

Private Verschuldung – Status quo, Anpassungsbedarf und Politikimplikationen

Die Schuldenkrise in einigen Ländern des Euro-Raums ist nicht auf den Staat begrenzt. Im günstigen Finanzierungsumfeld in den Jahren vor der Finanz- und Wirtschaftskrise erlebten einige Länder des Euro-Raums nicht nachhaltige, von der Binnennachfrage getriebene Wirtschaftsaufschwünge, die maßgeblich über den heimischen Bankensektor finanziert wurden. Der damit verbundene deutliche Anstieg der Verschuldung der nichtfinanziellen Privatsektoren ist eine wichtige Ursache der Krise. Das Vertrauen in die Tragfähigkeit der privaten Verschuldung wurde erschüttert, nachdem deutlich geworden war, dass das Einkommen, das zur Bedienung der Schulden zur Verfügung stand, und auch das verwertbare Vermögen deutlich und grundlegend niedriger ausfielen als zuvor angenommen. Die Überwindung der Krise erfordert, dass eine verlässliche Perspektive für den Umgang mit der überhöhten Verschuldung und deren Abbau gegeben wird.

Im Euro-Raum insgesamt ist seit Ausbruch der Krise eine Seitwärtsbewegung der Verschuldungsquoten zu beobachten. Die dahinterstehenden Entwicklungen sind jedoch heterogen und unterscheiden sich sowohl zwischen den Ländern als auch zwischen den Sektoren in den Ländern. Eine Analyse der Verschuldungsentwicklung im Euro-Raum, insbesondere der Vergleich mit historischen Episoden privater Schuldenüberhänge, zeigt, dass der diesbezügliche Anpassungsprozess bislang noch nicht beendet ist. Problematisch ist insbesondere die Ungewissheit darüber, wo potenziell entstehende Verluste am Ende zu tragen sein werden. So weisen die betroffenen nationalen Bankensysteme weiterhin hohe Bestände an notleidenden Krediten aus, sodass hier weiterer Anpassungsbedarf entstehen könnte. Die diesbezügliche Unsicherheit und ein etwaiger staatlicher Stützungsbedarf können wiederum das Vertrauen in die Staatsfinanzen belasten.

Eine anhaltend hohe Verschuldung bei den privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen sowie die Unsicherheit über die Problembewältigung können die Wirtschaftsentwicklung längerfristig dämpfen. Die nationale Wirtschaftspolitik steht somit vor der Aufgabe, sicherzustellen, dass im Rahmen der Anpassungsprozesse der Abbau der sektoralen Schuldenüberhänge durch unumgängliche Restrukturierungen und konsequente Wertberichtigungen unterstützt werden kann. Voraussetzung hierfür ist, im Bankensystem die Qualität der bestehenden Forderungen realistisch einzuschätzen und eine ausreichende Kapitalisierung zeitnah sicherzustellen. Hierfür sollte die anstehende Bilanzprüfung der an der Bankenunion teilnehmenden Länder einen wichtigen Meilenstein darstellen. Durch sie sollte Klarheit über die Verteilung etwaiger finanzieller Lasten gegeben werden, die sowohl eine verlässliche Perspektive für die Bankensysteme als auch die Staatsfinanzen sicherstellt. Dies gilt umso mehr, als die Geldpolitik die Bewältigung der Krise nur begleiten, aber nicht selbst leisten kann. Eine anhaltend stark akkommodierende Geldpolitik kann ungewollt sogar dazu beitragen, die notwendigen Anpassungsprozesse, insbesondere das Bereinigen nicht tragfähiger Bilanzen, zu verzögern.

Zur Entwicklung und Struktur der Verschuldung

Die Verschuldung im Krisenvorfeld

Makroökonomische Ungleichgewichte im Vorfeld der Krise in einigen Ländern von einer starken Verschuldung der privaten nichtfinanziellen Sektoren begleitet

Die Jahre vor der Finanz- und Wirtschaftskrise waren geprägt vom Aufbau makroökonomischer Ungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums (vgl. S. 21ff.). In einigen Ländern¹⁾ der Währungsunion förderten ein günstiges Finanzierungsumfeld und hohe Einkommenserwartungen die Entstehung eines insbesondere über den heimischen Bankensektor finanzierten Wirtschaftsbooms.²⁾ Bei den nichtfinanziellen Unternehmen richtete sich die ausgeprägte fremdfinanzierte Investitionsdynamik überwiegend auf die weniger produktive Sachkapitalbildung im Immobiliensektor. Auch die privaten Haushalte erhöhten angesichts steigender Immobilienpreise ihre Verschuldungsneigung zugunsten von Immobilienausgaben und zusätzlich auch für den Konsum.

Die sektoralen Verschuldungsquoten³⁾ im gesamten Euro-Raum nahmen seit Mitte der neunziger Jahre deutlich zu, vor allem in Portugal, Irland und Spanien (vgl. Schaubild auf S. 59). Dabei fiel insbesondere die Verschuldung der Unternehmen in Portugal und der Haushalte in Irland auch schon vor Einführung des Euro vergleichsweise hoch aus. Ausgehend von einem relativ geringen Niveau wiesen die Verschuldungsquoten Italiens und Griechenlands zwar eine meist überdurchschnittliche Dynamik auf, bewegten sich jedoch stets auf einem Niveau unterhalb der Quote des EWU-Aggregats. Allerdings basieren die Verschuldungsquoten auf den tatsächlichen sektoralen Einkommen und sind somit vor der Krise durch das nicht nachhaltige hohe Niveau der Wirtschaftsleistung unterzeichnet, während der Rückgang in der derzeitigen Schwächephase ebenfalls unterschätzt wird.

Der Anstieg der Verschuldung im Euro-Raum vollzog sich vornehmlich über langfristige Bankkredite und für die nichtfinanziellen Unterneh-

men zudem auch über intrasektorale Kredite (insbesondere Kredite im Konzernverbund). Der Aufbau des Eigenkapitals blieb in seiner Entwicklung weitgehend hinter dem der Verschuldung zurück. Damit wurde die Eigenkapitalposition der Unternehmen geschwächt. Vor dem Hintergrund des Investitionsbooms dominierten langfristige Immobilienkredite die Verschuldung der privaten Haushalte und gewannen nicht zuletzt in Irland und Spanien seit dem Jahr 2003 an Dynamik. Ein Gutteil der Immobilienkredite bestand dabei aus Verträgen mit variabler Verzinsung, insbesondere in Spanien und Portugal.⁴⁾ Derartige Verträge gehen in der Regel mit einem erhöhten Zinsänderungsrisiko einher, können aber in Zeiten sinkender Zinsen den Schuldendienst spürbar erleichtern.

