheren Anleihen den Wert des Bankenportfolios erhöht und damit Abschreibungen auf risikoreichere Investitionen teilweise kompensieren kann. Darüber hinaus stabilisieren sichere Anleihen in einer Krise die Zinseinnahmen der Banken, was ihnen dabei helfen kann, Eigenkapital aufzubauen. Sinkende Zinsen auf Staatsanleihen erleichtern es dem Staat in einer Krise, mit einer antizyklischen Fiskalpolitik die Wirtschaft zu stabilisieren. Genau diese Mechanismen wirken im Moment in Ländern wie den USA und Großbritannien, in der die Solvenz des Staates nicht zur Debatte stand.

Durch die Möglichkeit der Insolvenz können die Staatsanleihen in den Krisenländern diese Funktion nicht übernehmen. Im Euroraum übernehmen vor allem die deutschen Staatsanleihen die Funktion sicherer Staatsanleihen. Das ermöglicht dem deutschen Staat und der Wirtschaft ein historisch einmalig niedriges Zinsniveau. Die hohen deutschen Anleihekurse dürften auch zur Stabilisierung der Bilanz deutscher Banken nach der US-Finanzmarktkrise beigetragen haben. Hiervon haben die von der Krise betroffenen Länder aber nichts.

Erst sehr spät sind die Märkte für Staatsanleihen teilweise stabilisiert worden, und zwar durch die Entscheidung der EZB im September 2012, notfalls direkt und unbegrenzt Staatsanleihen aufzukaufen (OMT-Programm). Obwohl die EZB unter diesem Programm bis jetzt noch keine Staatsanleihen aufgekauft hat, hat die Ankündigung zu einem starken Sinken der Renditen geführt. Der längerfristige Erfolg ist aber unsicher. Die EZB wird Anleihen nur unter der Bedingung kaufen, dass sich Staaten in ein makroökonomisches Anpassungsprogramm oder ein vorbeugendes Programm des Rettungsfonds ESM begeben.

An sich stabilisiert das die Banken, deren Staatsanleihenportfolio – wenn sie nach der großen Verkaufswelle von Staatsanleihen noch eines halten – jetzt einen höheren Wert hat. Dieser positive Effekt wird aber geschmälert durch die weiterhin starke Austeritätspolitik, die zu einem massiven Fallen der Wirtschaftsleistung in allen Krisenländern geführt hat und damit zu immer größeren Kreditausfallquoten der Banken. Das untergräbt ihr Eigenkapital und damit ihre Kreditvergabefähigkeit.

Mit der Austeritätspolitik steigt die Gefahr von Bankenpleiten, die wiederum durch staatliche Rekapitalisierung gelöst werden müssen. Eine sofortige Abkehr von der harten Austeritätspolitik wäre damit auch für die Stabilität der Banken und damit der Kreditvergabe geboten.

Dies würde auch unter den Regulierungsbedingungen von Basel II stabilisierend wirken, weil es das Risiko sowohl von Staatsanleihen, als auch von Unternehmens- und Haushaltskrediten verringern würde und damit den Banken Freiräume böte, wieder mehr regulatorisches Eigenkapital aufzubauen und neue Kredite zu vergeben.

Eine Bankenunion, wie sie im Moment in Europa diskutiert wird, soll Aufsicht, mögliche Restrukturierung und Abwicklung von Banken auf die europäische Ebene bringen (SVR 2012/2013). Mit einer Bankenunion wird explizit beabsichtigt, den Teufelskreis zwischen staatlicher Solvenz und Bankensolvvenz zu durchbrechen, denn die Insolvenz von Banken soll nicht mehr die Staaten belasten, sondern einen neu zu schaffenden europäischen Restrukturierungsfonds.

Im Prinzip ist eine solche Bankenunion zu begrüßen, da es im Moment eine problematische Divergenz zwischen international agierenden Banken und national agierender Aufsicht gibt. Zur Bekämpfung der aktuellen Krise wird sie allerdings kaum etwas beitragen können, auch weil ihre Einrichtung wahrscheinlich noch einige Jahre dauern wird. Restrukturierungsfonds auf europäischer Ebene würden zwar dazu führen, dass die Solvenz von Staaten weniger von der der Banken abhängt, da die Nationalstaaten dann im Notfall die Banken nicht mehr rekapitalisieren müssten. Allerdings ist die Solvenz der Banken auch bei einer Bankenunion in Gefahr, wenn es weiterhin möglich ist, dass Staaten per Schuldenschnitt ihre Verbindlichkeiten reduzieren können und die Austeritätspolitik sie zu Abschreibungen zwingt.

