

Dr. Andreas Dombret
Mitglied des Vorstands
der Deutschen Bundesbank

Finanzstabilität
im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Vortrag beim Center for Financial Studies
in Frankfurt am Main
am 19. Januar 2011

- Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

1	Begrüßung	2
2	Finanzstabilität: Worum geht es? Und warum ist sie so wichtig?	3
3	Eine erste, schnelle Bestandsaufnahme	5
4	Herausforderungen an das deutsche Bankensystem	7
5	Staatsschuldenkrise	13
6	Stabilität sichern. Was ist zu tun?	18

1 Begrüßung

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Freunde der Finanzstabilität,

ich freue mich sehr, heute zu Ihnen sprechen zu dürfen. Beim Center for Financial Studies einen Vortrag – oder wie es in der Einladung schöner heißt: eine Lecture – zu halten, ist für mich eine besondere Herausforderung. Denn das CFS ist ein Leuchtturm der Finanzmarktforschung in Deutschland und ein gewichtiger Teil der intellektuellen Infrastruktur am Finanzplatz Frankfurt.

Schön, dass so viele Zuhörer gekommen sind und sich für die Finanzstabilität interessieren. Finanzstabilität ist ein spannendes Gebiet; aber manchmal würden wir uns sogar wünschen, es wäre mitunter ein bisschen langweiliger ...

2 Finanzstabilität: Worum geht es? Und warum ist sie so wichtig?

Was ist eigentlich unser Verständnis von Finanzstabilität? Nun, zunächst einmal verstehen wir unter Finanzstabilität einen höchst produktiven Zustand des Finanzsystems, nicht bloß eine Art Nicht-Krise oder ein Fehlen von Spannungen. In einem funktionalen Sinn beschreibt Finanzstabilität einen Zustand, in dem das Finanzsystem seine gesamtwirtschaftlichen Funktionen insbesondere in der Allokation von Kapital und Risiken erfüllt und damit ein wichtiger Pfeiler unseres Wohlstands ist.

Dazu gehört, dass die Stabilität keine Momentaufnahme, keine Schön-Wetter-Veranstaltung ist. Das Finanzsystem muss Resistenz und Widerstandsfähigkeit aufweisen, um gerade auch dann, wenn die Umstände widrig werden – etwa bei Stress oder bei Umbrüchen – seine Aufgaben weiter zu erfüllen. Zu unserem Verständnis von Finanzstabilität gehört untrennbar die längerfristige Perspektive, die im Zweifel auch Vorrang vor kurzfristigen Erwägungen hat.

Das ist wichtig. Denn die Finanzstabilität hat zwei grundlegend unterschiedliche Disziplinen. Es gibt die kurzfristige Seite: das Krisenmanagement. Seine spektakulären Höhepunkte findet solch ein Krisenmanagement bisweilen in dramatischen Wochenendsitzungen, in denen um Ad-hoc-Lösungen gerungen wird. Dies ist die Kurzfristseite der Finanzstabilität, die hoffentlich erst einmal der Vergangenheit angehört. Manchmal habe ich aber die Sorge, dass diese „Feuerwehr-Aktionen“ das Image der Finanzstabilität stark geprägt haben.

Dem steht nämlich die eigentliche Domäne der Finanzstabilität gegenüber. Sie ist im Kern eine zutiefst ordnungspolitische Disziplin. Die großen Themen wie Übertreibungen und

Ungleichgewichte sowie endogene systemische Risiken und Ansteckungen hängen nämlich an den Strukturen im Finanzsystem und an den Anreizmechanismen.

Und hier sehen wir bei der Bundesbank vor allem unsere Rolle und unseren Beitrag, wenn wir deutsche Interessen in einer Vielzahl von Gremien vertreten, politische Instanzen beraten oder öffentlich unsere Stimme erheben: ein ordnungspolitisches Gewissen, ein Anwalt für eine längerfristige Orientierung zur Finanzstabilität. Damit stellt sich die Finanzstabilität, wie wir sie konzeptionell verstehen, bewusst in die geldpolitische Tradition der Bundesbank.

Wie bedeutsam Finanzstabilität ist, mag im vierten Jahr der Finanzkrise fast trivial erscheinen. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat gewaltige Einschlagkrater zurückgelassen. Nach bekannten Schätzungen haben Banken und Versicherungen weltweit seit Ausbruch der Krise im Sommer 2007 Abschreibungen in Höhe von rund 1,8 Billionen US-Dollar vornehmen müssen [Folie 1]. Die gesamtwirtschaftlichen Rückwirkungen sind massiv. Nach Schätzungen der OECD wird der langfristige Pfad des potenziellen Outputs in den Industrieländern dauerhaft um 3 % niedriger verlaufen als ohne die Krise [Folie 2]. Wir gehen bei der Bundesbank davon aus, dass der Einbruch der Investitionen im Zuge der Wirtschaftskrise das Potenzialwachstum in Deutschland in den Jahren 2009 und 2010 auf $\frac{3}{4}$ % verringert und damit in etwa halbiert hat. Bis 2012 dürfte es sich wieder auf 1 % erholen, was immer noch unter der Vorkrisendynamik liegt. Selbst Deutschland mit seinem starken Arbeitsmarkt und seinem bemerkenswerten Aufschwung wird erst im Laufe dieses Jahres das Niveau der gesamtwirtschaftlichen Leistung vor der Krise wieder erreichen.

Über die Auswirkungen auf rein wirtschaftliche Größen hinaus aber hinterlässt die Erfahrung der Finanzkrise weitere tiefere Spuren. Die Finanzwelt spricht von neuer Normalität. Die Finanzmarktregulierung folgt neuen Konzepten. Aber vor allem hat die Finanzkrise die gesellschaftliche Akzeptanz und das Vertrauen in die Soziale Marktwirtschaft bedenklich beschädigt. Finanzstabilität wirkt eben nicht nur auf Märkte und Banken. Finanzstabilität muss deshalb breiter ansetzen, nämlich eine Risikokultur unterstützen, in der Risiken bewusst und informiert eingegangen werden und Gewinne aus nachhaltiger Leistung stammen. Finanzstabilität ist also ein gesellschaftspolitisches Schwergewicht.

3 Eine erste, schnelle Bestandsaufnahme

Lassen Sie mich die Analyse von hoher Warte aus beginnen. Wir befinden uns im Zeitalter globaler Märkte und regional wie global stark integrierter Volkswirtschaften. Der Slogan von der *One world* ist uns geläufig und eingängig. Aber entgegen dieser Intuition gibt es eigentlich nicht die *eine Welt* der Finanzstabilität, sondern man hat eher den Eindruck, es gibt mindestens drei Welten der Finanzstabilität. Jedenfalls haben sich im Krisenverlauf Länder und Regionen sehr unterschiedlich entwickelt [Folie 3]. Die Krise hat Divergenzen offengelegt und akzentuiert; teilweise sogar so stark, dass bereits Befürchtungen aufkommen, die Globalisierung könne von neuen Handels- und Währungskrisen bedroht werden.

In einer Welt der Finanzstabilität befinden sich viele Schwellenländer, wenn auch nicht alle. Ihre Welt der Finanzstabilität ist in hohem Maße geprägt vom Kampf mit dem berühmten Trilemma der Währungspolitik: Man kann nicht gleichzeitig freien Kapitalverkehr, autonome

Geldpolitik und einen festen Wechselkurs haben. Hinsichtlich ihrer Wachstumsdynamik weitet sich der Abstand zu den Industrieländern aus. Ihre Attraktivität für Investoren steigt, oftmals mehr als erwünscht. Das Institute for International Finance schätzt, dass allein in diesem Jahr mehr als 800 Milliarden US-\$ in die Schwellenländer drängen [Folie 4]. Damit verstärkt sich der Druck auf deren Währungs- und Finanzsystempolitik, mit dem wieder anschwellenden Zustrom an Kapital umzugehen, dabei auf interne Signale wie steigende Immobilienpreise und zunehmende Verschuldung im Privatsektor zu reagieren und zugleich auch die Geldwertstabilität im Umfeld stark steigender Preise für Nahrungsmittel und Energie zu bewahren. Die betroffenen Länder setzen dabei ihr Arsenal aus Zins- und Mindestreservepolitik, aus Besteuerung von Kapitalzuflüssen und aus Interventionen am Devisenmarkt in höchst unterschiedlichen Varianten ein.

Eine andere Welt der Finanzstabilität bilden die USA. Das Land, in dem die Finanzkrise ihren Ursprung nahm, wird noch für längere Zeit unter dem Eindruck notwendiger Anpassungen stehen. Vorangegangene Übertreibungen an den Immobilienmärkten und in der Verschuldung wirken nach und belasten weiterhin Banken und Privathaushalte. Die USA haben nicht nur die drohende große Rezession nach der Lehman-Pleite, sondern auch die Stockung im bereits anlaufenden Aufschwung durch kräftige Stimuli der Finanz- und Geldpolitik bekämpft. Im Grunde versuchen die USA, die Symptome einer Verschuldungskrise durch noch mehr Schulden zu bekämpfen.

In einer weiteren Welt der Finanzstabilität lebt derzeit Europa, insbesondere eine Reihe von Ländern der Währungsunion. Hier gibt es die Option der verlängerten fiskalischen Expansion im Wesentlichen nicht mehr. Die Finanzmärkte haben Zweifel an der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in mehreren Ländern angemeldet. Mittlerweile

liegen die Kosten zur Absicherung gegen einen staatlichen Zahlungsausfall in Westeuropa auf dem Niveau von Schwellenländern aus Osteuropa, Afrika und dem Mittleren Osten [Folie 5]. Die Zweifel sind auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euro-Gebiets deutlich auseinander entwickelt hat. Zudem erscheinen die Wachstumspotenziale in Europa schon allein aus demographischen Gründen begrenzt. Nimmt man Erwartungen mit ins Bild, dass der langfristige Realzins steigen könnte, zum Beispiel weil die Schwellenländer in einen beschleunigten Investitionszyklus eintreten, dann wirkt die Schuldenfalle noch bedrohlicher. Damit wird vor allem das Euro-Gebiet geprägt von der Sorge um die Staatsdefizite und deren mögliche Rückwirkungen auf die Konjunktur und die Bankensysteme.

Deutschland schließlich befindet sich fast in einer Art Sondersituation. 2010 war mit 3,6 % Wachstum ein gesamtdeutsches Rekordjahr. Und die Chancen stehen gut, dass die Erholung weitergeht. Dies ist umso bemerkenswerter, als Deutschland in der ersten Dekade des neuen Millenniums nicht gerade reüssiert hat.

4 Herausforderungen an das deutsche Bankensystem

Was bedeutet diese kurze Skizze für die Stabilitätslage der Finanzsysteme, insbesondere für das deutsche? Drei grundlegende Aspekte will ich zunächst vorausschicken:

Erstens: In der Breite des deutschen Bankensystems dominiert natürlich das Inlandsgeschäft. Damit erhalten die deutschen Banken erst einmal eine steife Brise Rückenwind vom kräftigen Aufschwung bei uns.

Zweitens: In wichtigen Segmenten weist das deutsche Bankensystem aber einen hohen Grad an Internationalisierung auf. Deshalb werden sich die großen Herausforderungen an das internationale Finanzsystem eben auch bei uns wiederfinden, zumal eine Reihe deutscher Institute weiterhin substantielle Bestände an Problemaktiva hält.

Und drittens: Der Anpassungsbedarf innerhalb des deutschen Bankensystems ist ziemlich ungleich verteilt. Die Bankenwelt neigt in diesen Zeiten zu einer Zwei-Klassen-Gesellschaft von Gewinnern und Verlierern der Krise. Marktchancen und Marktpositionen werden neu verteilt. Einige deutsche Banken stehen bei diesem Ringen wohl auf der Verliererseite.