Grundsätzlich ist zu beachten, dass Aufbau und Höhe der privaten Verschuldung nicht nur durch das (sektorale) Einkommen und die diesbezüglichen Erwartungen, sondern auch durch die institutionellen Rahmenbedingungen eines Landes beeinflusst werden und dass bei der Beurteilung der Schuldenentwicklung die dahinterstehenden Faktoren im Blick behalten werden müssen. Als Beispiel hierfür lassen sich die Niederlande anführen, wo Verträge für Woh-

Unternehmensverschuldung vor allem über langfristige Bankkredite und Haushaltsverschuldung über langfristige Immobilienkredite

Bedeutender Einfluss der institutionellen Rahmenbedingungen auf die Höhe der Verschuldung

¹ Aufgrund fehlender Daten zur Verschuldung und zum Einkommen privater Haushalte und nichtfinanzieller Unternehmen wird Zypern in diesem Kapitel nicht näher diskutiert.

² Zur Bedeutung des Auslands in der Finanzierung des inländischen Bankensektors siehe S. 71ff.

³ Verschuldungsquoten setzen die Verschuldung eines Sektors ins Verhältnis zu einem (sektoralen oder gesamtwirtschaftlichen) Einkommensstrom. Verschuldung ist definiert als die Summe der ausstehenden Verbindlichkeiten (unkonsolidiert) in Form von Wertpapieren (ohne Anteilsrechte), Krediten sowie versicherungstechnischen Rückstellungen. Die Angaben basieren auf den Ergebnissen der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, welche für alle Länder des Euro-Raums nach einheitlichen methodischen Vorgaben erhoben werden. Diese Vorgaben sehen unter anderem eine Marktbewertung aller Bilanzpositionen vor. Für eine ausführliche Darstellung konzeptioneller Aspekte siehe: Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland, Statistische Sonderveröffentlichung 4, Juni 2013.

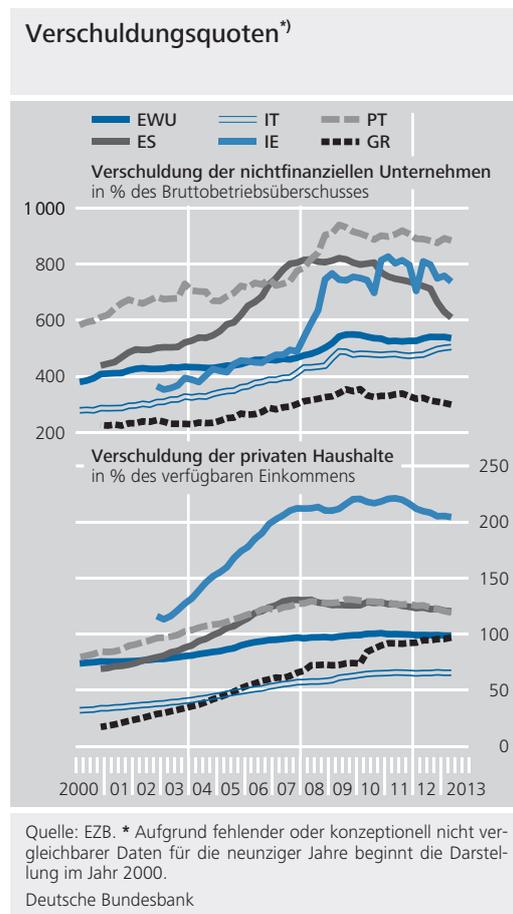
⁴ Vgl. für den Euro-Raum: Arbeitsgruppe Eurosystem (2009), Structural Issues Report 2009: Housing Finance in the Euro Area, Occasional Paper No 101; sowie exemplarisch für Spanien: J. Malo de Molina und F. Restoy (2004), Recent Trends in Corporate and Household Balance Sheets in Spain: Macroeconomic Implication, Occasional Paper No 0402, Banco de España.

nungsbaukredite zumeist so ausgestaltet sind, dass während der Kreditlaufzeit lediglich Zinszahlungen zu tätigen sind. Die eigentliche Tilgungsleistung wird hingegen erst bei Laufzeitende fällig. Während der Kreditlaufzeit wird dafür gewöhnlich ein entsprechender Vermögensaufbau betrieben, der sich statistisch in höheren Geldvermögen niederschlägt. Dies führt zu systematisch höheren Verschuldungsquoten, denen aber keine erhöhte Belastung durch den Schuldendienst gegenübersteht. Des Weiteren können in den Niederlanden oder auch in Spanien (bis 2011) Zinszahlungen auf Wohnungsbaukredite von der Steuer abgesetzt werden, was die Belastung durch den Schuldendienst bei gegebener Verschuldung verringert und den Anreiz zur Schuldenaufnahme erhöht.⁵⁾

Entwicklung der Verschuldungsquoten: Zerlegung in Tilgungs-, Bewertungs- und Wachstumsbeiträge

Mit der zu Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise einsetzenden Neueinschätzung der Einkommensperspektiven und Vermögenspreise sowie der Neubepreisung der Risiken sah sich der private Sektor der Notwendigkeit umfassender Bilanzkorrekturen gegenüber. Diese waren vor allem in jenen Ländern erforderlich, deren nichtfinanzielle Privatsektoren einer besonders hohen Belastung durch den Schuldendienst (Zins- und Tilgungszahlungen) ausgesetzt waren.

Im Euro-Raum insgesamt haben sich seit Beginn der Krise die Verschuldungsquoten der nichtfinanziellen Privatsektoren seitwärts bewegt oder leicht zugenommen. Bei der Interpretation dieser Entwicklung ist zwischen dem Beitrag der Verschuldung, die im Euro-Raum insgesamt zugenommen hat, und dem der (nominalen) Einkommen zu unterscheiden: Während bei den privaten Haushalten das verfügbare Einkommen gestiegen ist, sank der Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen

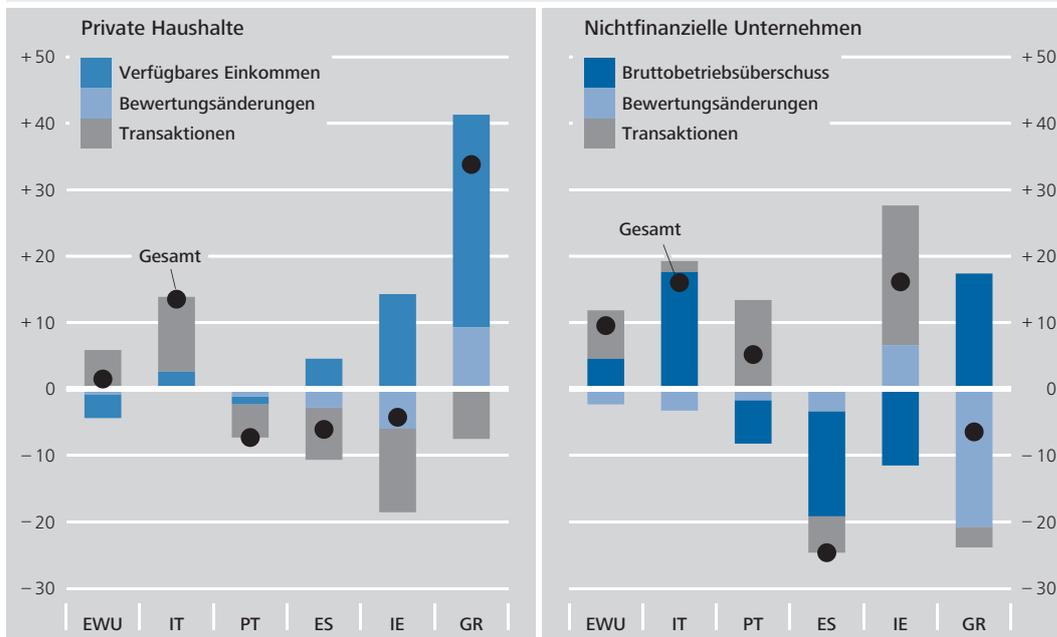


Unternehmen (siehe Schaubild auf S. 60). Innerhalb des Euro-Raums fiel die Entwicklung allerdings heterogen aus. So ist insbesondere in Italien und bei den privaten Haushalten in Griechenland die Verschuldungsquote gestiegen. Während dieser Anstieg in Italien sowohl auf positiven Transaktionen, das heißt einem Schuldenaufbau, als auch rückläufigem Einkommen beruhte, wurde die transaktionsbasierte Entschuldung, das heißt das Tilgen von Verbindlichkeiten, bei den griechischen Haushalten von der schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung überlagert. Lediglich der spanische nichtfinanzielle Privatsektor sowie die privaten Haushalte in Irland und Portugal verzeichnen seit dem Jahr 2010 anhaltend einen deutlichen transaktionsbasierten Rückgang der Verschuldungsquoten, teilweise trotz schwacher Ein-

Im Euro-Raum insgesamt seit Krisenbeginn Seitwärtsbewegung der Verschuldungsquoten, bei großer Heterogenität auf Länderebene

5 Vgl.: Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013), The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave, Statistics Paper No 2, April 2013; sowie IWF (2011), Spain: Selected Issues, IMF Country Report, Nr. 11/216.

Beiträge zur prozentualen Veränderung der sektoralen Verschuldungsquoten nach der Krise*)



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Zwischen dem 3. Quartal 2008 und dem 2. Quartal 2013. Transaktionen umfassen Veränderungen der Verschuldungsquoten infolge einer Aufnahme oder Rückführung von Fremdkapital. Bewertungsänderungen umfassen unter anderem Abschreibungen von ausstehenden Forderungen sowie Preisänderungen. Da entsprechende Angaben meist nicht direkt verfügbar sind, ergeben sie sich aus der Differenz zwischen der Änderung der gesamten Verschuldungsquote einerseits sowie dem Transaktions- und dem Nennereffekt andererseits. Die Größe schließt somit auch Reklassifikationen ein.

Deutsche Bundesbank

kommensentwicklung. Die Zinsbelastung, der sich der nichtfinanzielle Privatsektor gegenüber sah, ist seit dem Krisenausbruch im Umfeld niedriger Zinsen spürbar gefallen und hat für sich genommen die Kapazität zur Kredittilgung erhöht.

Schaubild auf S. 61).⁶⁾ Zwar haben die jeweiligen Episoden unterschiedliche Charakteristika, die den Vergleich erschweren, etwa der Anteil der Schulden in fremder Währung oder die Gläubigerstruktur. Gleichwohl scheint typischerweise die Intensität der vorangegangenen Schuldenakkumulation das Ausmaß des nachfolgenden Abschwungs zu beeinflussen.⁷⁾

Schuldenkrisen des privaten Sektors in der Vergangenheit zogen meist Phasen schwacher Wirtschaftsleistung nach sich, ...

Bestehender Anpassungsbedarf in den Bilanzen der privaten Sektoren in der EWU

Der private Schuldenüberhang in der EWU im historischen Kontext

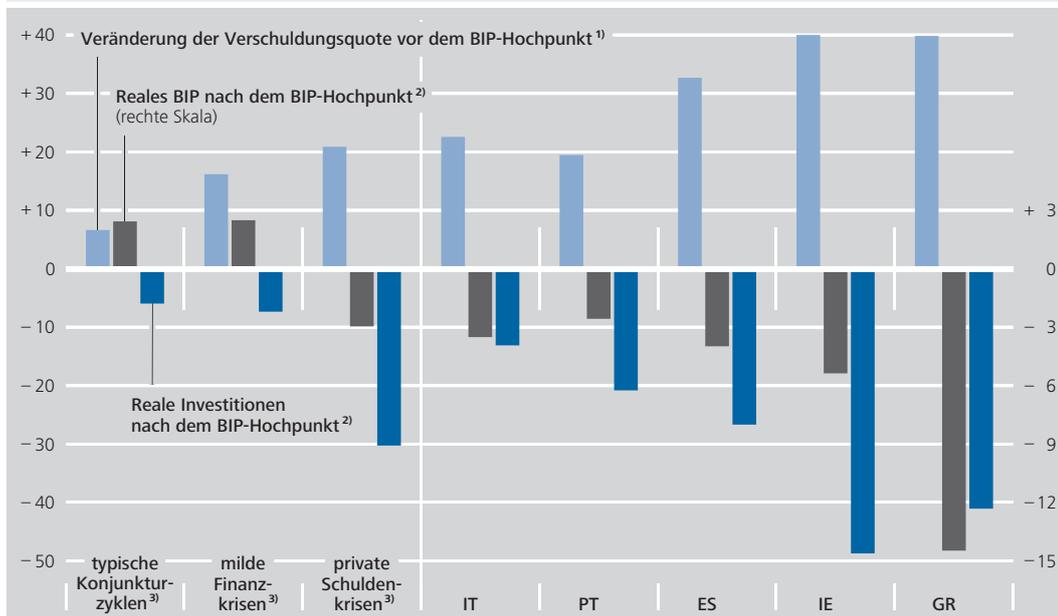
Historische Episoden privater Schuldenüberhänge zeigen, dass die Anpassungsprozesse bei ihrer Rückführung grundsätzlich mit einer schwachen Wirtschaftsdynamik und hohen Beschäftigungsverlusten verbunden sind (siehe

