



Jürgen Stark

## „Konsequenzen der Finanzkrise für die Finanzmarktintegration im Euroraum“

In dem Motto dieser Tagung „Der Euro, die Märkte, die Banken – wie weit reicht die Solid(ar)ität?“ sind die Begriffe „Solidarität“ und „Solidität“, die für die Finanzmarktintegration im Euroraum von erheblicher Bedeutung sind, in einem Wortspiel miteinander verknüpft. Zweifel an der Solidität und Solidarität der Finanzmarktteilnehmer bergen erhebliche Risiken für die Finanzmärkte und damit auch für deren Integration. Die Finanzkrise, die wir in unterschiedlicher Ausprägung seit dem Spätsommer 2007 erleben, zeigt dies überdeutlich. Im Verlauf des Vortrags wird aufgezeigt, dass Solidarität und Solidität nicht nur für die Finanzmärkte, sondern vor allem auch für die Regierungen der an einem einheitlichen Währungsgebiet teilnehmenden Länder unumgänglich sind. Dies gilt vor allem für solide Staatsfinanzen.

### Finanzmarktintegration und Finanzkrise

Zunächst zu einem Rückblick auf die Finanzmarktintegration im Euroraum und daran anschließend die Betrachtung der Konsequenzen der Finanzkrise für die Finanzmarktintegration: Die EZB und das Eurosystem haben großes Interesse an der Integration der europäischen Finanzmärkte. Integrierte Finanzmärkte erhöhen die Effizienz der geldpolitischen Transmission und spielen daher eine Schlüsselrolle für die Durchführung der Geldpolitik im Euroraum. In einem vollständig integrierten Finanzsystem folgen die Marktteilnehmer einheitlichen Regeln, besitzen gleichen Marktzugang und werden bei ihren Geschäften im Markt gleich behandelt. Ein solches vollständig integriertes Finanzsys-

tem dient nicht nur der Vollendung des Binnenmarkts. Ein einheitliches Regelwerk, innerhalb dessen die Marktteilnehmer agieren, dient auch der Stabilität des Finanzsystems, da Risiken und Interdependenzen sowie hieraus resultierende Ansteckungseffekte zwischen global agierenden Marktteilnehmern besser berücksichtigt werden können.

In den ersten Jahren der Europäischen Währungsunion wurden im Euroraum gro-

*Dr. Jürgen Stark, Mitglied des Direktoriums, Europäische Zentralbank und des EZB-Rats, Frankfurt am Main*

*Die großen Fortschritte der Finanzmarktintegration in den ersten Jahren der Europäischen Währungsunion sind mit Beginn der Finanzkrise vor gut vier Jahren jäh unterbrochen worden. Anhand der Entwicklung des Interbankenmarktes, der Anleihemärkte und des Bankenmarktes analysiert Jürgen Stark die aktuelle Lage und skizziert als zentrale Ansatzpunkte zur Überwindung der heutigen Marktturbulenzen die Lösung der Staatsschuldenkrise sowie die Stärkung des Bankensektors. Ersteres bedeutet für ihn maßgeblich eine Härtung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes verbunden mit Anreizen zu einer soliden Haushaltspolitik. Und im Bankensektor plädiert er mit Blick auf eine Verbesserung der Finanzstabilität für eine stärkere Beachtung der systemischen Komponente sowie für einen umfassenden europäischen Ansatz der Bankenaufsicht. Allgemein tendiert er als Lehre aus der Krise zu einer stärkeren Kompetenzverlagerung auf die europäische Ebene. (Red.)*

Be Fortschritte bei der Finanzmarktintegration erzielt. Abbildung 1 gibt einen Überblick über die Größe der einzelnen Marktsegmente (Anleihe-, Aktien- sowie Kreditmarkt im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt) in den Ländern des Eurogebiets. Die relative Größe der Kapitalmärkte und insbesondere die Unterschiede in Bezug auf die Größe der Marktsegmente in den einzelnen Ländern können erste Anhaltspunkte im Hinblick auf die Finanzmarktintegration liefern. Betrachtet man einen mehrjährigen Durchschnitt, um zyklische Schwankungen weitestgehend zu beseitigen, so ergibt sich, dass die Kapitalmärkte – mit Ausnahme des Aktienmarkts – bis 2010 gewachsen sind.

Eine nähere Betrachtung der einzelnen Marktsegmente zeigt allerdings, dass die im Spätsommer 2007 ausgebrochene Finanzkrise erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmarktintegration im Euroraum hat. Daher wird im Detail auf die einzelnen Marktsegmente eingegangen.