Auch Veränderungen der Bankenregulierung, etwa durch die neuen Eigenkapitalregeln von Basel III, sind grundsätzlich zu begrüßen. Allerdings wirken sie momentan eher krisenverschärfend, weil die Banken ihr Kapital in einem negativen Marktumfeld aufbauen müssen. Das darf allerdings nicht heißen, dass der Aufbau von höherem und besserem Eigenkapital entbehrlich ist, ganz im Gegenteil. Nach der Stabilisierung des Euroraums durch eine Stabilisierung sowohl des Marktes für Staatsanleihen als auch der Realwirtschaft müssen die Banken viel härter reguliert werden, um zukünftigen Kreditblasen stärker zuvorzukommen.

Die neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln (Basel III) sind dabei ein Schritt in die richtige

Richtung: So soll das risikogewichtete Eigenkapital von bisher 8 % bis 2019 schrittweise auf 10,5 % steigen; die Kapitalanforderungen sollen auch auf Positionen angewendet werden, die nicht direkt auf der Bankenbilanz gehalten werden, und die Banken sollen mehr Liquidität vorhalten, damit sie besonders beim Versiegen des Interbankenmarktes längere Zeit ohne neue Kredite auskommen können. Darüber hinaus sollen zusätzliche Kapitalpuffer für systemisch wichtige Banken oder ganze Bankensysteme von maximal zusätzlich 5 % eingeführt werden (Finance Watch 2012; SVR 2012/2013).

Ein neues und gutes Element dieser Regeln ist, dass die Aufsicht nun die Möglichkeit hat, die Eigenkapitalanforderungen der Banken antizyklisch zu verändern. In jedem Quartal soll die Aufsicht prüfen, ob Banken zu viel Kredit vergeben. Dann können sie entscheiden, antizyklisch die Kapitalanforderungen zu steigern (um maximal 2,5 Prozentpunkte zusätzlich zu den 10,5 % der regulatorischen Eigenkapitalquote) und damit die Kreditvergabe zu drosseln, wenn eine Überhitzung droht.

Problematisch an den neuen Regeln ist allerdings, dass sie immer noch hoch komplex sind und durch die Möglichkeit der internen Risikobewertung weiterhin prozyklisch wirken dürften. Darüber hinaus ist die Einführung einer bindenden Begrenzung der Hebelung, also der absoluten Verschuldungsquote für Banken, vertagt worden und findet sich nicht in den aktuellen europäischen Gesetzesvorhaben. Diese Begrenzung der Hebelung war eine wichtige Innovation in den ursprünglichen Vorschlägen zur Bankenregulierung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (Finance Watch 2013).

Die interne Bewertung von Risiken kann zu stark unterschiedlichen Risikobewertungen für ganz ähnliche Forderungen führen und damit zu

sehr unterschiedlichen Eigenkapitalanforderungen. Damit machen es die komplexen Risikobewertungsmethoden Außenstehenden – sowohl den Regulierern als auch den Aktionären – schwer, sich ein Bild über das tatsächliche Risiko der Banken zu machen (SVR 2012/2013). Außerdem haben Banken einen Anreiz, das Risiko eher kleinzurechnen, damit weniger Eigenkapital vorzuhalten und ihre Bilanz zu verlängern – was das systemische Risiko erhöht.

Komplementär zur Risikogewichtung würde eine Begrenzung der absoluten Verschuldung im Verhältnis zum Eigenkapital (Begrenzung der Hebelwirkung) die Risiken der Banken begrenzen. Der Vorteil einer solchen, nicht auf Risikogewichtung bauenden Begrenzung ist, dass sie weniger prozyklisch wirkt, da hier das Eigenkapital nicht laufend unterschiedlichen Risikogewichtungen angepasst werden müsste. Darüber hinaus ist die Verschuldung im Verhältnis zum Eigenkapital ein guter vorlaufender Indikator für die Insolvenz von Banken gewesen (Blundell-Wignall und Roulet 2013). Im Gegensatz dazu war das risikogewichtete Eigenkapital kein guter Indikator. Damit bleibt das Finanzsystem trotz neuer Regulierung krisenanfällig.