Auf dem Boden dieser drei Aussagen will ich nun auf aktuelle Herausforderungen an das deutsche Finanzsystem näher eingehen. Unser Finanzstabilitätsbericht vom November 2010 hat diese ausführlich analysiert und präsentiert. Ich möchte im Folgenden ein Stück weit darauf zurückgreifen.

Ein großes nationales wie internationales Thema stellt derzeit die Refinanzierung dar. Das Liquiditätsrisiko gehört zu den Themen, die in besonderer Weise eine Neubewertung erfahren haben. Vor der Krise war die gängige Sicht in der Praxis, dass Liquidität unweigerlich der Solvenz folgt. Wenn die Solvenz gegeben ist, dann ist hinreichende Liquidität schlicht eine Tatsache, sie ist einfach da!

Die Phasen der großen Anspannungen an den Geldmärkten haben mit dieser Sichtweise gründlich aufgeräumt. Wenn die Unsicherheiten wegen der Komplexität, der Vernetzung und der diversen Ansteckungskanäle so groß werden, dass man das Ausfallrisiko einer Gegenpartei nicht mehr vernünftig abschätzen kann – vielleicht nicht einmal mal mehr das

eigene Ausfallrisiko –, dann wird das Liquiditätsrisiko plötzlich ein selbständiges Thema. Deswegen gehört das Liquiditätsrisiko auch zu den ganz großen Themen im sogenannten Baseler Ausschuss.

Zu beachten sind vor allem zwei Aspekte: zum einen die Zusammensetzung der Refinanzierungsseite nach unterschiedlichen Quellen und zum anderen die Fristigkeit, insbesondere bei der marktmäßigen Refinanzierung. Im Kern sieht man dabei international wie national zwei entgegengesetzte Entwicklungen.

Hinsichtlich der Zusammensetzung der Refinanzierungsbasis besteht die Tendenz, dass die Einlagen von Nichtbanken zunehmen. Das ist grundsätzlich positiv, da die Einlagen von Nichtbanken vergleichsweise stabil sind. Diese Aussage gilt, obgleich die Bereitschaft auch von Privatkunden, Bankbeziehungen zu wechseln, im Zeitalter des Onlinebanking sicherlich steigt. Den Trend zu mehr Depositen weist auch das deutsche Bankensystem auf. So ist der Anteil der Einlagen von Nichtbanken an den gesamten Passiva von 37% vor Ausbruch der Finanzkrise auf inzwischen 42% gestiegen.

Hinsichtlich der weiterhin bedeutsamen marktmäßigen Refinanzierung besteht aber eine ausgeprägte Kurzfristigkeit fort. Wir sehen das leider auch in Deutschland. Der Anteil umlaufender inländischer Bankschuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von unter einem Jahr lag viele Jahre ziemlich stabil bei 22%. Aktuell beträgt er 30% und bleibt damit hartnäckig hoch [Folie 6] .

Angesichts des hohen Refinanzierungsbedarfs droht den Banken eine Kollision mit dem hohen staatlichen Kreditbedarf. Dies stellt für manche Bankensysteme ein ernstes

Ertragsrisiko dar, gilt allerdings wohl weniger für Deutschland, da die am Markt agierenden Banken in der Regel keine ausgeprägte Fristentransformation betreiben. Aus Sicht der Finanzstabilität ist das Liquiditätsrisiko bedeutsam, sollten Teile des europäischen Bankensystems von einer neuerlichen verstärkten Anspannung heimgesucht werden. Deshalb ist es auch so wichtig, dass die Banken weiter an ihrer Refinanzierungsstruktur arbeiten.

Ein gemeinsames Merkmal großer, international tätiger Banken ist, dass die Volatilität der Erträge stark am Handelsergebnis hängt. Deshalb ist die Entwicklung der Marktrisiken in den Handelsportfolios der deutschen Banken wichtig. Sie sind seit Mitte 2009 deutlich gesunken, wenn auch im vergangenen Jahr weniger stark. Entsprechend sind die Eigenmittelanforderungen der Institute mit eigenem Marktrisikomodell seit Juni 2009 und Juni 2010 um deutlich mehr als ein Drittel zurückgegangen [Folie 7]. Dazu beigetragen haben eine rückläufige Volatilität an wichtigen Märkten, aber auch der Abbau ehemals signifikanter Kredithandelspositionen.

Aus systemischer Sicht interessiert neben der Volatilität der Handelsergebnisse besonders die Diversifikation innerhalb des Systems. Wenn Banken gegenüber bestimmten Risiken unterschiedlich positioniert sind, können zwar die individuellen Ergebnisse stark abweichen und schwanken, aber es kann nicht zu einem „Flächenbrand“ kommen in dem Sinne, dass eine Entwicklung an den Märkten allen Banken gleichzeitig zusetzt. Der Ausbruch der Staatsschuldenkrise im Frühsommer vergangenen Jahres hatte aber genau dieses systemische Potenzial. Der Gleichlauf der Handelsergebnisse nahm extrem stark zu. Offensichtlich waren die Banken mit ihren Eigenhandelspositionen der Krise in sehr ähnlicher Weise ausgesetzt.

Die Geschichte lehrt, dass große Banken Krisen typischerweise durch regelrechte „Abschreibungs-Tsunamis“ entstehen; damit meine ich, dass eine ganze Forderungskategorie oder ein zentrales Segment der Forderungen einbricht. Deshalb ist die Beobachtung der Kreditrisiken von grundlegender Bedeutung. Das Muster, wie sich zuletzt die Kreditrisiken im deutschen, aber auch in vielen anderen Bankensystemen entwickelt haben, entspricht im Wesentlichen dem Makrotrend. Zu den anfälligen Segmenten in den Forderungen gehören vor allem die Finanzierung von Gewerbeimmobilien sowie die Altbestände an strukturierten Produkten.

Die Lage an den internationalen Gewerbeimmobilienmärkten bleibt schwierig [Folie 8]. Vor allem die Preise an den Märkten in den USA und im Vereinigten Königreich, aber auch in Spanien und Irland sind stark gefallen. Um die Lage im deutschen Bankensystem zu sondieren, hat die Bundesbank voriges Jahr elf große deutsche Banken über ihre Finanzierungen von gewerblichen Immobilien befragt. Deren Gesamtkreditvolumen betrug rund 325 Mrd €. Auf die USA entfallen rund 15%, auf das Vereinigte Königreich knapp 9%. Jedoch überschreiten 90% der Kredite nicht den Wert der Immobilie, bei etwa 44% liegt der Beleihungsauslauf bei 60% oder darunter. Damit erscheinen die Risiken aus den Gewerbeimmobilien bei uns insgesamt beherrschbar.

Im Scheinwerferlicht stehen seit Ausbruch der Krise strukturierte Wertpapiere. In den Portfolios der deutschen Banken liegen davon nach wie vor substanzielle Bestände. Ende September 2010 betrug der Buchwert verbriefter Wohnimmobilienkredite 74 Mrd € und der von CDOs etwa 58 Mrd €. Auf verbrieftes Studentenkredite entfielen knapp 30 Mrd € und auf CMBS rund 22 Mrd € [Folie 9]. Das Gesamtvolumen ging damit zuletzt verstärkt zurück. Dabei ist jedoch zu beachten, dass Wechselkurseffekte die Rechnung beeinflussen.

Wie sich das Kreditrisiko insgesamt entwickelt, wird aber weiterhin in hohem Maße von den inländischen Bedingungen bestimmt. Der Anteil des Auslandsgeschäfts, gemessen an den ausgereichten Krediten an Nichtbanken, liegt bei knapp 21 %. Damit kann das Kreditrisiko insgesamt vom starken Aufschwung bei uns sowie von der Stabilität des deutschen Immobilienmarktes profitieren, an dem grundsätzlich keine Übertreibungen festzustellen waren. Der Wertberichtigungsbedarf deutscher Banken hat deshalb seinen Höhepunkt voraussichtlich überschritten [Folie 10]: im Jahr 2009 betrug die Abschreibungen circa 37 Mrd €, für 2010 erwarten wir einen deutlichen Rückgang auf 23 Mrd €.

Eine „Königsdisziplin“ der Stabilitätsanalyse sind Stresstests. So enthält der Stabilitätsbericht auch einen Stresstest zur Ertragskraft deutscher Banken im Zins- und Provisionsgeschäft [Folie 11]. Das Risikoszenario für das Jahr 2011 unterstellt dabei eine deutlich abgeflachte Zinsstrukturkurve mit einem Rückgang des Unterschieds zwischen Dreimonatszins und der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 202 auf 55 Basispunkte sowie einen starken Rückgang des BIP um 4%. Dies ist angesichts der aktuellen Wirtschaftslage sicherlich eine äußerst harte Annahme. Die operativen Erträge, ohne das Handelsergebnis, fallen in diesem Szenario deutlich: Das Zinsergebnis für das gesamte deutsche Bankensystem vermindert sich um knapp 8%; die konjunkturgetriebenen Provisionsüberschüsse sinken um 10%. Hinzu kommen hohe Wertberichtigungen im Bankbuch angesichts der unterstellten Rezession. Sie würden nach unseren Schätzungen wieder auf rund 35 Mrd € hochschnellen und lägen damit 9 Mrd € höher als im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre.

Einen Warnhinweis will ich aber hinzufügen. Stresstests sind für die Stabilitätsanalyse hilfreich, gleichwohl ist immer Sorgfalt bei der Interpretation der Ergebnisse angezeigt. Denn

Stresstests decken nur einzelne Transmissionskanäle ab, wie ein exogener Schock ein Bankensystem treffen kann. Hierfür sind die Schätzungen informativ. Doch die Wucht eines Schocks kann über die gesamte Palette an denkbaren Übertragungswegen und Rückkopplungen sehr wohl heftiger sein. Jedenfalls möchte ich mir im Moment die gesamten Auswirkungen, etwa auf Europa, lieber nicht ausmalen, wenn die deutsche Volkswirtschaft nun überraschend in eine so gewaltige Rezession von – 4 % des BIP abgleiten würde. Und damit bin ich nun endgültig bei jenem Thema, das derzeit die Nachrichtenlage zur Finanzstabilität bestimmt.

5 Staatsschuldenkrise

Die europäische Staatsschuldenkrise war im Jahr 2010 das Mega-Ereignis der Finanzstabilität [Folie 12]. Und die ersten Tage im neuen Jahr lassen erahnen, dass sich der Klammergriff der Anleihemärkte nicht so schnell lockern wird. Die Staatsschuldenkrise ist derzeit das größte Risiko für die Finanzstabilität. Deshalb gilt: Die Rückkehr zu tragfähigen öffentlichen Finanzen in allen Ländern ist und bleibt das beste Förderprogramm für die Finanzstabilität.

Die Schuldenproblematik ist die Folge hausgemachter Fehlentwicklungen in einigen Ländern sowie einer gewissen Eigendynamik der Krise. Die Fehlentwicklungen im Vorfeld wurden allerdings von der Krise schonungslos offengelegt. Dazu gehören insbesondere eine unzureichende Konsolidierung der Staatsfinanzen in guten Zeiten unter günstigen Finanzierungsbedingungen sowie ein zunehmendes Auseinanderdriften der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Euro-Gebiet [Folie 13]. Aber auch die Überhitzung auf einigen

Immobilienmärkten verbunden mit stark steigender Verschuldung im Privatsektor spielt eine wichtige Rolle.

Hinzu kam eine Art Spirale der Rettungseingriffe, ein wenig frei nach dem Motto: Die Krise ernährt die Krise. Zunächst kam es im Zuge der Bankenkrise zu einem umfangreichen Risikotransfer vom privaten in den öffentlichen Sektor. Dies gilt insbesondere für solche Länder, wo der Privatsektor beträchtliche Verbindlichkeiten aufgehäuft hatte. Dann schlugen die Staaten als Reaktion auf die nach der Lehman-Pleite vehement einsetzende Rezession einen expansiven Kurs in der Fiskalpolitik ein, der meist über ein Wirken-lassen automatischer Stabilisatoren hinausging.