### Der Interbankenmarkt im Eurogebiet

Zunächst zu dem für die Zentralbank wichtigsten Teil des Interbankenmarkts – den Geldmarkt: Die Geldpolitik der EZB wird über Offenmarktgeschäfte am Geldmarkt implementiert, die Transmission der geldpolitischen Impulse hat in diesem Markt ihren Ursprung. Der Geldmarkt ist das Marktsegment im Euroraum, in dem die Integration vor dem Ausbruch der Finanzkrise am weitesten fortgeschritten war. Dies kam auch in den geldpolitischen Operationen der EZB zum Ausdruck, welche sich durch sehr geringe Preisunter-

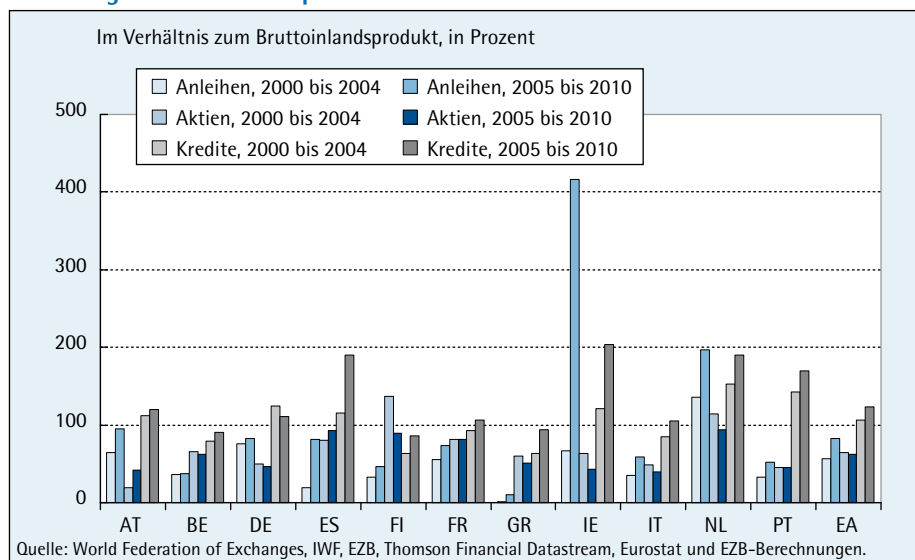
schiede gegenüber vergleichbaren privaten Geldmarktgeschäften und ein hohes Maß an interner und externer Substituierbarkeit auszeichneten. Vereinfacht gesprochen war die EZB aus der Sicht einer einzelnen Bank, unabhängig davon, aus welchem Land des Euroraums die Bank stammte, „nur“ einer von vielen Anbietern von Liquidität.

Dies änderte sich mit dem Beginn der Finanzmarkturbulenzen im August 2007 schlagartig. Am Morgen des 9. August 2007 führte die EZB – übrigens als erste Zentralbank weltweit – einen Schnelltender mit eintägiger Laufzeit und Vollzuteilung durch, um die sich am Geldmarkt aufbauenden Spannungen aufzufangen. Diese Intervention war der Anfang einer ganzen Reihe von speziell auf den Geldmarkt zugeschnittenen Maßnahmen, unter denen die im Oktober 2008 eingeführte Vollzuteilung von Liquidität bei allen Offenmarktgeschäften die weitreichendste darstellt. Die EZB gab damit den Banken die Möglichkeit, sich jederzeit gegen Hinterlegung entsprechender Sicherheiten unbegrenzt mit Zentralbankliquidität zu versorgen. Die in der Folge zu beobachtende hohe Nachfrage nach Zentralbankreserven im Rahmen der Operationen der EZB und der gleichzeitig feststellbare kräftige Anstieg der in der Einlagefazilität der EZB angelegten Mittel zeugten von der Notwendigkeit dieser Maßnahme.

### EZB als alleiniger Anbieter von Liquidität

Für einen Teil der Banken im Euroraum ist die EZB im Zuge der Finanzkrise von einem

**Abbildung 1: Größe des Kapitalmarkts im Euroraum**



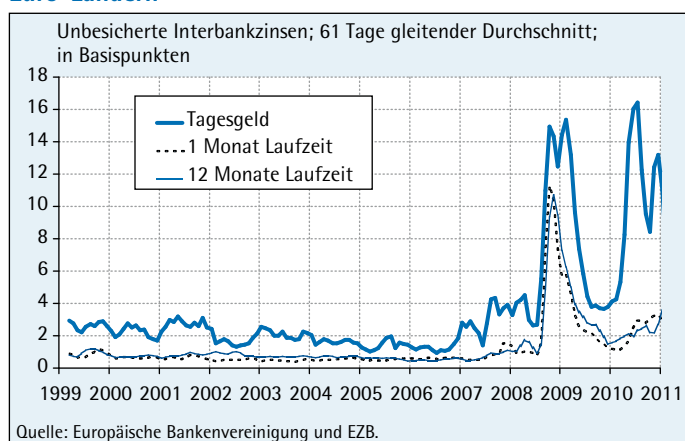
Anbieter unter vielen zum alleinigen Anbieter von Liquidität geworden. Es ist offensichtlich, dass dieser Prozess das genaue Gegenteil von Finanzmarktintegration darstellt. Am Geldmarkt des Euroraums ist diese Rückwärtsentwicklung besonders stark ausgeprägt und leicht zu beobachten (Abbildung 2).