Für die betroffenen Länder im Euro-Raum zeigt sich grundsätzlich ein ähnliches Muster. Der Vergleich macht jedoch deutlich, dass sowohl

⁶⁾ Empirische Studien zeigen, dass der Anstieg der Arbeitslosigkeit in Bilanzrezessionen zu einem nennenswerten Anteil durch die Höhe der privaten Verschuldung erklärt werden kann, vgl.: A. Mian und A. Sufi (2013), What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel, *Econometrica*, im Erscheinen; sowie S. Jauch und S. Watzka (2013), The Effects of Household Debt on Aggregate Demand – The Case of Spain, CESifo Arbeitspapier Nr. 3924.

⁷⁾ Vgl.: O. Jordà, M. Schularik und A. M. Taylor (2013), When Credit Bites Back, *Journal of Money, Credit & Banking*, im Erscheinen; sowie G. Dell’Ariccia et al. (2012), Policies for Macro-Financial Policies: How to Deal with Credit Booms, Staff Discussion Note des IWF, Nr. 12.

Private Schuldenakkumulation und nachfolgende realwirtschaftliche Dynamik im historischen Vergleich (seit 1970)



Quelle: Daten basieren auf Angaben der BIZ, der EZB sowie von M. Schularik und A. M. Taylor (2012), Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles and financial crises: 1870–2008, American Economic Review, 102, 2, S. 1029–1061. **1** Absolute Veränderung innerhalb von fünf Jahren vor dem realen BIP-Hochpunkt in Prozentpunkten. **2** Prozentuale Veränderung innerhalb von drei Jahren nach dem realen BIP-Hochpunkt. **3** Zur Länderauswahl und Klassifikation der historischen Zyklen vgl.: Arbeitsgruppe Eurosystem (2013), Structural Issues Report, Corporate finance and economic activity, Occasional Paper EZB Nr. 151. Durchschnittswert der betrachteten Länder.

Deutsche Bundesbank

... Entwicklung im Euro-Raum war jedoch ausgeprägter als in der Vergangenheit

die Schuldendynamik im Krisenvorfeld als auch die anschließende Rezession teilweise markanter ausfallen als in früheren Schuldenkrisen des privaten Sektors. Wie in diesen Krisen gingen auch im Euro-Raum nach Krisenbeginn aufgrund veränderter Rahmenbedingungen und deutlicher Verhaltensänderungen Konsum und Investitionen zurück. Die nicht nachhaltigen Leistungsbilanzsalden sanken, und die Sparquoten stiegen. Private Haushalte und nicht-finanzielle Unternehmen schränkten ihre Ausgaben ein, um ihrem Schuldendienst nachzukommen und die finanziellen Belastungen, die mit einer hohen Verschuldung verbunden sind, zu reduzieren.⁸⁾ Die Art der Anpassung an die neuen Rahmenbedingungen muss dabei auch vor dem Hintergrund der fehlenden Möglichkeit beurteilt werden, über nominale Wechselkursanpassungen die preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, die konjunkturelle Entwicklung zu unterstützen und die reale Schuldenlast in eigener Währung zu reduzieren (vgl. S. 71 ff.). In Schuldenkrisen mit flexiblen Wech-

selkursen stellte dies ein wichtiges Stabilisierungsinstrument dar.⁹⁾

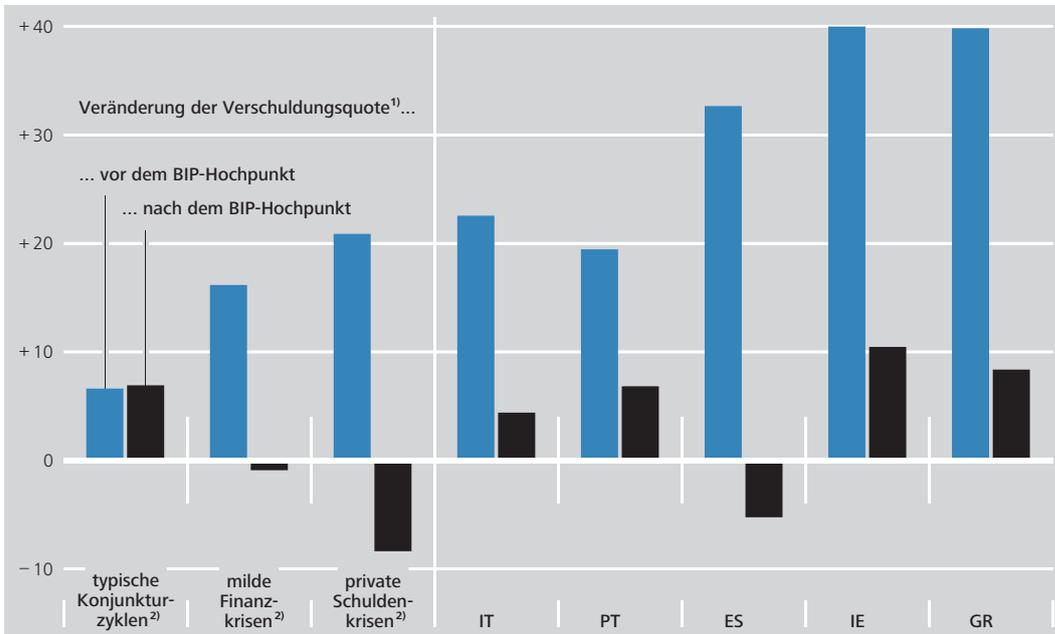
In typischen konjunkturellen Abschwungphasen ohne Finanz- oder Schuldenkrise fällt die realwirtschaftliche Kontraktion hingegen deutlich milder aus. Auch die Schuldendynamik gleicht meist der vorangegangenen Entwicklung (siehe Schaubild auf S. 62). Wurden Investitionen und Konsum während der Expansionsphase hingegen übermäßig fremdfinanziert, führte dies typischerweise zu einer Korrektur in Form eines Schuldenabbaus, und das „Plat-

Abschwung immer dann besonders ausgeprägt, wenn Wirtschaftsboom übermäßig fremdfinanziert

⁸ Darüber hinaus verringert eine hohe Verschuldung bei erhöhter Insolvenzgefahr für Unternehmen den Anreiz zur rentablen Investitionsausweitung, weil die damit verbundenen Erlöse weniger den Eigenkapitalgebern, sondern den Gläubigern zufließen. Vgl.: C. Hennessey (2004), Tobin's Q, Debt Overhang and Investment, Journal of Finance, 59, 4, S. 1717–1742; sowie O. Lamont (1995), Corporate-Debt Overhang and Macroeconomic Expectations, American Economic Review, 85, 5, S. 1106–1117.