Schwindendes Vertrauen in die Staatsfinanzen Griechenlands, nicht zuletzt nach mehrfacher Revision der zuvor mit erheblichen Fehlern behafteten Daten und Statistiken, lösten im Frühjahr 2010 die Schuldenkrise aus. Schnell zeigte sich die systemische Dimension. Es kam nicht nur zu Ansteckungseffekten auf die Finanzsysteme der betroffenen Länder, sondern darüber hinaus auf die Anleihemärkte anderer Staaten, auf deren Bankensystem sowie auf Banken mit umfangreichen Beständen an Forderungen gegenüber Kreditnehmern dieser Länder. Stabilität und Funktionsfähigkeit des europäischen Finanzsystems waren Anfang Mai 2010 akut bedroht. Die im Frühjahr gewährten finanziellen Hilfen für Griechenland und die Einrichtung eines Europäischen Stabilisierungsmechanismus kurze Zeit später waren deshalb vertretbare Entscheidungen. Dass die irische Regierung mittlerweile ebenfalls Finanzhilfen von EU und IWF beantragt hat, wurde vom EZB-Rat begrüßt.

Die Staatsschuldenkrise ist heute ein Feld, auf dem es besonders wichtig ist, die kurz- und die längerfristige Dimension der Finanzstabilität zu unterscheiden und zu beachten.

Kurzfristig geht es darum, die Dynamik der Krise zu brechen und den betroffenen Ländern die notwendige Zeit einzuräumen, um die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren, Strukturreformen durchzuführen und vorangegangene Übertreibungen zu beseitigen.

Längerfristig ist aber entscheidend, dass die Eigenverantwortung der Länder für ihre fiskalische Lage unzweifelhaft klar bleibt und die Anreize, eigenverantwortlich und frühzeitig zu handeln, gestärkt und nicht etwa geschwächt werden. Wenn es eine Art „Haupt-Lektion“ unter allen *Lessons-to-be-learned* aus dieser Finanzkrise gibt, dann diese: Achtet auf die Anreize und gestaltet sie so, dass Finanzindustrie und Politik die gesamten Auswirkungen des eigenen Handelns, auch auf andere sowie auf längere Sicht, mit ins Kalkül ziehen. Alle Reformbestrebungen sind vor dem Hintergrund des Primats der Eigenverantwortung zu beurteilen.

Es gibt aus meiner Sicht zwei Ausgangspunkte für den langfristigen und nachhaltigen Erfolg gegen die Schuldenkrise. Zum einen: Der Schlüssel zum Überwinden der Krise liegt im überzeugenden Konsolidierungskurs der öffentlichen Haushalte. Und zum anderen: Vorfahrt für das Vorbeugen von Schieflagen. Der eigentliche Schwerpunkt jedes Reformwerks hat in der Prävention zu liegen. Deshalb bin ich im Moment nicht ganz glücklich mit der Gewichtung in der aktuellen Debatte.

In der Prävention geht es vor allem darum, die Fiskalregeln zu härten. Und es geht auch um eine stärkere Koordinierung der Wirtschaftspolitik in Europa, zumindest im Euroraum. Die Erfahrung hat gezeigt, dass sich Versäumnisse in der Wirtschafts-, Sozial- oder Finanzsystempolitik vielleicht nicht unmittelbar in höheren staatlichen Defiziten niederschlagen müssen, aber zu einem späteren Zeitpunkt umso massivere Auswirkungen

haben können. Bei Fehlentwicklungen in einzelnen Ländern, die sich etwa in einer erodierenden Wettbewerbsfähigkeit ausdrücken, ist frühzeitig gegenzusteuern. Europa braucht ein Fitness-Programm für mehr Nachhaltigkeit.

Das alles heißt keineswegs, die Augen davor zu verschließen, dass staatliche Schuldenkrisen auch in Zukunft nicht vollkommen auszuschließen sind. Deshalb ist die geplante Einrichtung eines permanenten Krisenbewältigungsmechanismus eine sinnvolle und notwendige Ergänzung des bestehenden Rahmenwerks. Das Primat der Eigenverantwortung verlangt dabei eine strenge Beachtung des Haftungsausschlussprinzips. Auf dieser Grundlage sollten im absoluten Ausnahmefall an strikte Konditionen gebundene und eng befristete Hilfeleistungen an einzelne Mitgliedstaaten möglich sein, wenn die Stabilität der Währungsunion insgesamt gefährdet ist. In einem solchen geregelten Krisenmechanismus sollten auch die privaten Gläubiger nicht aus der Verantwortung entlassen werden.

Vorschläge, die hingegen eine gesamtschuldnerische Haftung beinhalten und damit die Eigenverantwortung der Länder aushöhlen, widersprechen den Lektionen der Finanzkrise und dem Primat der Eigenverantwortung. Damit sind sie gerade nicht dazu geeignet, das Vertrauen in die öffentlichen Finanzen zu stärken. Deshalb wäre eine Einführung von Eurobonds sehr kritisch zu sehen. Und eine etwaige Vorstellung, mit der Emission von Eurobonds eine Art Befreiungsschlag zu landen, der Europa von den Zwängen der Kapitalmärkte befreien würde, ist unrealistisch. Zweifel der Finanzmärkte an der Nachhaltigkeit von staatlichen Finanzen im Euro-Gebiet werden sich auch in Risikoprämien niederschlagen.

Einen wichtigen Punkt möchte ich noch hinzuzufügen: Vieles spricht dafür, dass die Forderungsklasse der Staatsschuldverschreibungen insgesamt eine länger anhaltende Phase der Überprüfung und der Umbewertung durchmachen wird. Die Zeit des zweifelsfreien *risk-free asset* scheint sich dem Ende zuzuneigen. Und einen Fehler dürfen wir nicht machen: zu glauben, die Staatsschuldenkrise sei ein rein europäisches Phänomen.

Denn der Nährboden für steigende Staatsschulden – also zum Beispiel: hohe Sozialausgaben, demographische Alterung, innenpolitische Unstetigkeiten – findet sich in viel zu vielen Ländern [Folie 14]. Und deren Ausgangslage, gemessen am Schuldenstand und den aktuellen Defiziten, sieht teilweise deutlich schlechter aus als bei jenen Ländern des Euro-Gebiets, die derzeit von den Finanzmärkten besonders kritisch verfolgt werden. Man denke nur an Japan mit einer Bruttostaatsverschuldung von fast 230 %. Oder man betrachte die USA, die ihre festgelegte Obergrenze für die Kreditaufnahme von derzeit 14,3 Billionen US-\$ einmal mehr erhöhen müssen. Nach vorläufigen Berechnungen des *Congressional Budget Office* wird der jüngste Steuerkompromiss die Defizite in den kommenden fünf Jahren um bis zu 900 Mrd US-\$ oder 6 % des BIP erhöhen. Allein der Fehlbetrag in den vier Jahren zwischen 2009 und 2012 wird sich damit auf 5 Billionen US-\$ auftürmen. Umgekehrt gibt die aktuell kontrovers geführte Debatte in den USA über die Pläne zur mittelfristigen Rückführung der Defizite eine Vorahnung, wie schwer die Korrekturen werden könnten. Diese expansive Strategie birgt Risiken und kann schwierige Fragen aufwerfen, etwa wie dauerhaft die dominante Rolle des Dollar als Leitwährung sein wird. Die Warnschüsse der Ratingagenturen werden jedenfalls lauter.

Das Thema Staatsschulden wird möglicherweise auf Jahrzehnte hinaus die globalen Finanzmärkte beschäftigen. Europa tut gut daran, sich auf ein Szenario einer länger

anhaltenden kritischen Beobachtung einzustellen. Die Antwort darauf kann nur lauten: Priorität für Konsolidierung und Pflege der Wettbewerbsfähigkeit sowie überzeugende Strukturen der Union und des Euro, die dem Primat der Eigenverantwortung folgen.

6 Stabilität sichern. Was ist zu tun?

Bisher habe ich viel über die Grenzen der Finanzpolitik im aktuellen Umfeld gesprochen. Kurz erinnert sei nur daran, dass es natürlich auch Grenzen der monetären Handlungsspielräume gibt. Es gehört zu den ältesten Erfahrungen und Schulbuchweisheiten, dass steigende Staatsdefizite und Schuldenstände mittel- und langfristig auch für die Geldpolitik zum Problem werden können.

Das Letzte, was die Finanzstabilität brauchen könnte, wäre, wenn die Inflationserwartungen ihre Verankerung verlören. Viele Debatten, gerade in den vergangenen Jahren, haben verdeutlicht, wie gefährlich für die Finanzstabilität Phänomene wie Vermögenspreisblasen oder übermäßige Verschuldung im Privatsektor sind, die durch Inflationsängste zunehmen würden. Deshalb ist es für die Finanzstabilität sehr hilfreich, dass die europäische Geldpolitik stets klargemacht hat, welche zentrale Bedeutung für sie die feste Verankerung der Inflationserwartungen hat. Und die Finanzmarktdaten und Umfragen belegen auch, dass die Inflationserwartungen weiterhin fest verankert sind. Die Bilanz des Euro mit Blick auf seinen Geldwert fällt ausgesprochen positiv aus. Und auch weiterhin stehen die mittelfristigen Preisperspektiven für den Euro im Einklang mit dem Ziel der Preisstabilität. Allerdings könnten die Risiken, die gegenwärtig noch weitgehend ausgewogen sind, durchaus zunehmen. Das Eurosystem beobachtet diese Entwicklungen sehr aufmerksam.

Ein weiteres großes Themengebiet, um die Finanzstabilität bei uns längerfristig abzusichern, besteht darin, die Schwachstellen und Verwundbarkeiten im deutschen Bankensystem entschlossen anzugehen. Auch aus Erfahrungen in anderen Ländern wie etwa in Japan ist bekannt, wie gefährlich es sein kann, Überkapazitäten im heimischen Bankensystem nicht vom Markt zu nehmen, sondern für Kreditersatzgeschäft einzusetzen. Viel Kreditersatzgeschäft wirft zwei Probleme auf. Zum einen ist die Wertschöpfung relativ gering, so dass die Margen niedrig bleiben und entsprechend hohe Volumina bewegt werden müssen, um hinreichende Erträge zu generieren. Zum anderen muss sich eine Bank möglicherweise in Marktsegmente begeben, wo sie über keine spezifische Expertise verfügt. Das Ergebnis ist programmiert: nämlich ein Portfolio mit riskanten Engagements, das obendrein noch unzureichend diversifiziert ist. Solche Strukturen sollten jetzt korrigiert werden, nicht zuletzt bei der einen oder anderen Landesbank.

Zum Abschluss will ich noch ein besonders wichtiges Feld ansprechen: die Finanzsystempolitik. Sie gleicht einer großen Baustelle, und zwar in allen ihren drei Bereichen: Diagnose, Therapie und Durchsetzung. Institutionell hat die makroprudenzielle Überwachung mit der Gründung des *European Systemic Risk Board* einen Quantensprung erlebt. Der ESRB arbeitet eng mit dem europäischen Notenbankwesen zusammen. So wird Deutschland im ESRB vom Bundesbank-Präsidenten vertreten.

Die neuen Möglichkeiten und Ansätze sind einerseits konsequent zu verfolgen. Andererseits sollte aber keine neue Illusion einer beliebigen „Machbarkeit“ von Finanzstabilität entstehen. Das beginnt bereits mit dem Bereich der Diagnose. Denken Sie nur an die bekannte These, dass man eine Vermögenspreisblase erst dann mit Sicherheit erkennen kann, wenn sie platzt – nur ist es dann zu spät. Die Analyseabteilungen in den europäischen Notenbanken

– auch bei uns – arbeiten mit Hochdruck an neuen Indikatoren und Modellen, insbesondere um das systemische Risiko besser zu fassen. Aber bei all den Fortschritten, die man zurecht erwarten darf, wird möglicherweise auch für die Finanzsystempolitik die berühmte Formel gelten: *it's more of an art than a science*.