Gleiches gilt auch für den gesamten Interbankenmarkt des Euroraums, von dem der gerade erwähnte Geldmarkt, der Geschäfte mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr umfasst, ein sehr wichtiger Teil ist. Der Interbankenmarkt bildet eine wichtige Refinanzierungsquelle für die Geschäftsbanken und dient gleichzeitig dem Risikoausgleich zwischen den Finanzintermediären, wobei die Abhängigkeit der Banken vom

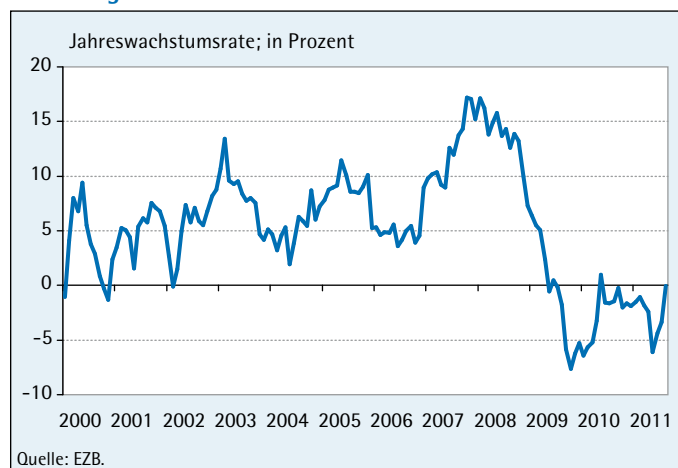
Interbankenmarkt je nach Geschäftsmodell stark variiert. Im Zuge der Finanzkrise ist das Interbankengeschäft im Euroraum jedoch aufgrund des gegenseitigen Vertrauensverlusts deutlich eingebrochen (Abbildung 3).

Die Funktionsfähigkeit des Interbankenmarkts insgesamt und damit auch dessen Integration wurden stark beeinträchtigt. Die Verschlechterung der Refinanzierungsbedingungen der Banken an den Finanzmärkten hat dabei die geldpolitische Transmission im Eurogebiet behindert. Wie erwähnt, hat die EZB, beginnend mit dem Schnelltender vom 9. August 2007, mit einer Reihe von konventionellen wie auch unkonventionellen Maßnahmen auf die Spannungen am Interbankenmarkt re-

**Abbildung 2: Heterogenität der Interbankzinsen zwischen den Euro-Ländern**



**Abbildung 3: Interbankkredite im Euroraum**



agiert. Das Ziel dieser Maßnahmen war – und ist noch immer –, Störungen in der Transmission der Geldpolitik zu verhindern.

Nun zu den Anleihemärkten: Vor dem Ausbruch der Finanzkrise war der Markt für Staatsanleihen – neben dem Geldmarkt – eines der am weitesten integrierten Finanzmarktsegmente im Euroraum. Vom Start der Währungsunion bis August 2007 betrug der Renditeabstand zwischen den Staatsanleihen der Euro-Länder maximal 50 Basispunkte. Dieser geringe Renditeabstand ist erstaunlich, wenn man bedenkt, dass die Europäischen Verträge die sogenannte „No-Bail-Out“-Klausel (Nichtbeistandsklausel) enthalten. Danach haften weder die Gemeinschaft noch die Mitgliedstaaten für die Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaates.

**Die Anleihemärkte**

Diese Klausel schränkt also die Solidarität ein. Das gilt auch für die politische Erklärung vom Mai 1998, wonach die Währungsunion per se nicht zu Finanztransfers führt. Offensichtlich sind die Marktteilnehmer von vornherein davon ausgegangen, dass diese Klausel im Krisenfall kaum eingehalten werden wird, dass es also zumindest ein gewisses Maß an solidarischem Verhalten zwischen den Mitgliedsländern der Währungsunion geben wird, nicht zuletzt auch, um negative Auswirkungen über Ansteckungseffekte auf andere Märkte und Länder zu verhindern. Jedoch sollte man auch nicht den Fehler begehen, diesen sehr geringen Renditeabstand ausschließlich auf die Finanzmarktintegration zurückzuführen. In der Zeit vor

dem Ausbruch der Finanzkrise wurde das Kreditrisiko generell unterschätzt, was auch im Markt für Staatsanleihen zum Ausdruck gekommen ist. Allerdings, und das spricht durchaus für eine erfolgreiche und weitgehende Integration der Anleihemärkte, war bis zum Spätsommer 2007 auch ein starker Gleichlauf der Renditen zu beobachten.

Auf beide Kriterien, sowohl auf das Ausmaß der Renditeabstände als auch auf den Gleichlauf der Renditeentwicklung, hatte die Finanzkrise erhebliche Auswirkungen (Abbildung 4). Grundsätzlich wirkte sich die Finanzkrise auf alle Staatshaushalte der Euro-Länder negativ aus. Einerseits ließ die schwere Wirtschaftskrise die Staatseinnahmen zurückgehen, andererseits belasteten die Hilfsmaßnahmen, welche die Regierungen zur Stützung des Bankensektors und zur Minderung der negativen Effekte der Krise ergriffen, die Ausgabenseite der Staatshaushalte zusätzlich.