Insgesamt heißt das, dass zu allererst der Euroraum stabilisiert werden muss, sowohl durch geringere Zinsen auf Staatsanleihen, was die EZB in letzter Instanz garantieren kann, als auch durch eine Abkehr von der harten Austeritätspolitik. Sollte das geschehen, müssten die Banken aber in konjunkturell stabileren Zeiten noch stärker reguliert werden als es Basel III vorsieht. Sonst wird es bald nach der Stabilisierung erneut zu einer zu hohen Kreditvergabe kommen, die auch dann wieder zu einer Finanzmarktkrise führen wird.

Literatur

Acharya, V. V. / Schnabl, P. (2010): Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09, IMF Economic Review, Vol. 58, Nr. 1, S. 37-73.

Arslanalp, S. / Tsuda, T. (2012): Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt, IMF Working Paper Nr. 284.

Avdjiev, S. / Upper, C. / Kleist, K. v. (2010): Highlights of International Banking and Financial Market Activity, BIS Quarterly Review, Juni, S. 15-28.

Bank of Greece (2012): Report on the Recapitalisation and Restructuring of the Greek Banking Sector, Athen, Bank of Greece.

Bloomberg (2008): Banks' Subprime Losses Top \$500 Billion on Writedowns Bloomberg.com

Blundell-Wignall, A. / Roulet, C. (2013): Business Models of Banks, Leverage and the Distance-to-Default, OECD Journal: Financial Market Trends Nr. 2, S. 1-29.

Borio, C. / Disyatat, P. (2011): Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?, BIS Working Paper Nr. 346.

Brunnermeier, M. / Gregorio, J. D. / Eichengreen, B. / El-Erian, M. / Fraga, A. / Ito, T. / Lane, P. R. / Pisani-Ferry, J. / Prasad, E. / Rajan, R. / Ramos, M. / Rey, H. / Rodrik, D. / Rogoff, K. / Shin, H. S. / Velasco, A. / Weder di Mauro, B. / Yu, Y. (2012): Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses, Committee on International Economic Policy and Reform, Washington, D.C., Brookings

Calvo, G. A. (1998): Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops, Journal of Applied Economics, Vol. 1, Nr. 1, S. 35.

Calvo, G. A. / Reinhart, C. M. (1999): When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options, Working Paper.

Chen, R. / Milesi-Ferretti, G.-M. / Tressel, T. (2012): External Imbalances in the Euro Area, IMF Working Paper Nr. 236.

De Grauwe, P. / Ji, Y. (2013): Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test, Journal of International Money & Finance, Vol. 34, S. 15-36.

Deutsche Bundesbank (2006): Zur jüngsten Entwicklung der Kredite deutscher Banken an inländische Unternehmen und Privatpersonen, Monatsbericht Juli, S. 15-31.

Deutsche Bundesbank (2010): Kreditrisiken zwischen Altlasten und konjunktureller Erholung, Finanzstabilitätsbericht, S. 61-81.

Drumond, I. (2009): Bank Capital Requirements, Business Cycle Fluctuations and the Basel Accords: A Synthesis, Journal of Economic Surveys, Vol. 23, Nr. 5, S. 798-830.

Eurobank Research (2012): Greek PSI: Public Offer Results, Debt Exchange Timeline and Impact on Sovereign Liquidity & Solvency, Greece Macro Monitor.

European Commission (2012): The Second Economic Adjustment Programme for Greece. First Review - December 2012, Occasional Papers, Brüssel, European Commission, Vol. 123.

Finance Watch (2012): Basel 3 in 5 Questions: Keys to Understand Basel 3, Finance Watch Report, Mai.

Finance Watch (2013): Finance Watch Statement and Opinion on the CRD IV / CRR Package, Finanzausschuss des Deutschen Bundestages, Brüssel.