Im Bereich des Umgangs mit Systemrisiken beginnt sich der Instrumentenkasten zu füllen. In der Bankenregulierung kreisen die Debatten vor allem um drei Themen: die Nutzung von *Contingent Capital* oder *Bail-in*-Instrumenten in der Kapitalstruktur, Kapitalzuschläge für systemisch relevante Institute sowie antizyklische Kapitalpuffer. Doch droht vor allem eine offene Flanke: Regulierungsarbitrage insbesondere durch ein Verlagern von Aktivitäten in ein „Schattenbankensystem“ könnte in der Realität die Effektivität von makroprudenziellen Maßnahmen spürbar reduzieren, wenn nicht gar gefährden [Folie 15].

Schließlich will ich auch auf die Aspekte der Durchsetzung und der richtigen Anwendung im Praxistest hinweisen. Sie stellen sich insbesondere auch im Zusammenhang mit einem Paradigmenwechsel in der Regulierung. In den vergangenen Jahrzehnten folgten viele Arbeiten am regulatorischen Rahmen dem Wunsch, in der Regulierung so weit wie möglich marktwirtschaftliche Usancen nachzubilden. Typisch etwa sind Ansätze nach *Best practices*.

Regulierung unter makroprudenziellen Prinzipien, das heißt unter Beachtung systemischer und zyklischer Effekte auf die Gesamtwirtschaft, wird davon ein Stück Abstand nehmen müssen. Betrachten wir die Idee anti-zyklischer Puffer. Sie widerspricht explizit den Marktgepflogenheiten. Denn Banken nutzen unter dem Druck des Wettbewerbs gute Zeiten typischerweise eher dazu, Leverage zu erhöhen und mehr Fristentransformation einzugehen. Die Finanzsystempolitik wird künftig möglicherweise mehr Konflikte mit den

Regulierten, aber vielleicht auch mit einer an Finanzplatzinteressen und Industrieförderung ausgerichteten Wirtschaftspolitik aushalten müssen. Der Kampf um die „Medienhoheit“ in der Frage, welche gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen höhere Eigenkapitalanforderungen haben könnten, gibt einen Vorgeschmack auf denkbare verstärkte Interessenkonflikte zwischen Industrie und Aufsicht.

Die Disziplin der Finanzstabilität ist dabei, Neuland zu betreten, nicht zuletzt in meinem Haus, der Bundesbank. Anforderungen, wie wir sie bisher eher von der Geldpolitik kennen, wie Rechenschaftspflicht (*accountability*) und intensive Kommunikation mit Märkten und Öffentlichkeit, werden dabei steigen. Einen Schritt müssen wir gehen: nämlich informativ zur Finanzstabilität Bericht erstatten. Mit ihrem Finanzstabilitätsbericht und ihren Forschungspapieren zur Finanzstabilität bietet die Bundesbank schon heute wichtige Beiträge an. Umgekehrt muss sich auch die akademische Forschung auf die drängenden Themen der Finanzstabilität einlassen.

Beim Center for Financial Studies renne ich damit offene Türen ein. Ich weiß es sehr zu schätzen, dass das CFS zu den Partnern gehört, die ein regelmäßiges Forum für den kritischen und fruchtbaren Austausch über aktuelle Fragen der Finanzstabilität bieten.

In diesem Sinne vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

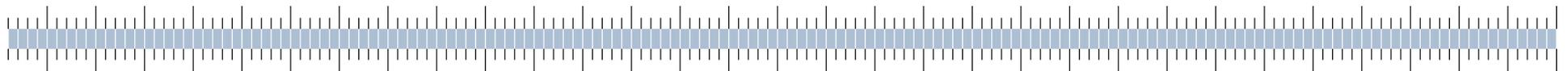
* * *

Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Dr. Andreas Dombret

Mitglied des Vorstands
der Deutschen Bundesbank

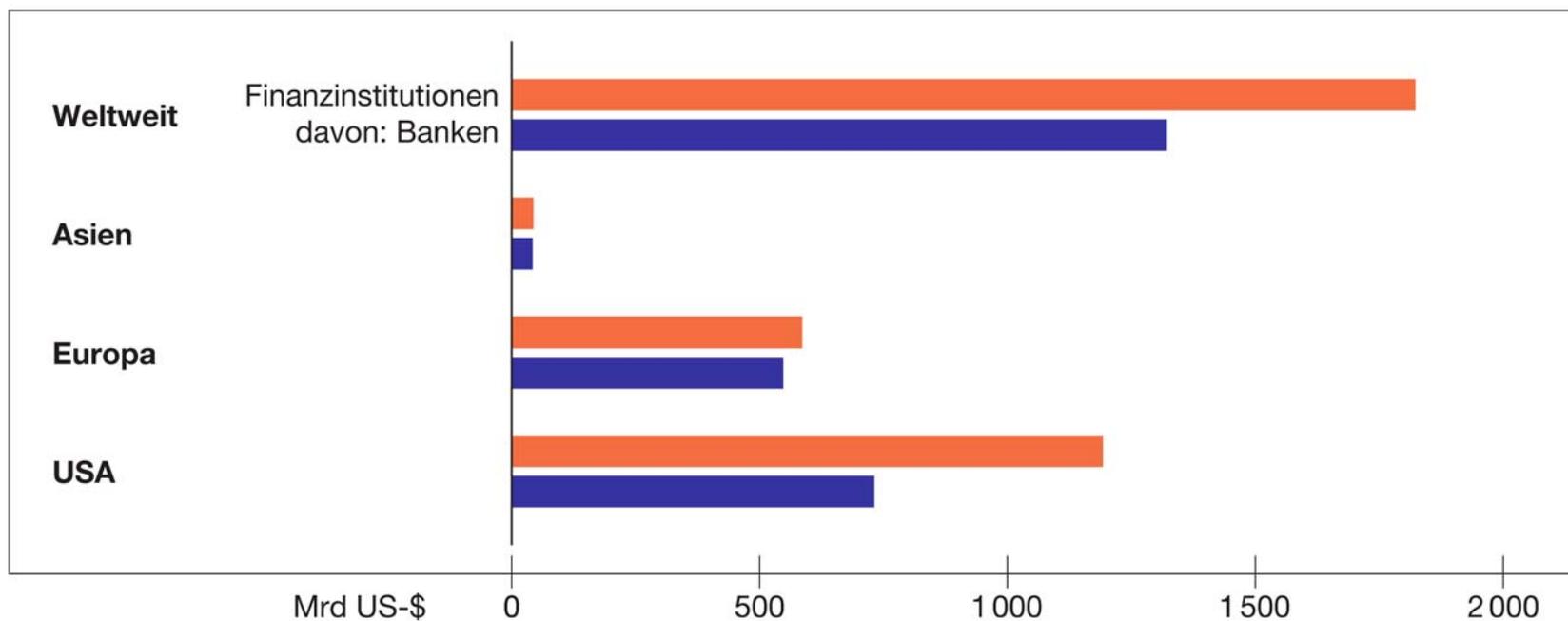
Frankfurt am Main, 19. Januar 2011



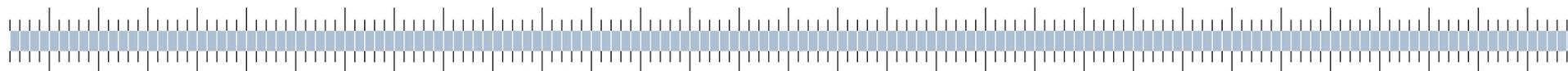
Sendesperrfrist: 19.01.2011, 17:30 Uhr MEZ

Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Weltweite Abschreibungen



Quelle: Bloomberg. Stand 15.1.2011.

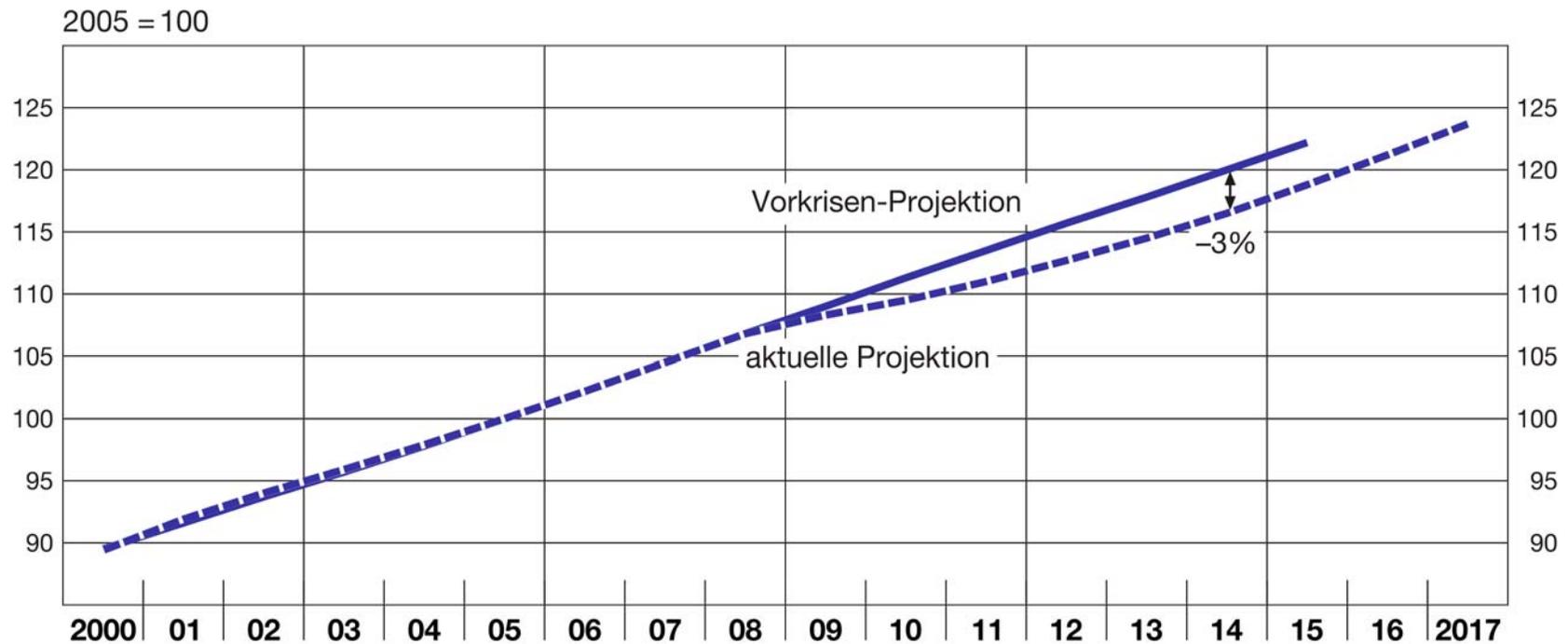


19. Januar 2011

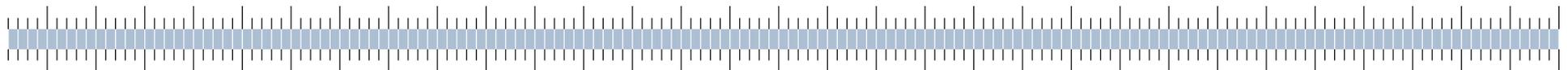
Sendsperfrist: 19.01.2011, 17:30 Uhr MEZ

Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Auswirkungen der Finanzkrise auf das Produktionspotenzial