Die Renditen der Staatsanleihen bewegten sich bereits in der ersten Phase der Finanzkrise, insbesondere im letzten Quartal 2008 und im ersten Quartal 2009, in gewissem Maße auseinander: Während die Renditen in einigen Ländern, insbesondere in Deutschland und Frankreich, als Ausdruck einer Flucht in sichere und liquide Anlageformen (flight to safety/flight to liquidity) zurückgingen, stiegen sie in anderen Ländern, da die Marktteilnehmer bereits in dieser Phase der Finanzkrise Kreditrisiken stärker gewichteten. Das Auseinanderlaufen der Renditen ist also zum einen durch Liquiditätsfaktoren bedingt, da Anleger in Krisenzeiten eine stärkere

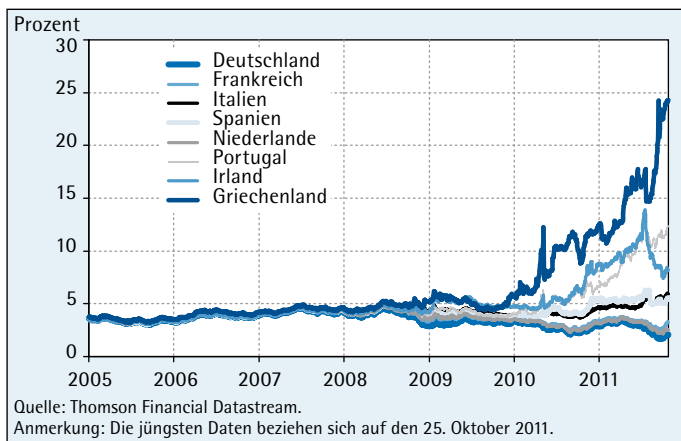
Präferenz für relativ sichere und liquide Vermögenswerte haben. Zum anderen kann diese Entwicklung auf eine stärkere Diversifizierung von Kreditrisiken zurückgeführt werden.

**Fiskalische Hilfspakete**

Nach einer vorübergehenden Marktberuhigung im weiteren Verlauf des Jahres 2009 stiegen die Renditen der Staatsanleihen von Ländern mit erheblichen fiskalischen Problemen 2010 und 2011 stark an, während sie in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden erneut zurückgingen. Die Finanzmärkte testeten dabei auch, wie weit die Solidarität der an der Währungsunion teilnehmenden Staaten gegenüber den Krisenländern reicht. Die fiskalischen Hilfspakete für Griechenland (im Mai 2010 und Juli 2011), Irland (im November 2010) und Portugal (ebenfalls im Mai 2011) konnten dabei einen weiteren Anstieg der Renditen nur insoweit verhindern, wie diese Länder glaubwürdige und erhebliche Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Staatsfinanzen vorweisen konnten. Die Beschlüsse des Euro-Gipfels am 26. Oktober 2011 haben unmittelbar zu einer positiven Reaktion der Finanzmärkte geführt. Sie beinhalten ein Rettungspaket für Griechenland, das einen Rückgang der Schuldenquote bis 2020 auf 120 Prozent sicherstellen soll.

Dieses Paket beinhaltet auch einen 50-prozentigen Schuldenschnitt für die privaten Gläubiger. Darüber hinaus ist eine Hebelung der Ressourcen des Euro-Rettungsschirms EFSF, die Stärkung des Bankensektors durch eine Anhebung der Eigenkapitalposition

**Abbildung 4: Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von Euro-Ländern**



**Abbildung 6: Grenzüberschreitende Anlagen von Banken in Anleihen des Euroraums**

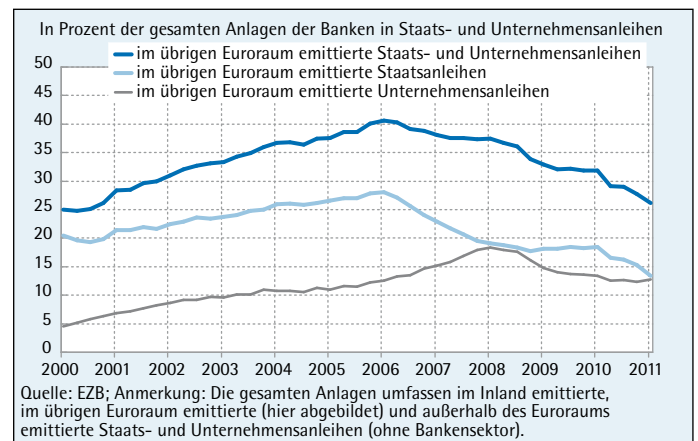
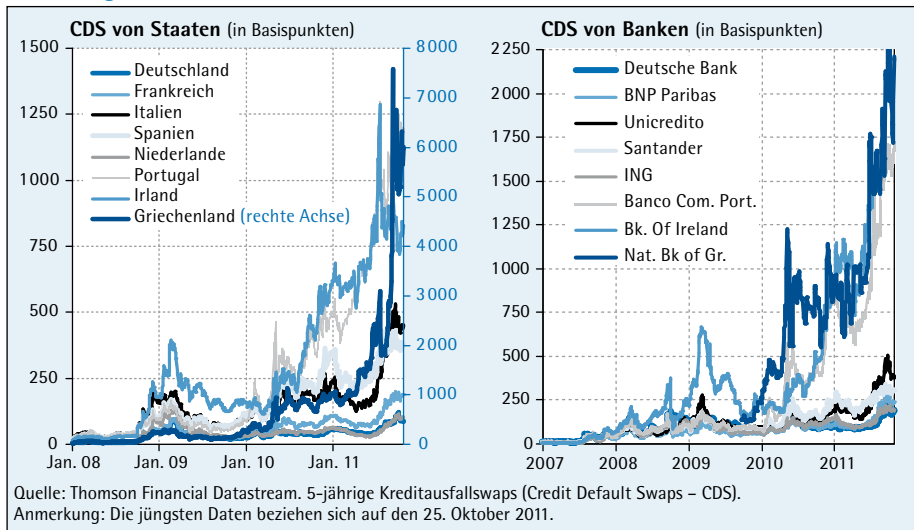