⁹ Vgl.: E. Takáts und C. Upper (2013), Credit and growth after financial crises, Arbeitspapier der BIZ, Nr. 416.

Schuldenakkumulation und nachfolgende Anpassungen in den Bilanzen des nichtfinanziellen Privatsektors im historischen Vergleich (seit 1970)



Quelle: Daten basieren auf Angaben der BIZ, der EZB sowie von M. Schularik und A. M. Taylor (2012), Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles and financial crises: 1870–2008, American Economic Review, 102, 2, S. 1029–1061. ¹ Absolute Veränderung innerhalb von fünf Jahren vor und nach dem realen BIP-Hochpunkt in Prozentpunkten. ² Zur Länderauswahl und Klassifikation der historischen Zyklen vgl.: Arbeitsgruppe Eurosystem (2013), Structural Issues Report, Corporate finance and economic activity, Occasional Paper EZB Nr. 151. Durchschnittswert der betrachteten Länder.

Deutsche Bundesbank

zen“ der Verschuldungsblase zog eine stärkere realwirtschaftliche Kontraktion nach sich.

Schuldenabbau im Euro-Raum bislang eher verhalten

Gemessen an früheren Episoden privater Schuldenüberhänge wird deutlich, dass der sich an die akute Phase der Finanzkrise anschließende Anpassungsprozess im Euro-Raum bislang eher graduell erfolgte. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des außergewöhnlich starken Anstiegs der Verschuldungsquoten im Krisenvorfeld. Der Abbau der Verschuldung kam zwar jüngst voran, dennoch haben die Verschuldungsquoten des nichtfinanziellen privaten Sektors in den hier betrachteten Ländern mit Ausnahme Spaniens ihre Niveaus des Jahres 2008 bislang noch nicht unterschreiten können. In früheren Schuldenkrisen des privaten Sektors fiel die Rückführung der Verschuldungsquoten im gleichen Zeitraum hingegen im Mittel deutlich stärker aus; dies war unter anderem Ausdruck einer zügigen und umfassenden Restrukturierung der Schuldner- und Gläubigersektoren sowie einer damit verbunde-

nen Stabilisierung der sektoralen Einkommen. Zusammen genommen deutet dies darauf hin, dass weiterhin spürbarer Anpassungsbedarf in den betroffenen Ländern des Euro-Raums besteht.

Quantifizierung des privaten Deleveraging-Bedarfs im Euro-Raum

Anhand von Verschuldungsquoten, die langfristig mit den jeweils fundamental gerechtfertigten makroökonomischen und institutionellen Entwicklungen im Einklang stehen, kann grundsätzlich der Versuch unternommen werden, den potenziellen Deleveraging-Bedarf der jeweiligen Sektoren zu ermitteln. Referenzwerte für angemessene Schuldenquoten zu bestimmen, ist jedoch eine erhebliche Herausforderung. Da sie nicht direkt beobachtbar sind, müssen solche Referenzwerte zumindest näherungsweise abgeschätzt werden. Eine Möglich-

Gleichgewichtige Schuldenquoten sind nicht beobachtbar und müssen geschätzt werden

keit besteht darin, aus der vergangenen Entwicklung der Verschuldungsquoten mittels statistischer Filterverfahren und (langfristiger) Durchschnitte Schwellenwerte abzuleiten. In Anlehnung an das Konzept der Tragfähigkeit sektoraler Bilanzen lässt sich weiterhin die Höhe von Verschuldungsquoten bestimmen, deren Überschreiten mit einer signifikanten Abschwächung des Wirtschaftswachstums einhergeht.¹⁰⁾

Ökonometrische Modellierung gleichgewichtiger Verschuldung mit Problemen verbunden

Eine andere Möglichkeit, den Deleveraging-Bedarf zu quantifizieren, besteht in der Berechnung von Verschuldungsüber- oder -unterhängen als Abweichungen der tatsächlichen Verschuldung von empirisch geschätzten hypothetischen Gleichgewichtsniveaus. Die gleichgewichtige Verschuldungsentwicklung wird dabei aus einer ökonometrischen Schätzung der langfristigen Beziehung zwischen Verschuldung und einer Reihe erklärender Variablen gewonnen, die empirisch innerhalb eines Landes über die Zeit hinweg oder im Vergleich mehrerer Länder in einem stabilen Zusammenhang mit der Entwicklung der Verschuldung stehen. In der praktischen Anwendung ist die Schätzung gleichgewichtiger Verschuldungsniveaus und der daraus resultierenden Verschuldungsüberhänge jedoch mit einer Reihe von konzeptionellen Problemen verbunden, sodass ihre Aussagekraft als begrenzt einzuschätzen ist.

Hoher Entschuldungsbedarf rückt Banken als Gläubiger des nichtfinanziellen Privatsektors in den Fokus

Obwohl alle Quantifizierungen des Anpassungsbedarfs mit erheblicher Unsicherheit verbunden sind, legen die unterschiedlichen Herangehensweisen und insbesondere der historische Vergleich nahe, dass in den betroffenen Ländern private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen ihre Verschuldung vielfach noch deutlich zurückführen müssen. Dies lenkt den Blick auf die Gläubiger und damit insbesondere die inländischen Banken, deren Bilanzen den überwiegend bankbasierten Schuldenaufbau des nichtfinanziellen Privatsektors widerspiegeln.