Goodhart, C. / Hofmann, B. / Segoviano, M. (2004): Bank Regulation and Macroeconomic Fluctuations, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 20, Nr. 4, S. 591-615.

Horn, G. / Lindner, F. / Niechoj, T. (2011): Schuldenschnitt für Griechenland - ein gefährlicher Irrweg für den Euroraum, IMK Report Nr. 63.

Horn, G. A. / Lindner, F. / Tober, S. / Watt, A. (2012): Quo vadis Krise?, IMK Report Nr. 75.

Hutchison, M. M. / Noy, I. / Wang, L. (2010): Fiscal and monetary policies and the cost of sudden stops, Journal of International Money and Finance, Vol. 29, Nr. 6, S. 973-987.

IMF (2012a): France: Financial Stability Assessment, IMF Country Report Nr. 341.

IMF (2012b): Germany. 2012 Article IV Consultation, Washington, D.C., International Monetary Fund.

Kaminsky, G. L. / Reinhart, C. M. (2000): On Crises, Contagion, and Confusion, *Journal of International Economics*, Vol. 51, Nr. 1, S. 145-168.

Kaminsky, G. L. / Reinhart, C. M. (2004): When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies, *NBER Macroeconomics Annual 2004*, M. Gertler and K. Rogoff, MIT Press, S. 11-53.

Klär, E. / Lindner, F. / Schovic, K. (2013): Investitionen in die Zukunft? Zur Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens, *Wirtschaftsdienst*, Vol. 94, Nr. 3, S. 189-197.

Kopf, C. (2011): Restoring Financial Stability in the Euro Area, *CEPS Policy Brief* Nr. 237.

Laeven, L. / Valencia, F. (2012): Systemic Banking Crises Database: An Update, *IMF Working Paper* Nr. 163.

Lane, P. R. (2011): The Dynamics of Ireland's Net External Position, *IIS Discussion Paper* Nr. 388.

Lane, P. R. / Milesi-Ferretti, G. M. (2000): External Capital Structure: Theory and Evidence, *IMF Working Paper* Nr. 152.

Merler, S. / Pisani-Ferry, J. (2012): Hazardous Tango: Sovereign-Bank Interdependence and Financial Stability in the Euro Area, *Banque de France Financial Stability Review* Nr. 16, S. 1-10.

Milesi-Ferretti, G.-M. / Tille, C. (2011): The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis, *Economic Policy*, Vol. 26, Nr. 66, S. 285-342.

Pisani-Ferry, J. / Sapir, A. / Marzinotto, B. (2010): Two crises, two responses. *Bruegel Policy Brief* 2010/01, März 2010, S. 8.

Reinhart, C. M. / Reinhart, V. R. (2008): Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present, *NBER Working Paper* Nr. 14321.

Rijkeghem, C. v. / Weder, B. (2003): Spillovers through Banking Centers: A Panel Data Analysis of Bank Flows, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 22, Nr. 4, S. 483-509.

Shin, H. S. (2012): Global Banking Glut and Loan Risk Premium, *IMF Economic Review*, Vol. 60, Nr. 2, S. 155-192.

SVR (2011/2012): Verantwortung für Europa wahrnehmen. *Jahresgutachten 2011/12*, Wiesbaden, Statistisches Bundesamt.

SVR (2012/2013): Finanzmärkte in Europa: Vom Binnenmarkt zur Bankenunion, *Jahresgutachten 2012/2013: Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland*, Sachverständigenrat für Wirtschaft, Wiesbaden, S. 151-196.

Tichy, G. (2011): Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem?, *Intereconomics* Nr. 5, S. 232-245.

Tober, S. (2011): Die Europäische Zentralbank in der Kritik, *IMK Report* Nr. 67.

Waysand, C. / Ross, K. / Guzman, J. d. (2010): European Financial Linkages: A New Look at Imbalances, *IMF Working Paper* Nr. 295.

Abgeschlossen am 14. Mai 2013

Impressum

Herausgeber:

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)
in der Hans-Böckler-Stiftung,
Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf
Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266
IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

Redaktionsleitung: Andrew Watt

Pressekontakt: Rainer Jung, 0211 7778-150

**Hans Böckler
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.