Abbildung 5: Kreditrisiken von Staaten und Banken im Euroraum



auf neun Prozent Kernkapital bis Ende Juni 2012 sowie eine Stärkung der wirtschaftlichen und fiskalischen Koordinierung und Überwachung vereinbart worden. Auch die Möglichkeit von begrenzten Vertragsänderungen wird geprüft werden. Diese Schritte gehen in die richtige Richtung. Allerdings wurde ein Teil der positiven Wirkung des Euro-Gipfels auf die Finanzmärkte durch die Ereignisse der letzten Tage zurückgenommen, insbesondere der Ankündigung Griechenlands, ein Referendum über das Rettungspaket durchführen zu wollen.

An dieser Stelle sei auf die Kernfrage eingegangen: Wie weit reicht Solidarität, wie weit sollte sie reichen? Solidarität ist keine Einbahnstraße. Sie erfordert Einsatz von beiden Seiten, von den Gebern, aber auch von den Nehmern. Die finanzielle Unterstützung der Geberländer hilft den Krisenstaaten, Zeit zu kaufen, um Reformen durchzuführen. Die Solidarität in Form von finanzieller Unterstützung löst aber die Probleme der Krisenstaaten nicht. Solidarität der nehmenden Staaten heißt daher, nachhaltig ihre Staatsfinanzen zu konsolidieren und Reformen durchzuführen, um längerfristig nicht mehr auf die finanzielle Unterstützung der Geberländer angewiesen zu sein.

**Unsolide Haushaltspolitik und Fehleinschätzung von Kreditrisiken**

Der Anstieg der Divergenzen zwischen den Renditen der Staatsanleihen im Eurogebiet zeigt, dass die Finanzkrise und eine anhaltend unsolide Haushaltspolitik in einigen

Mitgliedstaaten der Finanzmarktintegration im Euroraum Schaden zugefügt haben. Allerdings wäre es nicht richtig, den gesamten Anstieg der Divergenzen als Signal für eine verringerte Finanzmarktintegration zu deuten. Ein Teil des Anstiegs reflektiert auch eine Korrektur der vorherigen Fehleinschätzung von Kreditrisiken, die im Rahmen der Finanzkrise vorgenommen wurde und die vermutlich dauerhaft zu stärkeren Renditeunterschieden zwischen den Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets führen wird.

Die stärkere Diversifikation bei der Einschätzung der Kreditwürdigkeit gilt nicht nur für Emittenten von Staatsanleihen, sondern auch für Emittenten von Unternehmensanleihen. Die Entwicklung der Kreditausfallswaps (Credit Default Swaps – CDS) veranschaulicht dies eindrucksvoll (Abbildung 5). Den stärksten Anstieg der Kreditrisiken im Bankensektor sieht man bei den Banken der Krisenländer. Der Markt für Staatsanleihen dient generell als Orientierungsgröße für die Preisbildung am Markt für Unternehmensanleihen. Der Anstieg des Banken-CDS ist in diesem Fall aber insbesondere auf eine enge Verzahnung der Kreditrisiken im Staats- und Bankensektor zurückzuführen. So haben die für Banken ergriffenen Hilfsmaßnahmen in vielen Staaten zu einer Verschlechterung der fiskalischen Situation geführt. Umgekehrt haben die Wertverluste von Staatsanleihen die Bilanzsituation der Banken beeinträchtigt.

Neben Preisindikatoren kann die Entwicklung der Integration der Anleihemärkte

auch anhand von Indikatoren beurteilt werden, die sich auf das Marktvolumen beziehen. Auch diese Indikatoren weisen auf einen Rückgang der Integration der Anleihemärkte des Euroraums seit Ausbruch der Finanzkrise hin. Während Banken im Eurogebiet im Jahr 2006 rund 41 Prozent ihrer Anlagen in Staats- und Unternehmensanleihen grenzüberschreitend hielten, ist dieser Anteil bis 2011 auf 26 Prozent gesunken. Dieser Rückgang betrifft sowohl die grenzüberschreitenden Anlagen in Staatsanleihen als auch in Unternehmensanleihen anderer Euro-Länder (Abbildung 6).