Deleveraging im Bankensektor

Im Herbst 2008 bremste die im Zuge der Finanzkrise erfolgte Neubepreisung der Risiken abrupt das Wachstum der Bankbilanzen im Euro-Raum. Auch die Antizipation der aus Finanzstabilitätssicht notwendigen Verschärfung der regulatorischen Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen wirkte allgemein dämpfend auf das Bankgeschäft. In den Peripherieländern, in denen der Schuldenaufbau im nichtfinanziellen Privatsektor zu einem überdurchschnittlichen Wachstum der Bankbilanzen geführt hatte, legte die Krise nun Probleme aus dieser zu risikoreichen Geschäftspolitik offen. Darüber hinaus haben sowohl der starke gesamtwirtschaftliche Anpassungsprozess in den Peripherieländern – und der damit verbundene Rückgang in der Bonität der Kreditnehmer – als auch die negativen Rückkopplungen aus den wechselseitigen finanziellen Verflechtungen der Banken- und Staatssektoren die Widerstandsfähigkeit der Kreditwirtschaft erheblich belastet.¹¹⁾

Der daraus resultierende Anpassungsprozess in den Bankensektoren der Peripherieländer hat sich in einem Rückgang der aggregierten Bilanzsummen niedergeschlagen. Stärke und Dynamik des Rückgangs sind jedoch uneinheitlich und stehen in engem Zusammenhang mit den Auflagen aus den Stützungsmaßnahmen der internationalen Staatengemeinschaft. Während bei irischen Banken bereits seit Anfang

Bankgeschäft in den Peripherieländern des Euro-Raums durch die Krise stark belastet

Stärke und Dynamik des Anpassungsprozesses auf Länderebene zwar heterogen, dennoch gemeinsame Grundtendenzen

¹⁰ Vgl.: S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampoli (2011), The real effects of debt, Arbeitspapier der BIZ, Nr. 352; R. Bouis, A. K. Christensen und B. Cournède (2013), Deleveraging: Challenges, Progress and Policies, Arbeitspapier der OECD, Nr. 1077; sowie C. Curepo, I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch und R. Raciborski (2013), Indebtedness, Deleveraging and Macroeconomic Adjustment, Arbeitspapier aus der Reihe Economic Papers der Europäischen Kommission, Nr. 477.

¹¹ Auch wenn diese Faktoren ineinandergreifen und sich gegenseitig verstärken, so war das Hauptproblem der Bankensektoren in Irland, Spanien und Portugal die hohe Verschuldung des Privatsektors – gepaart mit dem Platzen einer Immobilienpreisblase in den beiden zuerst genannten Ländern –, während der griechische Bankensektor vor allem unter der Eskalation der heimischen Staatsschuldenproblematik litt.

2009 ein konsequenter Bilanzabbau betrieben wurde, begann dieser bei portugiesischen und spanischen Banken erst im Jahr 2011 beziehungsweise 2012, wobei in Irland und Spanien auch Problemaktiva aus dem Bankensektor ausgelagert wurden. Die Bankensektoren Irlands, Spaniens und Portugals weisen ein fortgesetztes Anwachsen notleidender Kredite auf, was eine baldige Rückkehr zu höherer Profitabilität erschweren und die Eigenkapitaldecke auch der gerade erst rekapitalisierten Banken zunehmend belasten dürfte. In Griechenland wurde der Bankensektor mit Mitteln aus dem Anpassungsprogramm rekapitalisiert; eine mit den anderen erwähnten Ländern vergleichbare Bereinigung der Bankbilanzen, insbesondere ein umfassender Abbau der Problemaktiva, fand jedoch bislang nicht statt.

Im Einzelnen erfolgte die Restrukturierung der Bankbilanzen über ein Deleveraging gegenüber dem nichtfinanziellen Privatsektor, über eine sich auch auf andere Bilanzpositionen erstreckende Verschiebung in der Risikostruktur der Aktivseite sowie über eine Stärkung des Eigenkapitals (siehe Schaubild auf S. 65). Dass der Abbau der Bilanzaktiva in der Peripherie – mit Ausnahme Irlands und Zyperns – vorwiegend die Buchkredite an den heimischen nichtfinanziellen Privatsektor betraf – und nicht so sehr Derivate, Interbank- und Auslandsforderungen wie bei den international stark verflochtenen deutschen Banken –, ist sowohl Folge der Heimatorientierung der dortigen Bankensektoren¹²⁾ als auch Spiegelbild des vorherigen Verschuldungsaufbaus im nichtfinanziellen Privatsektor.

Restrukturierung der Bankbilanzen durch Deleveraging gegenüber dem nichtfinanziellen Privatsektor, ...

Da der Verschuldungsabbau im nichtfinanziellen Privatsektor anhält und die wirtschaftliche Entwicklung in einigen Ländern schwach ist, ist ein wesentlicher Teil des Buchkreditrückgangs nachfrageseitig bedingt.¹³⁾ Auf Unternehmensebene kommt hinzu, dass sich die relative Bedeutung der Bankkredite in einigen der hier betrachteten Länder, darunter Spanien und Italien, auch zugunsten alternativer Finanzierungsquellen wie Anteilsrechte und Anleihen

verringert hat (vgl. S. 71 ff.). Gemäß der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) waren insbesondere in der zweiten Hälfte des Jahres 2011, das heißt, kurz bevor das Eurosystem die Liquiditätsbereitstellung mit dem Angebot von Dreijahrestendern erheblich erweiterte, auch bankseitige Faktoren für die Verschärfung der Kreditstandards in der Peripherie durchaus relevant und haben für sich genommen die Kreditdynamik gedämpft. Insgesamt spielten angebotsseitige Aspekte zwar eine erkennbare, jedoch wohl keine dominante Rolle für den deutlichen Rückgang der Buchkredite.

Die Restrukturierung der Bankbilanzen erfolgte darüber hinaus auch über Anpassungen in den übrigen Geschäftsfeldern; eine entscheidende Rolle spielten hierbei die Risikogewichtung der Aktiva im Rahmen der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen und die Besonderheit, dass heimische Staatsanleihen nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen. So stockten insbesondere Banken in Irland, Italien, Portugal und Spanien den Anteil heimischer Staatsanleihen an ihrer Bilanzsumme während der letzten Jahre merklich auf.¹⁴⁾ Dies geschah nicht zuletzt mithilfe der in den Dreijahrestendern aufgenommenen Zentralbankliquidität. Für sich genommen hat dies die Verflechtung zwischen Staats- und Bankensektoren – die sich als ein wesentlicher Grund für die Verstärkung der Krise herausgestellt hat – weiter erhöht.

Schließlich erforderte die Restrukturierung der Bankbilanzen auch einen nennenswerten Aufbau des regulatorischen Eigenkapitals: Unter dem Druck von Basel III und der internationalen Staatengemeinschaft haben die Banken der Peripherie damit begonnen, ihre Eigenkapital-

... Verschiebung in der Risikostruktur der Aktiva ...

... und Stärkung des Eigenkapitals

¹² Zum Deleveraging der Banken gegenüber dem Ausland siehe auch S. 71 ff.