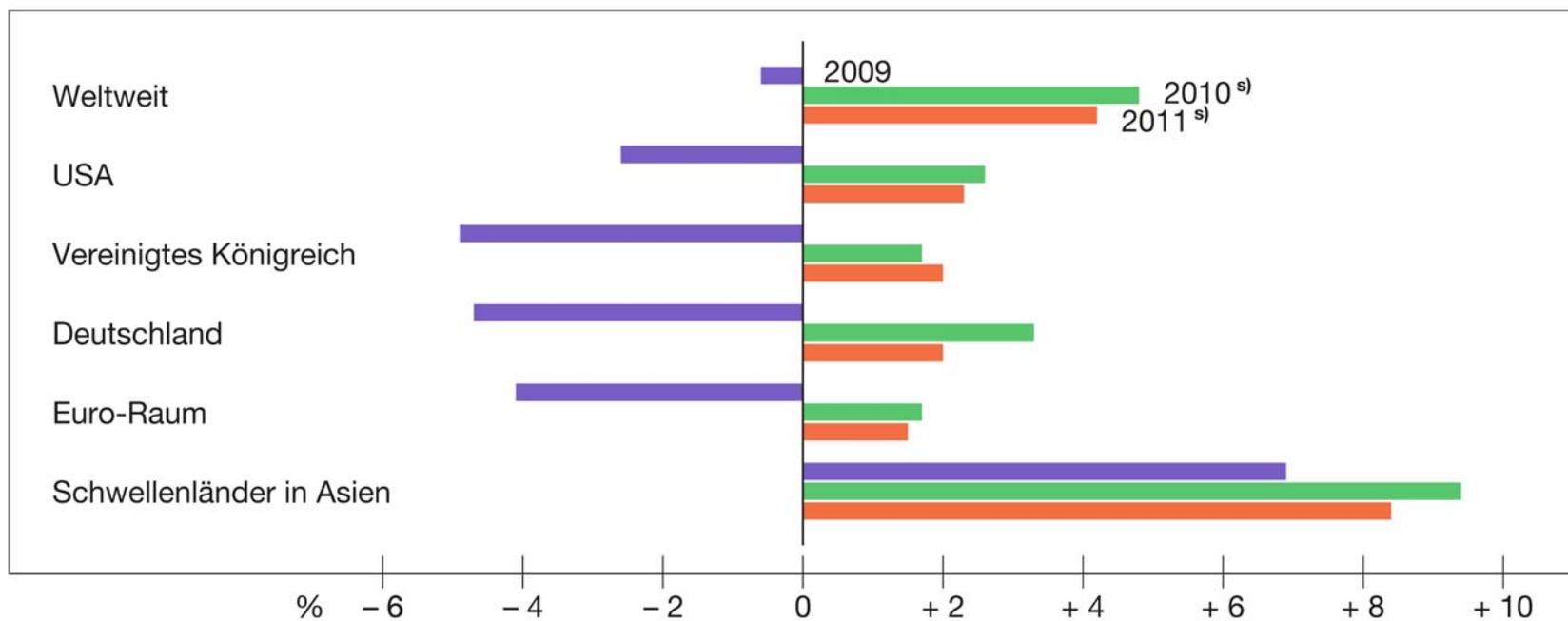


Quelle: OECD.

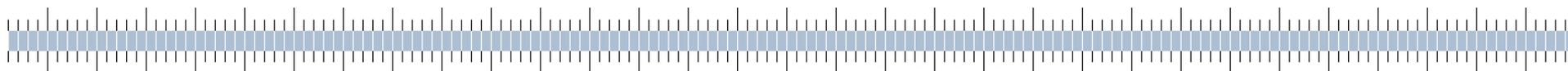


Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Wachstum des realen BIP in ausgewählten Ländern



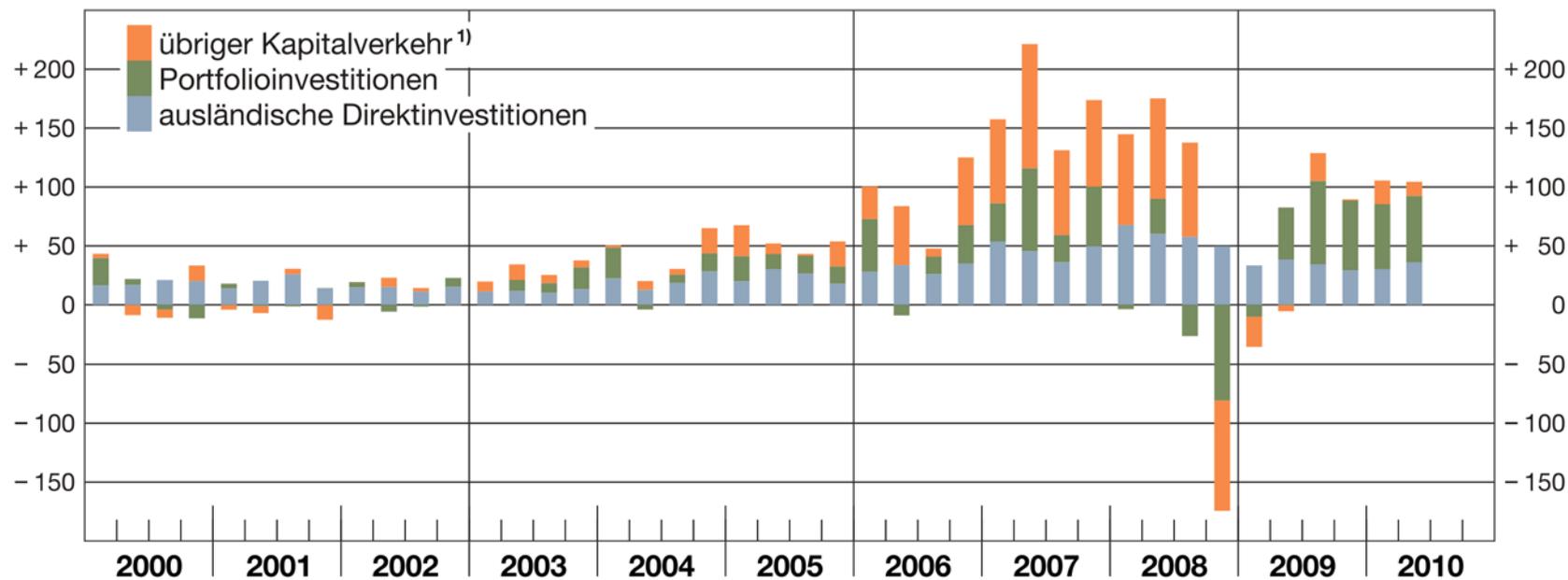
Quelle: IWF. — s) Geschätzt.



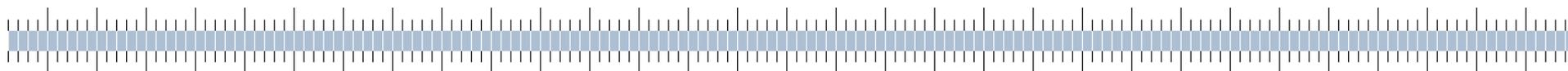
Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Brutto-Kapitalzuflüsse in die G20-Schwellenländer*)

in Mrd US-\$



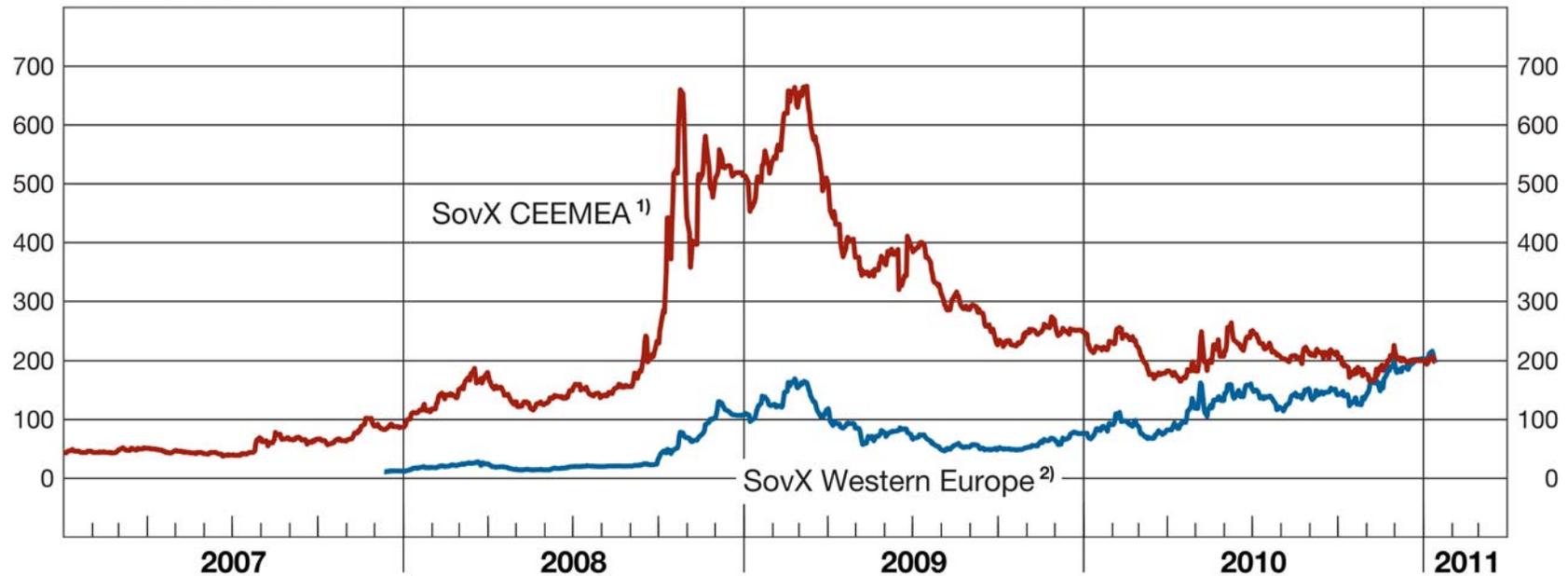
Quellen: IWF, Thomson Reuters und eigene Berechnungen. — *) Ohne China und Saudi Arabien. — 1) Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen.



Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Kreditausfallswap-Prämien für Staaten