**Der Bankensektor**

Nun zum Bankensektor: Während dieser Sektor grundsätzlich sehr stark von der Finanzkrise betroffen ist, sind die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Integration des Bankenmarkts durchaus sehr unterschiedlich. Generell gilt, dass die weniger stark integrierten Marktsegmente, wie das Privatkundengeschäft, weniger von der Finanzkrise betroffen sind als die stärker integrierten Marktsegmente, wie zum Beispiel das Interbankengeschäft oder das Fusions- und Übernahmengeschäft (M&A-Geschäft). Das Interbankengeschäft wurde bereits angesprochen.

Ein weiterer Bereich, der vor dem Ausbruch der Finanzkrise deutliche Fortschritte im Hinblick auf ein weiteres Zusammenwachsen der Bankenmärkte im Euroraum gezeigt hatte, war das M&A-Geschäft. Vor Beginn der Finanzkrise hatten die grenzüberschreitenden Übernahmen im Bankensektor stark zugenommen, was auf eine vermehrte Integration in diesem Marktsegment hindeutet. Nachdem der Wert der grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen 2008 einen Höhepunkt erreicht hatte, war er während der Finanzkrise aufgrund von Bilanzproblemen der Banken sowie dem mangelnden gegenseitigen Vertrauen der Banken stark rückläufig (Abbildung 7).

Hinzu kommt, dass das bereits bestehende grenzüberschreitende Geschäft im Zuge der staatlichen Hilfsmaßnahmen für den Bankensektor zum Teil eingestellt werden musste. Eine Voraussetzung für die Bewilligung staatlicher Unterstützung für angeschlagene Banken, die von der Europäischen Kommission genehmigt werden muss, ist nämlich, dass sich die betroffe-

nen Banken stärker auf ihr Kerngeschäft konzentrieren. Dies bedeutete aber häufig einen Rückzug aus dem grenzüberschreitenden Bankgeschäft, das nicht zum Kerngeschäft der Bank zählt, wobei dieser Schritt die Bankenintegration im Euroraum minderte.

Auch die Preisindikatoren zeigen, dass die Integration der Bankenmärkte durch die Finanzkrise erheblich beeinträchtigt wurde. Die unterschiedlichen Refinanzierungsbedingungen der Banken im Zuge der Finanzkrise haben Auswirkungen auf die Finanzierungskosten der Unternehmen. So ist die Standardabweichung der meisten Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen zwischen den Ländern des Euroraums seit dem Ausbruch der Finanzkrise deutlich gestiegen (Abbildung 8).

Dies gilt insbesondere für die Unterschiede zwischen den kurzfristigen Bankzinsen der einzelnen Euro-Länder, für die sich die Standardabweichung seit 2008 mehr als verdoppelt hat. Aber auch die Heterogenität der langfristigen Bankzinsen ist nach einer vorübergehenden Beruhigung von Mitte 2009 bis Ende 2010 wieder deutlich angestiegen und hat für großvolumige Kredite im Sommer 2011 einen neuen Höhepunkt erreicht. Während die Divergenzen zwischen den nationalen Bankkreditzinsen im Euroraum in normalen Zeiten vor allem auf institutionelle und strukturelle Faktoren in den nationalen Bankenmärkten zurückzuführen sind, spiegelten sie in der Finanzkrise insbesondere die Refinanzierungskosten der Banken und die unterschiedliche wirtschaftliche Lage in den Euro-Ländern wider.

Nach diesem Rückblick auf die Finanzmarktintegration und die Konsequenzen der Finanzkrise für die Integration der verschiedenen Marktsegmente folgt nun ein Blick in die Zukunft, verbunden mit der Frage, was zur Überwindung der Krise getan werden muss.

### Zentrale Herausforderungen bei der Überwindung der Krise

Um die Krise zu bewältigen, gilt es vor allem die Staatsschuldenkrise zu lösen und den Bankensektor zu stärken.

**Staatsschuldenkrise sowie Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts:** Zunächst gilt der Blick der Staatsschuldenkrise in einigen Ländern des Euroraums. Während die Finanzkrise und die damit zusammenhängenden finanzpolitischen Entwicklungen in einigen Mitgliedstaaten der Währungsunion zu einer dramatischen Schieflage der öffentlichen Finanzen geführt haben, ist die Haushaltskrise in den betreffenden Ländern nur zum Teil durch die Finanzkrise bedingt. Die Ungleichgewichte in den Staatshaushalten hatten sich in der Regel bereits vor der Krise aufgebaut und sind durch die Krise und die erhöhte Sensibilität der Marktteilnehmer gegenüber Kreditrisiken deutlich zutage getreten.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der mit dem Ziel der Gewährleistung von Stabilität in der Währungsunion bei gleichzeitiger nationaler Haushaltsautonomie geschaffen worden war, hat hierbei nicht genügend Anreize für eine solide Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten geboten.