¹³ Für eine ausführliche Diskussion siehe: Deutsche Bundesbank, Unterschiede im Geldmengen- und Kreditwachstum im Euro-Raum und in einzelnen Mitgliedsländern, Monatsbericht, Juli 2013, S. 49 ff.

¹⁴ Siehe hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der Bestände heimischer Staatsanleihen der Banken im Euro-Raum, Monatsbericht, November 2013, S. 33 f.

basis zu stärken, wozu staatliche Mittel wesentlich beitragen.¹⁵⁾ In den aggregierten Bankbilanzen spiegelt sich dies – mit Ausnahme Italiens – in einem spürbaren Anstieg des Anteils von Kapital und Rücklagen an der Bilanzsumme wider.

Sanierung der Kreditwirtschaft jedoch noch nicht abgeschlossen

Zwar hat die Bankenlandschaft in den Peripherieländern durch Bankenrestrukturierungen und -rekapitalisierungen bereits einen merklichen Wandel erfahren. Jedoch sind die hohen Niveaus der notleidenden Kredite ebenso wie die bis zuletzt ausgewiesenen Verluste der Bankensektoren in den meisten Peripherieländern Indizien dafür, dass hier weiterer Anpassungsbedarf besteht. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass durch die vor dem Start der gemeinsamen Aufsicht anstehende Bilanzprüfung eine solide Aufstellung der einzelnen Banken gewährleistet wird.¹⁶⁾

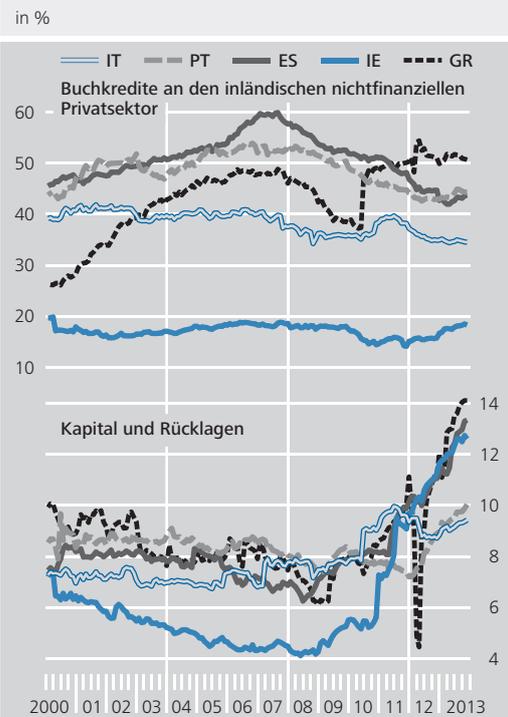
Mögliche Anpassungspfade und Politikimplikationen

Zum Umgang mit Schuldenüberhängen und makroökonomische Wechselwirkungen

Die vorangegangenen Untersuchungen deuten darauf hin, dass die private Verschuldung in mehreren Ländern noch weiter verringert werden muss. Dies dürfte für sich genommen mit einer gedrückten realwirtschaftlichen Entwicklung einhergehen. Ausmaß und Dauer der Auswirkungen, insbesondere auch auf das Produktionspotenzial, hängen indes zentral von der Art und Weise des privaten Schuldenabbaus und den entsprechenden, durch die Wirtschaftspolitik gesetzten Rahmenbedingungen ab. Um die allgemeine Unsicherheit zu verringern, wird es dabei von besonderer Bedeutung sein, das Bankensystem tragfähig aufzustellen und eine verlässliche Perspektive für den weiteren Schuldenabbau der Sektoren zu schaffen.

Stilisiert lassen sich zwei Formen der Anpassung unterscheiden. Der erste Ansatz sieht die

Banken in der Peripherie: Anteile ausgewählter Bilanzpositionen an der aggregierten Bilanzsumme



Quelle: EZB.
 Deutsche Bundesbank

eigentlich regulär vorgesehene Anpassung über Stromgrößen vor, bei der die Verschuldung sukzessiv und über einen längeren Zeitraum durch aus dem laufenden Einkommen finanzierte Tilgungsleistungen des nichtfinanziellen Privatsektors zurückgeführt wird. Der Verkauf von Vermögensaktiva kann die einkommensbasierte Schuldentilgung zusätzlich unterstützen.¹⁷⁾ Ein solcher längerer Anpassungsprozess kann mit anhaltender Unsicherheit darüber verbunden sein, welche Forderungen werthaltig sind und wer künftig noch Abschreibungen in welcher Höhe zu schultern haben wird, wobei Banken hier Risikovorsorge treffen können.

Anpassung über Stromgrößen in Form sukzessiver Tilgung ...

¹⁵ Zu den daraus entstandenen Belastungen für den öffentlichen Sektor siehe S. 41ff.

¹⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Gemeinsame europäische Bankenaufsicht – Erster Schritt auf dem Weg zur Bankenunion, Monatsbericht, Juli 2013, S. 15ff.

¹⁷ Die Möglichkeit des Verkaufs der Vermögensaktiva hängt dabei von deren Liquiditätsgrad ab und kann sich im Zuge eines veränderten Marktumfelds rasch ändern; vgl.: Y. Amihud, H. Mendelson und L.H. Pedersen (2005), Liquidity and Asset Prices, Foundations and Trends in Finance, 1, 4, S. 269–364.

... oder Entschuldung über Bestandsanpassungen in Form von Restrukturierungen und Wertberichtigungen

Der zweite Ansatz zur Bereinigung nicht tragfähiger Bilanzkonstellationen sind Bestandsanpassungen bei der Verschuldung. Dabei können einerseits Verbindlichkeiten restrukturiert werden, etwa über eine Neuverhandlung des Kreditvertrages und einen Teilschuldenerlass.¹⁸⁾ Andererseits können auch Insolvenzen erfolgen, bei denen unter anderem notleidende Forderungen zügig abgeschrieben und Verluste auf der Gläubigerseite, insbesondere also bei den Banken, realisiert werden. Im Gegensatz zu Stromgrößenanpassungen hat diese Vorgehensweise in jedem Fall unmittelbare bilanzielle Auswirkungen. Die Kapazität für Wertberichtigungen hängt dabei maßgeblich von der bilanziellen Position der Gläubiger ab, insbesondere von deren Eigenkapitalausstattung.

Anpassungsprozesse können negative realwirtschaftliche Konsequenzen haben: kurzfristig unkontrolliertes Deleveraging, ...