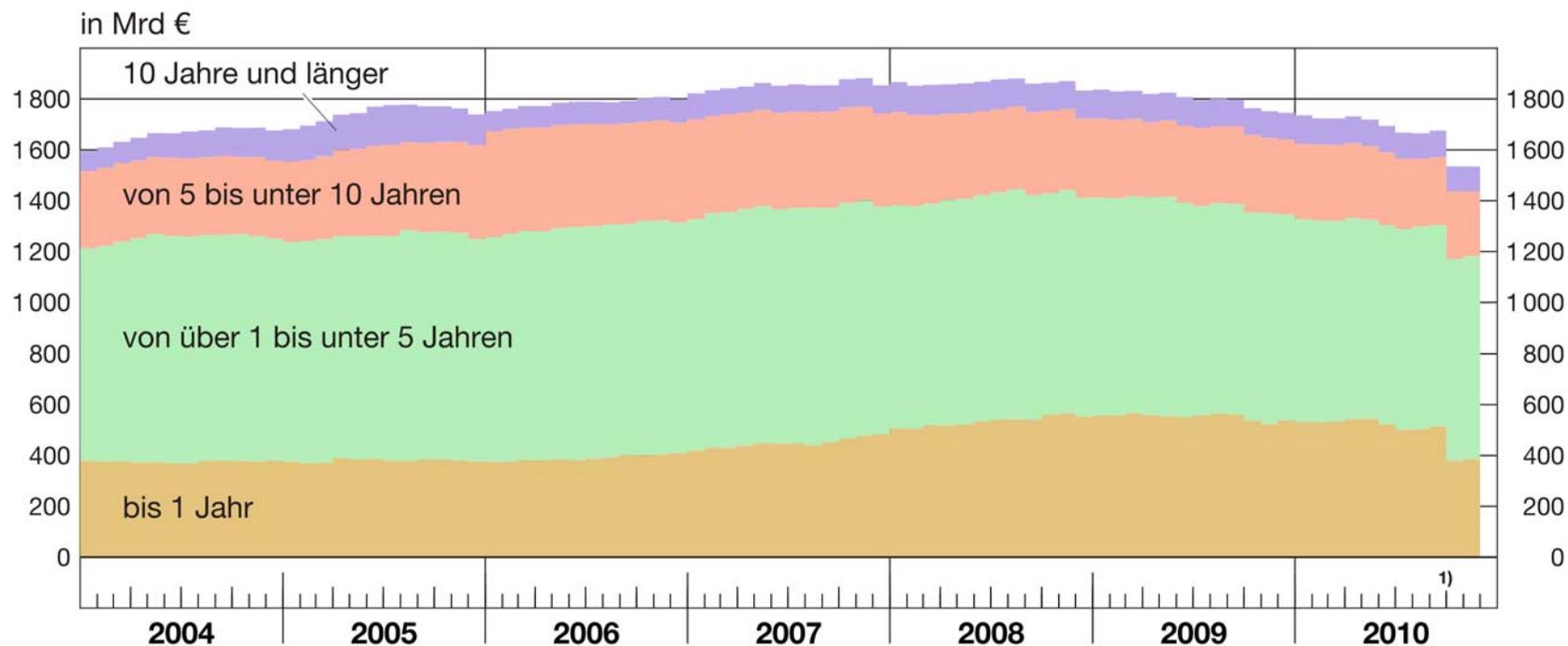
in Basispunkten



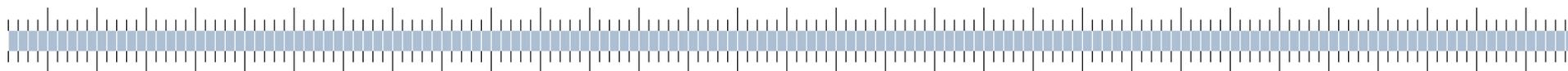
Quelle: Markt. — 1) Umfasst 15 Staaten aus Osteuropa, Afrika, und dem Mittleren Osten. — 2) Umfasst 15 westeuropäische Staaten.

Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Restlaufzeiten von umlaufenden inländischen Bankschuldverschreibungen

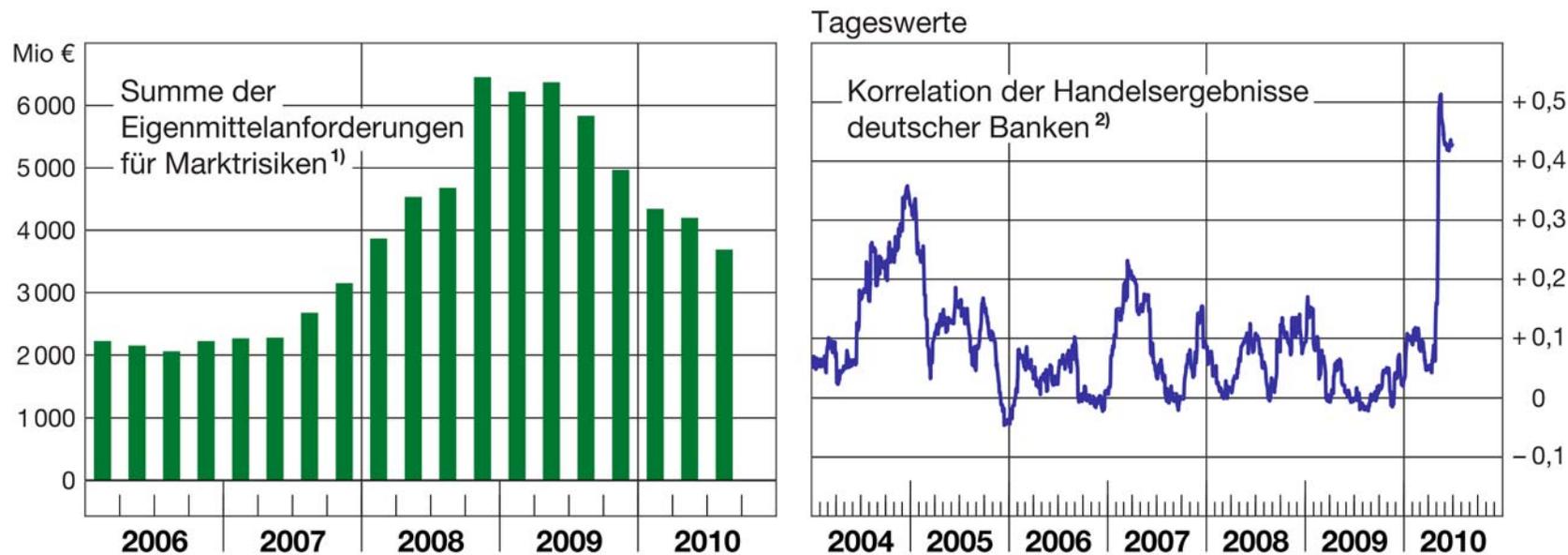


1) Änderung in der sektoralen Zuordnung von Schuldverschreibungen.



Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

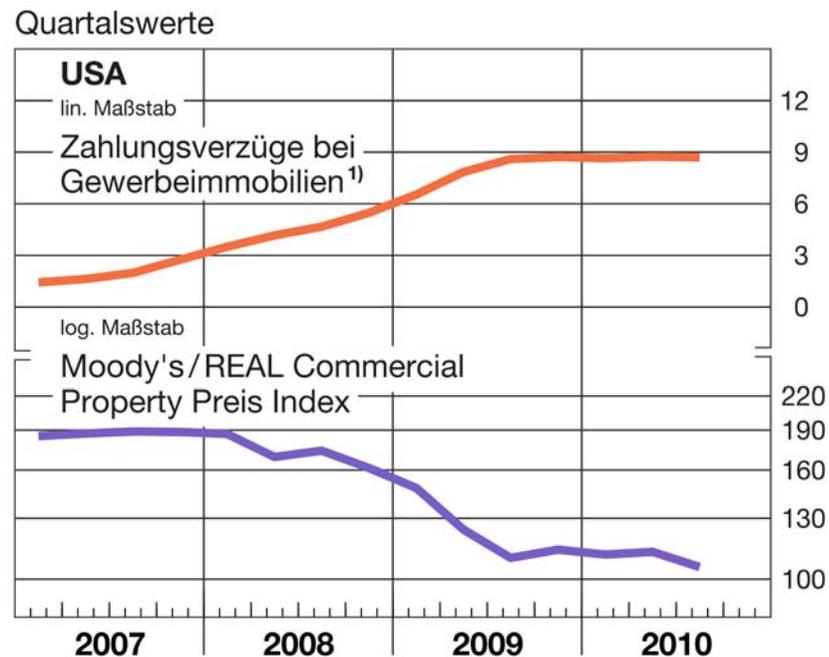
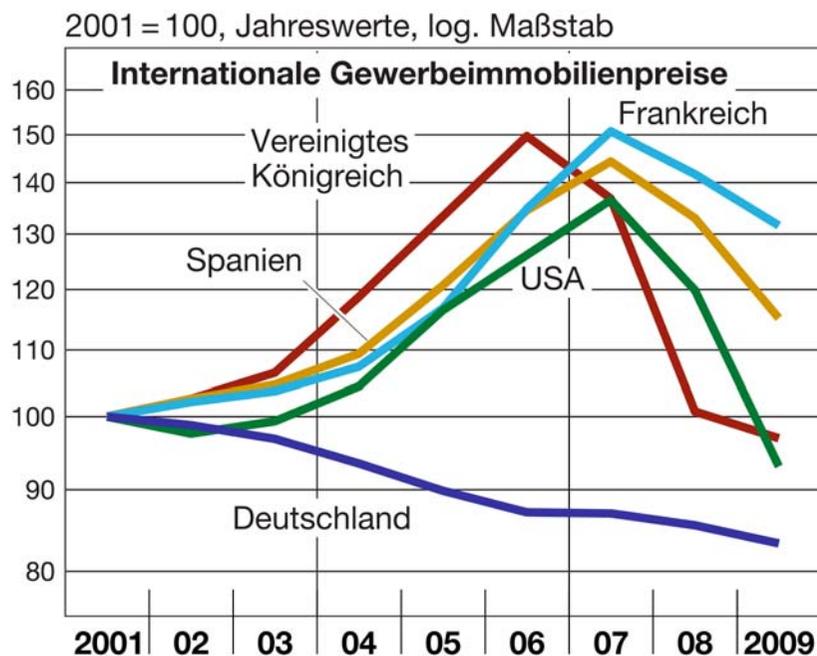
Marktrisiken in den Handelsportfolios



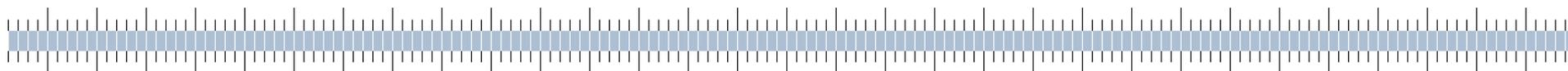
1) Gemäß Grundsatz I/Solvabilitätsverordnung für Banken mit eigenem Marktrisikomodell. — 2) Basierend jeweils auf Tagesdaten von sieben Instituten mit eigenem Marktrisikomodell. Ermittelt als ungewichteter Mittelwert der paarweisen Korrelationen der täglichen Renditen aus dem Eigenhandel über einen gleitenden Stützbereich von 50 Tagen.

Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Gewerbeimmobilien

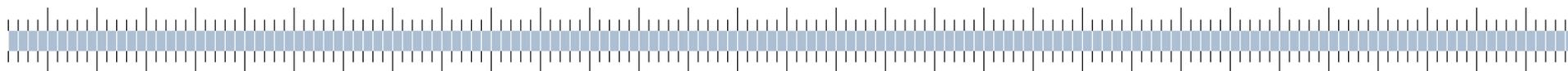
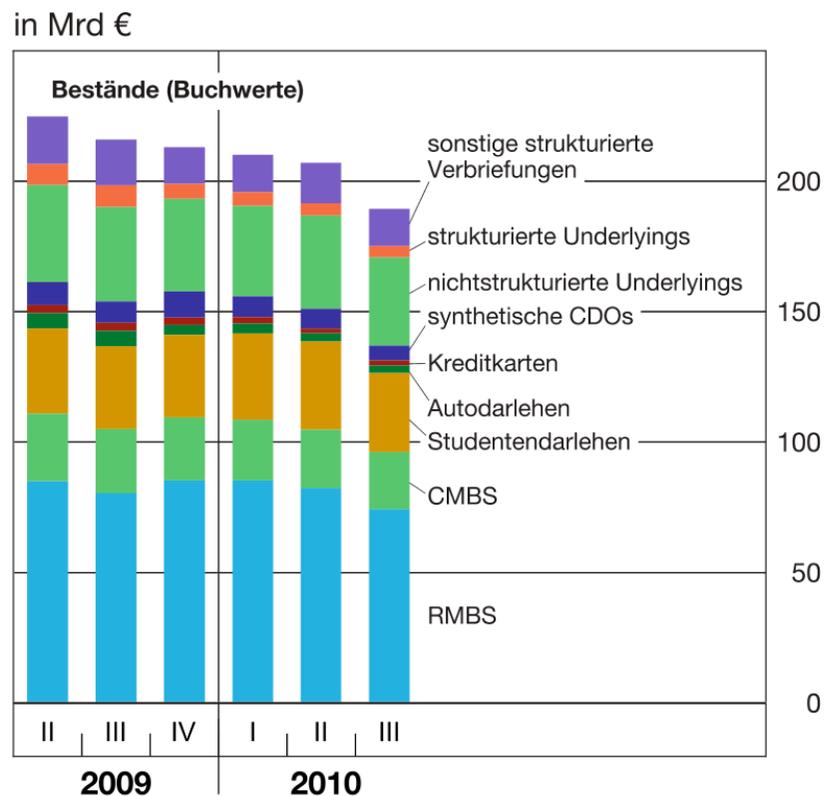
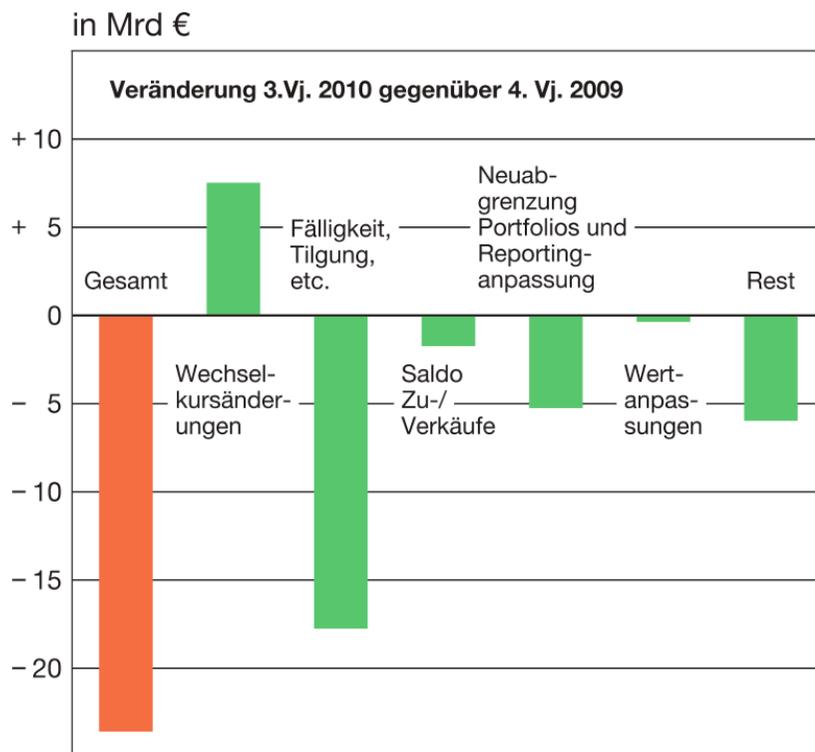