Insbesondere die Verwässerung des Paktes ab 2005, die einen größeren diskretionären Spielraum bei der Anwendung der Haushaltsregeln ermöglichte, war ein Irrweg, der den Mangel an soliden Staatsfinanzen weiter verstärkt hat. Die gegenwärtige Krise hat diesen Mangel in der Ausgestaltung und Durchsetzung von Regeln zur Gewährleistung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen klar offengelegt. Positiv formuliert, hat sie dazu beigetragen, dass nun Schritte in die richtige Richtung gemacht werden, mit denen die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen im Euroraum gestärkt werden soll. Es ist daher zu begrüßen, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt in seiner Ausgestaltung effektiver werden soll. Solide Staatsfinanzen sind dabei gewissermaßen eine Bringschuld der Länder in einem einheitlichen Währungsraum. In diesem Sinne ist solidarisches Handeln zu verstehen.

### Anreize zu einer soliden Haushaltspolitik verbessern

Neben der Überwachung des Haushaltsdefizits werden bei der Reform des Paktes in gewissem Umfang auch die Staatsverschuldung sowie die Ausgabenentwicklung stärker in die Überprüfung mit einbezogen. Darüber hinaus werden die präventiven Komponenten des Paktes gestärkt, insbesondere indem Sanktionen früher als bisher eingeführt werden können. Allerdings bleibt die Reform des Paktes in einem wesentlichen Punkt hinter den Erfordernissen zurück. So wären etwa ein stärkerer Automatismus bezüglich der Erteilung von Empfehlungen sowie eine deutlichere Straffung des Sanktionsme-

Abbildung 7: Grenzüberschreitende M&As im Bankensektor des Euroraums

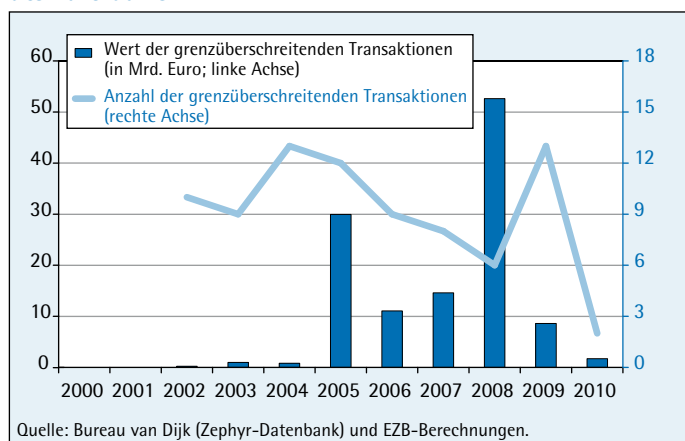
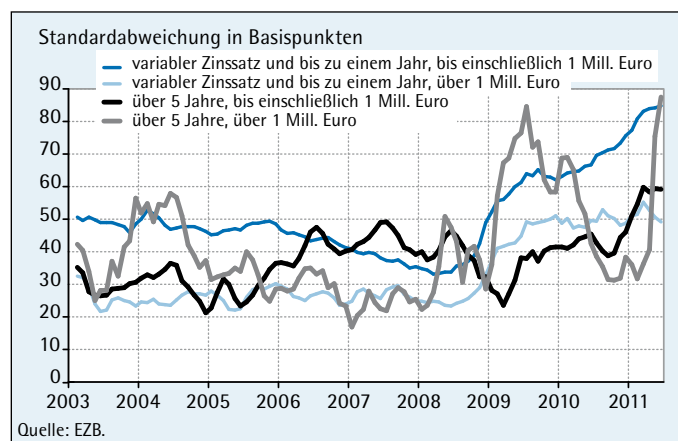


Abbildung 8: Heterogenität der Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Unternehmen



chanismus notwendig gewesen. Damit ist die angestrebte Stärkung des Paktes deutlich eingeschränkt, und ein Quantensprung bei seiner Reform wird nicht erreicht.

Die Anreize zu einer soliden Haushaltspolitik müssen also weiter verbessert werden, damit eine stabilitätsorientierte Wirtschafts- und Finanzpolitik betrieben wird, die mit der Mitgliedschaft in einem einheitlichen Währungsraum vereinbar ist. Zunächst sollte es zeitnah zu einer weiteren Stärkung des Automatismus in allen Überwachungs- und Sanktionsverfahren bei unsolider Haushaltspolitik kommen, um die Durchsetzbarkeit der Regeln des Paktes zu verbessern. Perspektivisch muss der Weg in Richtung einer deutlich stärkeren Koordinierung der Finanzpolitik in den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets gehen. Hierzu wird es erforderlich sein, in zunehmendem Maße nationale fiskalische Kompetenzen auf die europäische Ebene zu verlagern. Denn die derzeitige Krise hat deutlich gezeigt, dass unsolide Staatsfinanzen in einzelnen Mitgliedstaaten in einem stark integrierten Währungsgebiet die Stabilität des gesamten Währungsraums bedrohen können.