Quellen: Federal Reserve, IPD, Moody's und Thomson Reuters. — 1) Anteil der Gewerbeimmobilienkredite mit einem Zahlungsverzug von mindestens 30 Tagen in % der ausstehenden Gewerbeimmobilienkredite (Volumen).



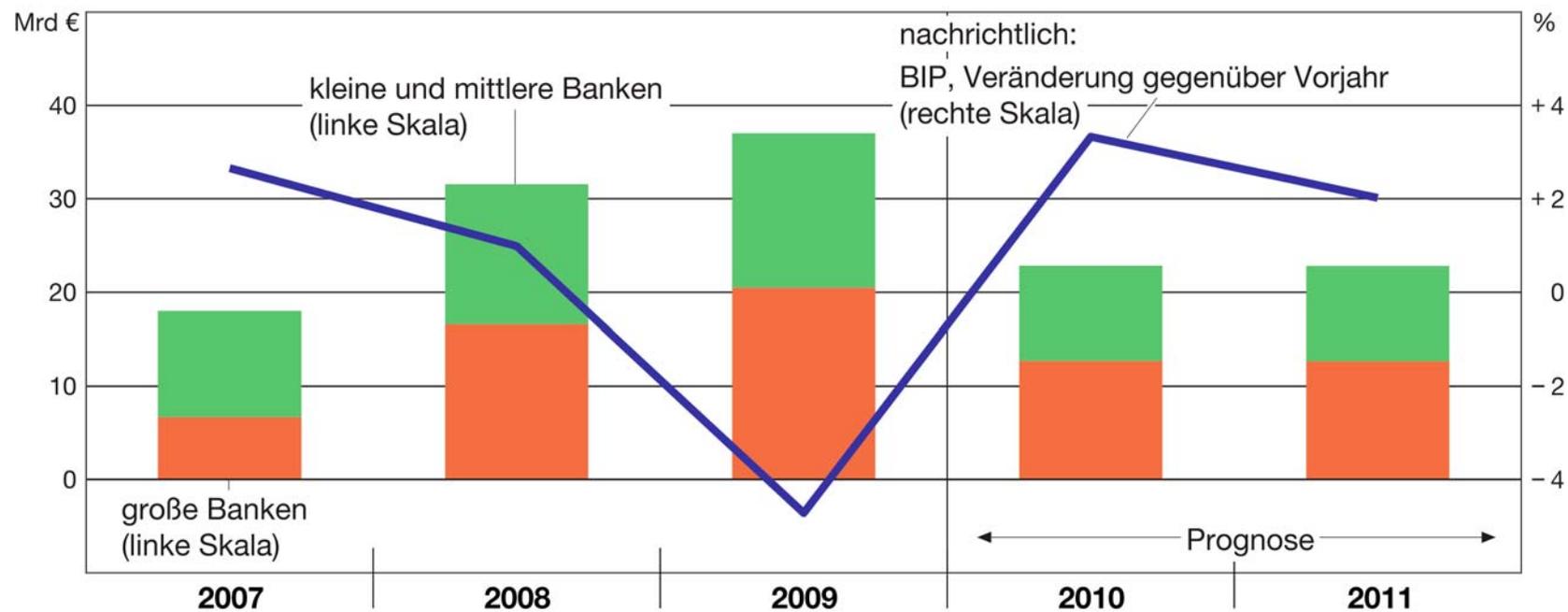
Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Portfolios deutscher Banken in Verbriefungsmärkten

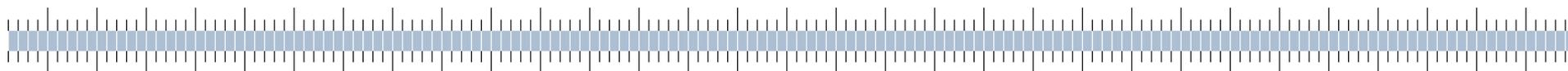


Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Wertberichtigungen



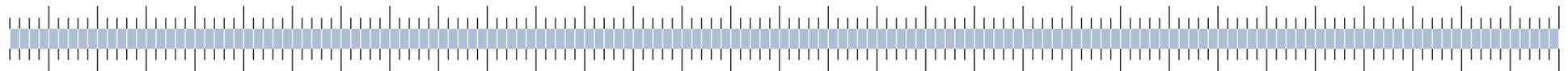
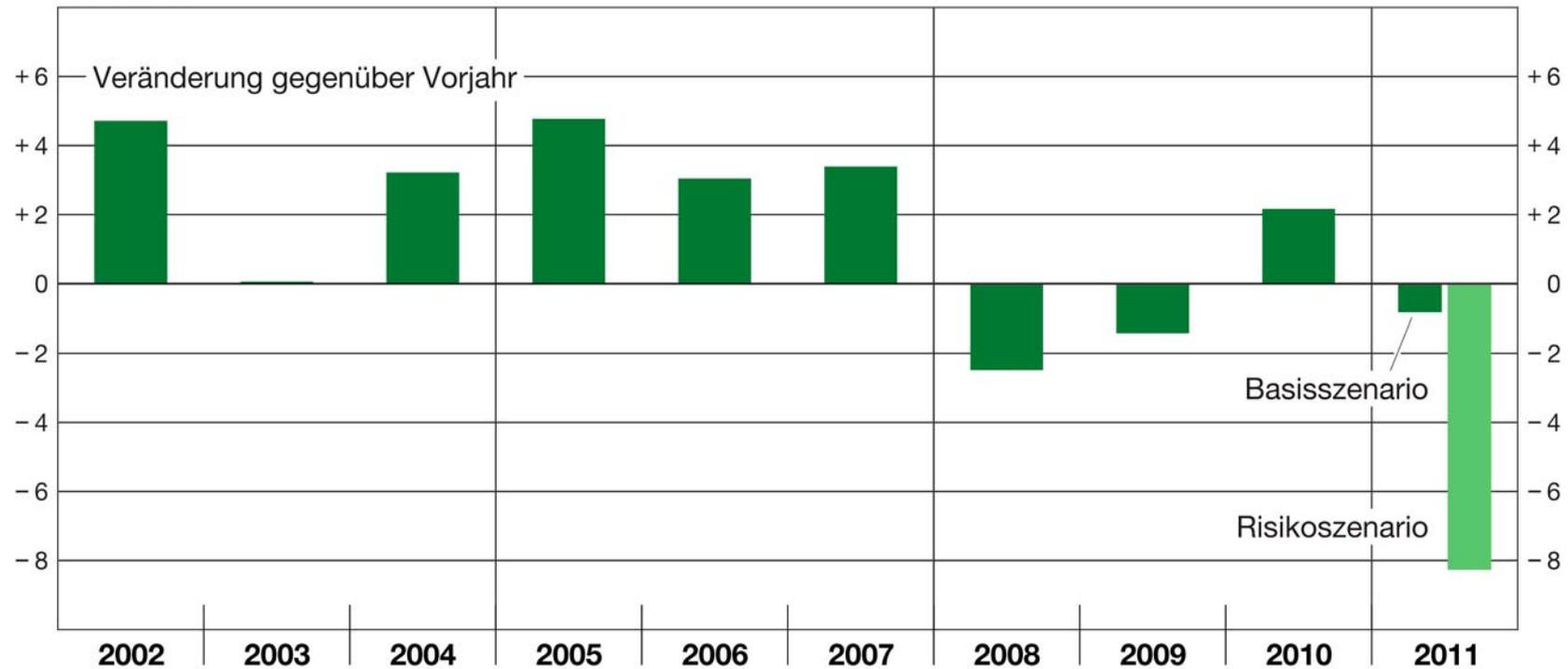
Quelle: IWF und eigene Berechnungen.



Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

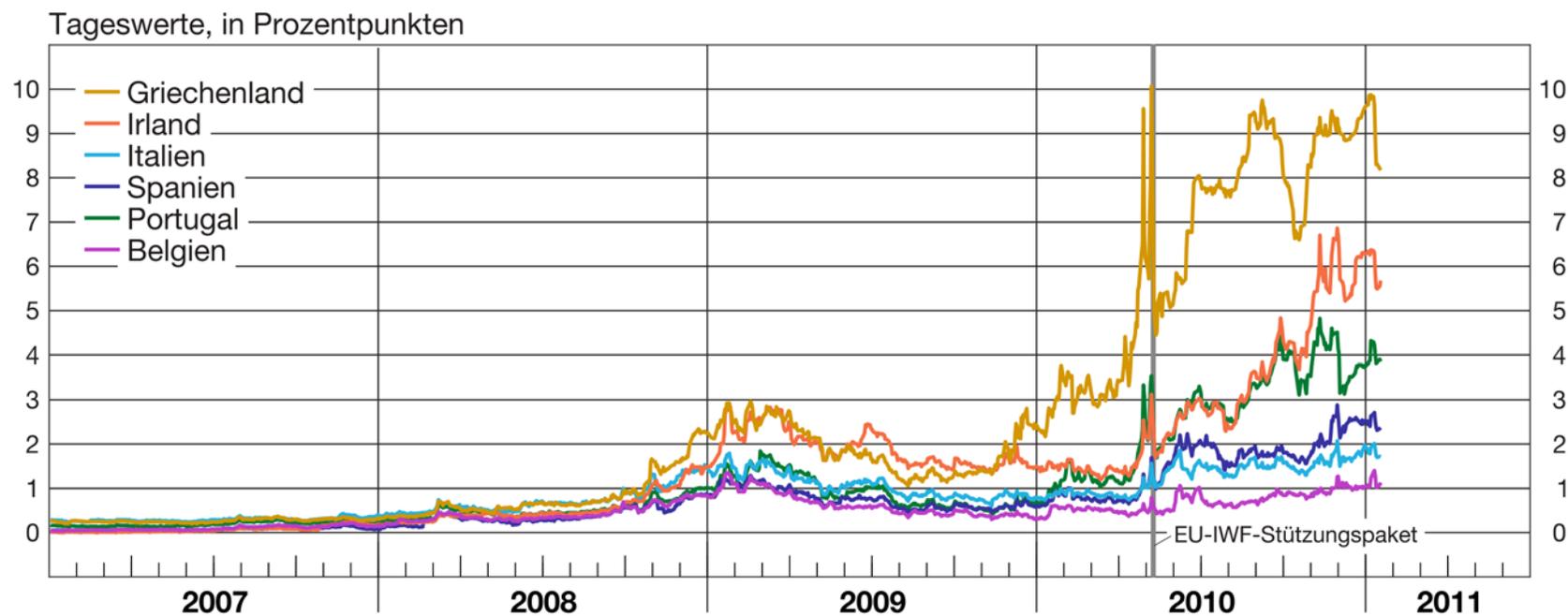
Aggregierte Zins- und Provisionsüberschüsse

in Prozent

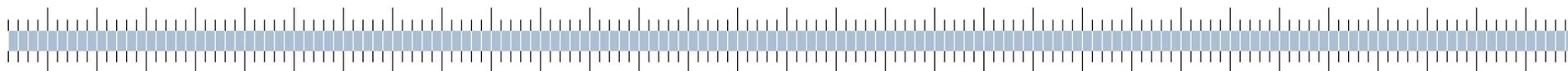


Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Renditedifferenzen ausgewählter Euro-Länder*)