**Stärkung des Bankensektors und Reform der aufsichtsrechtlichen Strukturen:** Die zweite zentrale Herausforderung zur Überwindung der derzeitigen Krise liegt in der Stärkung des Bankensektors. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass die systemische Komponente des Bankensektors, insbesondere der großen Banken, der sogenannten „nationalen Champions“, weitgehend unterschätzt wurde. Die Bankenaufsicht in ihrer traditionellen Form hat die Risiken der einzelnen Banken überwacht, aber die Interdependenzen in einem weitgehend integrierten Finanzraum zu wenig berücksichtigt. Um die Widerstandskraft des Bankensektors zu stärken und ähnliche Vertrauenskrisen wie die jetzige in der Zukunft weitestmöglich zu verhindern, müssen daher Reformen in verschiedener Hinsicht durchgeführt werden. Ein Kernstück der regulatorischen Reform auf dem Weg zu einer Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors ist dabei Basel III.

Ein wesentliches Element von Basel III zielt darauf ab, die Kapitalisierung der Banken zu stärken, indem die Mindestkapitalquoten bis 2015 erhöht werden. Zudem wird

eine einheitliche Definition des Kernkapitals eingeführt, um so eine größere Transparenz und Vertrauen in die Qualität des regulatorischen Kapitals zu schaffen. Ein Kapitalerhaltungspuffer soll darüber hinaus verhindern, dass Kapital in Krisenzeiten zu schnell aufgezehrt wird. Basel III wird insoweit zu der notwendigen weiteren Konsolidierung und Rekapitalisierung im Bankensektor beitragen. Als neues Element in der Bankenaufsicht wird im Rahmen von Basel III außerdem ein Liquiditätspuffer eingeführt, der sicherstellen soll, dass die Banken hinreichende Mittel zur Verfügung haben, um akuten Stresssituationen an den Finanzmärkten besser standhalten zu können.

### **Umfassender europäischer Ansatz notwendig**

Die genannten Reformen werden zu einer Stärkung des Bankensektors im Euroraum beitragen. Allerdings hat die Finanzkrise auch gezeigt, dass neben einer Beaufsichtigung der Banken auf nationaler Ebene ein umfassender europäischer Ansatz notwendig ist, mithilfe dessen die Risiken für die Finanzstabilität in weitgehend integrierten Finanzmärkten besser identifiziert werden können und innerhalb dessen Instrumente zur Bekämpfung der wahrgenommenen Risiken zur Verfügung stehen.

Die nationalen Aufsichtsbehörden im Euroraum sind zu diesem Zweck Anfang 2011 im Rahmen des Europäischen Finanzaufsichtssystems um drei europäische Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities – ESAs)<sup>\*)</sup> ergänzt worden. Die ESAs haben die Aufgabe, für eine stärkere Harmonisierung der Aufsicht und eine größere Kooperation der Aufsichtsbehörden im Euroraum zu sorgen und die Effizienz der grenzüberschreitenden Zusammenarbeit zu verbessern.

Darüber hinaus sollen sie auch dafür Sorge tragen, dass die nationalen Aufsichtsbehörden im Fall von grenzüberschreitenden Krisensituationen koordinierte Maßnahmen ergreifen. Allerdings muss man einschränkend erwähnen, dass den ESAs in einem dezentralen Aufsichtssystem überwiegend eine koordinierende Rolle zukommt. Es ist daher offen, ob diese Aufgabenverteilung künftig ausreichen wird, um die mikroprudenzielle Aufsicht in weitgehend integrierten Finanzmärkten hinreichend auszuführen.

Neben der mikroprudenziellen Aufsicht wurde mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board – ESRB) im Dezember 2010 eine Stelle geschaffen, die mit der makroprudenziellen Aufsicht im Euroraum betraut ist. Durch die laufende Beobachtung der Risiken sowie die regelmäßige Abgabe von Warnungen und Empfehlungen im Hinblick auf systemische Risiken leistet der ESRB einen wichtigen Beitrag zur Erhöhung der Finanzstabilität im Eurogebiet.

Abschließend seien die wesentlichen Punkte noch einmal kurz zusammengefasst:

**Erstens:** Die Finanzkrise hat die Finanzmarktintegration im Euroraum beeinträchtigt, und zwar umso mehr, je tiefer das entsprechende Marktsegment vor der Finanzkrise integriert war.

**Zweitens:** Die Stärkung der Solidität der Haushaltspolitiken im einheitlichen Währungsraum ist eine zentrale Aufgabe, um die Finanzstabilität wiederherzustellen beziehungsweise aufrechtzuerhalten. Sie ist eine Bringschuld der Länder in einem einheitlichen Währungsraum.

**Drittens:** In einem weitgehend integrierten Finanzsystem bedarf es einer effektiven aufsichtsrechtlichen Koordinierung und gegebenenfalls auch einer Kompetenzverlagerung auf die europäische Ebene, um die Finanzstabilität im Euro-Währungsraum zu wahren. Dies dient dabei auch der Finanzmarktintegration im Euroraum.

Die Bewältigung dieser Herausforderungen wird für die Überwindung der Finanzkrise von zentraler Bedeutung sein.

<sup>\*)</sup> Die drei europäischen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority – EBA), die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – ESMA).

*Der Beitrag basiert auf einer Rede des Autors bei der 57. Kreditpolitischen Tagung der ZfgK am 4. November 2011.*

*Die Zwischenüberschriften sind teilweise von der Redaktion eingefügt.*