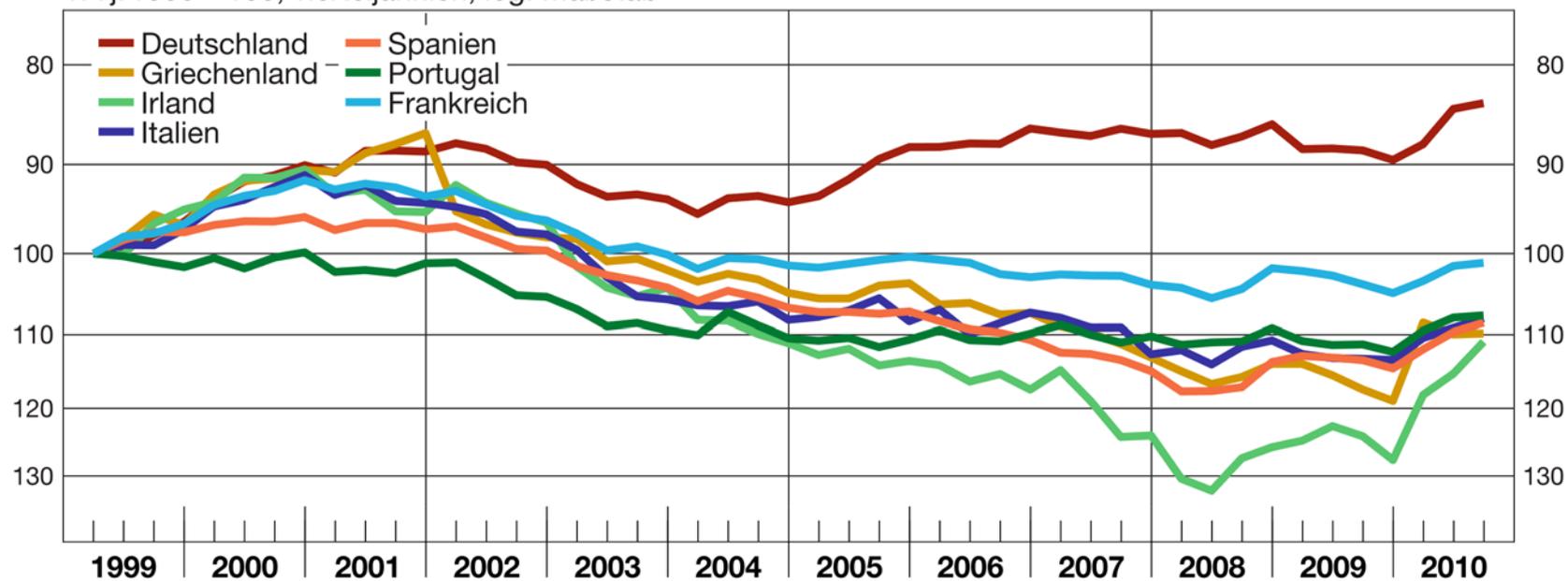
Quelle: Bloomberg. — *) Renditedifferenz zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen mit vergleichbarer Laufzeit.



Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Harmonisierte Wettbewerbsindikatoren *)

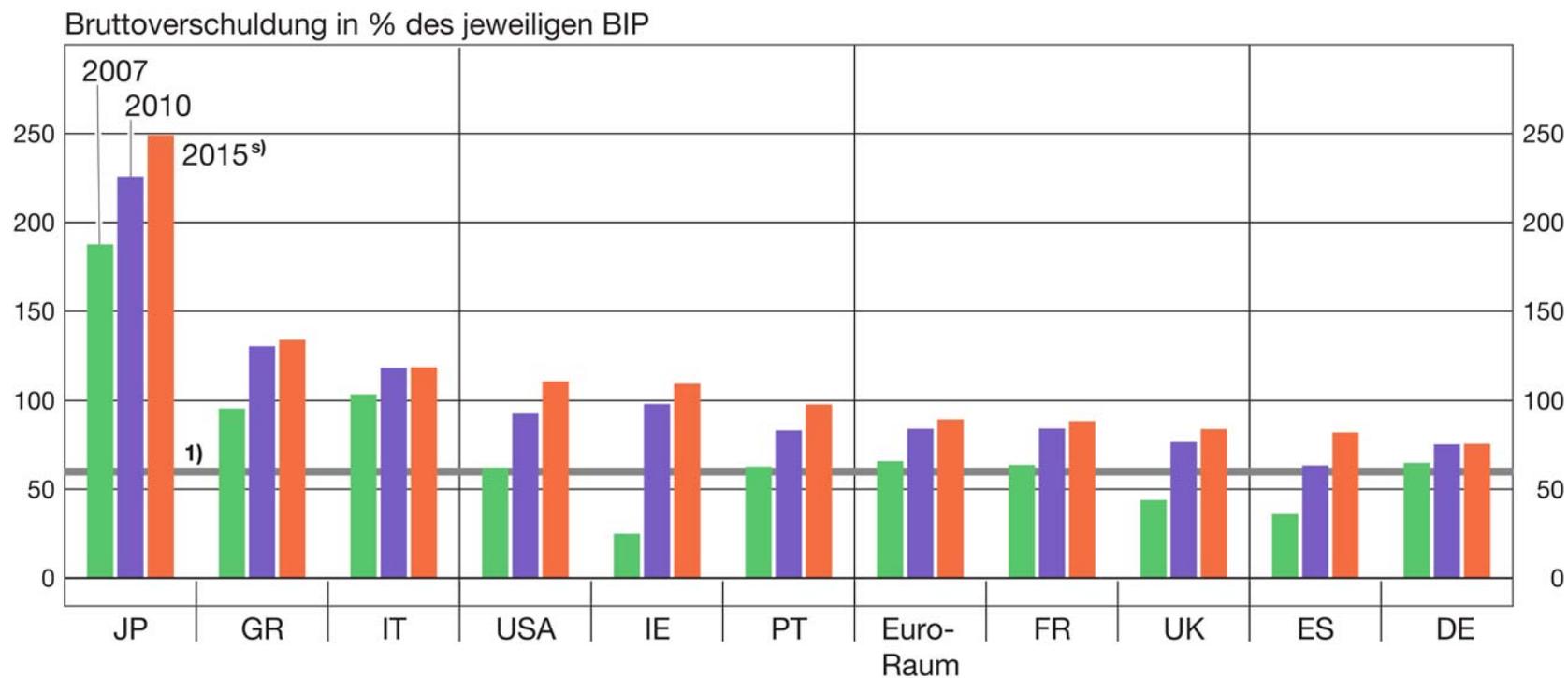
1. Vj. 1999 = 100, vierteljährlich, log. Maßstab¹⁾



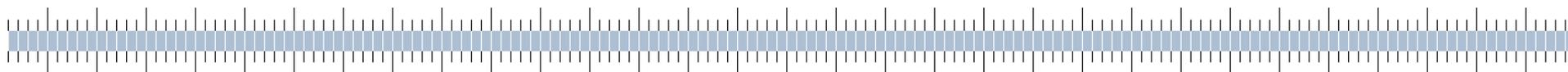
Quelle: EZB. — *) Basierend auf Lohnstückkosten. — 1) Skala invertiert: Anstieg der Kurve (Rückgang der Werte) kennzeichnet Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit.

Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Staatsverschuldung

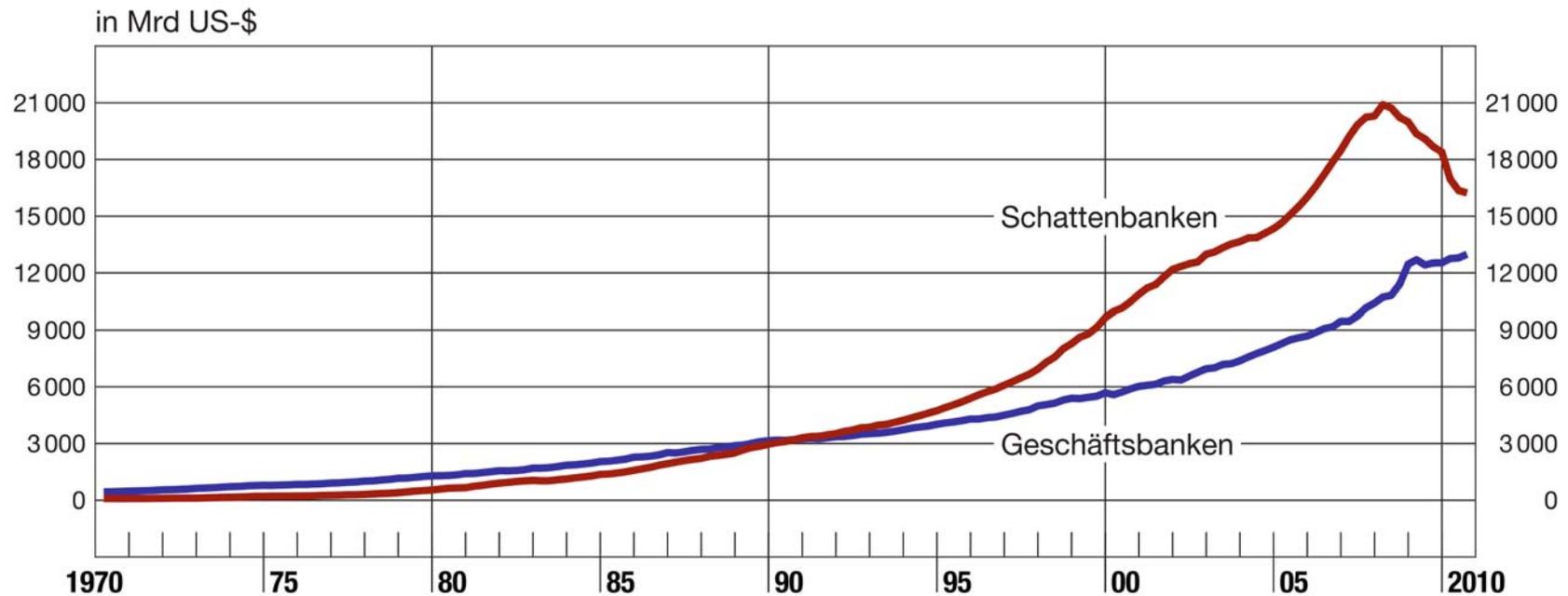


Quelle: IWF. — 1) Maastricht-Kriterium. — s) Geschätzt.



Finanzstabilität im Zeichen der Staatsschuldenkrise

Verbindlichkeiten US-Schattenbanken und US-Geschäftsbanken



Quelle: Federal Reserve.