Die Bewältigung von Schuldenkrisen prägt – das zeigt die historische Erfahrung – grundsätzlich über einen längeren Zeitraum die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, weil die zuvor aufgelaufenen Fehlentwicklungen im finanziellen und zumeist auch im realwirtschaftlichen Bereich korrigiert werden müssen. Dabei sind verschiedene Risiken im Anpassungsprozess vorhanden. So besteht die Gefahr eines kurzfristig unkontrollierten Deleveraging, das sich durch ein Umfeld hoher Unsicherheit über Werthaltigkeit und Wertberichtigungsbedarf von Forderungen charakterisieren lässt. Dies kann private Haushalte, private Unternehmen, das Bankensystem und den Staat betreffen. Dadurch können eine ausgeprägte Ausgabenzurückhaltung vieler Unternehmen und Haushalte sowie der Verkauf von Vermögenswerten in letzter Konsequenz zu einem starken gesamtwirtschaftlichen Abwärtstrend führen, zumal wenn parallel dazu die Finanzintermediäre aufgrund eigener bilanzieller Probleme, erhöhter Schuldnerisiken und fallender Marktliquidität das Angebot an (Re-)Finanzierung reduzieren.¹⁹⁾ Letztlich steht hinter diesem Szenario die Sorge, dass die Gleichzeitigkeit des sektoralen Schuldenabbaus – von dem nicht nur private Sektoren, sondern auch öffentliche Haushalte betroffen sind – die makroökonomische Entwicklung destabilisiert.

Darüber hinaus besteht mittel- bis langfristig das Risiko, dass im Rahmen des Schuldenabbaus die Schaffung eines neuen produktiven Kapitalstocks behindert wird. Dieser Effekt dürfte desto stärker sein, je länger die nicht-finanziellen Unternehmen und die Banken mit schwachen Bilanzen umzugehen haben und eine gravierende Unsicherheit über die Verarbeitung der mit dem Schuldenabbau potenziell verbundenen Verluste vorhanden ist. Dabei besteht auch die Gefahr, dass angesichts eines niedrigen Zinsumfelds die Banken dazu verleitet werden, den Restrukturierungsprozess zu verschleppen und notleidende Kredite fortzuführen, anstatt ihre planmäßige Tilgung einzufordern oder das ohnehin knappe Eigenkapital mit Abschreibungen zu belasten. Ein solches Vorgehen könnte die nötige Restrukturierung des Bankensektors verzögern, seine Profitabilität noch weiter schwächen sowie neue Kredite an produktive Unternehmen verhindern und damit eine anhaltende Fehlallokation von Ressourcen bewirken. Ein künftig gebotener restriktiverer geldpolitischer Kurs wäre in einer solchen Situation dann mit zunehmend fragilen Banken verbunden. Im Hinblick auf kurzfristige Schuldenerleichterungen wiederum ist zu beachten, dass diese je nach Ausgestaltung neue Anreizprobleme schaffen. Hier kommt es auf ein regelgebundenes Vorgehen an, das auch künftig Planungssicherheit bei der Kreditvergabe mit sich bringt. Andernfalls drohen perspektivisch neue Fehlentwicklungen oder aber höhere Risikoprämien, die Investitionen und das Potenzialwachstum belasten.

... mittelfristig negative Auswirkungen auf das Produktionspotenzial

¹⁸ Restrukturierungen über eine Zinssenkung und Tilgungsstreckung führen nicht unbedingt zu einer Veränderung der Verschuldungsquote, da Bankkredite in der Finanzierungsrechnung in aller Regel zum Nominalwert erfasst werden; sie verbessern aber die Tragfähigkeit der Verschuldung.

¹⁹ Vgl.: I. Fisher (1933), The Debt Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1, S. 337–357.

Die Rolle der wirtschaftspolitischen Akteure, insbesondere der Geldpolitik, und Implikationen für den Euro-Raum

Wirtschaftspolitik muss den Anpassungsprozess mit geeigneten Maßnahmen flankieren

Aus Sicht der Wirtschaftspolitik ist es zentral, deutlich zu machen, dass die mit der Bewältigung einer Schuldenkrise einhergehenden Anpassungen zum einen Zeit benötigen und zum anderen nicht ohne erhebliche gesamtwirtschaftliche Einschnitte einhergehen. Allerdings ist der Deleveraging-Prozess vor dem Hintergrund des Ordnungsrahmens der Währungsunion so zu flankieren, dass die Realwirtschaft möglichst zügig auf einen sich selbst tragenden Wachstumspfad zurückkehrt. Die entsprechenden Maßnahmen müssen kurzfristig destabilisierende Dynamiken auf den Finanz- und Gütermärkten vermeiden helfen und gleichzeitig für einen zeitnahen Einstieg auf einen tragfähigen Wachstumspfad sorgen.

Verteilung möglicher Verluste muss geklärt werden

Kernelement einer solchen Politik muss es sein, die Unsicherheit im Hinblick auf die Verteilung möglicher Verluste eng zu begrenzen und dabei die nationalen Bankensysteme solide aufzustellen sowie die potenzielle Beteiligung der Staatsfinanzen zu klären. So lässt sich am besten vermeiden, dass sich das identifizierte Problem negativ auf den mittelfristigen Wachstumspfad überträgt.²⁰⁾ Das Vorgehen muss dabei im Einklang mit dem Ordnungsrahmen der Währungsunion stehen. Einschlägig sind hier insbesondere die Verfasstheit als Marktwirtschaft einschließlich des Haftungsprinzips, die finanz- und wirtschaftspolitische Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten und das Primat einer stabilitätsorientierten gemeinsamen Geldpolitik. Konkret bedeutet dies, dass die Lasten notwendiger Wertberichtigungen und Bilanzbereinigungen im Privatsektor primär von den privaten Gläubigern der Unternehmen, Haushalte oder Banken zu tragen sind. Der betreffende Mitgliedstaat sollte dazu nur subsidiär herangezogen werden, und die übrigen Mitgliedstaaten über die Rettungsmechanismen ausschließlich als Ultima Ratio.

Der Geldpolitik kommt die Aufgabe zu, die Geldwertstabilität im Euro-Raum sicherzustellen und dabei über geeignete Maßnahmen bedarfsweise einer durch eine systemische Liquiditätskrise im Euro-Raum forcierten Abwärts Spirale auf den Güter- und Finanzmärkten entschlossen entgegenzuwirken. Dabei stabilisiert eine expansive Geldpolitik die schwache realwirtschaftliche Entwicklung. In dieser Hinsicht, das heißt unabhängig von den damit teilweise verbundenen Risiken und Problemen, haben sich die vom Eurosystem beschlossenen Zinssenkungen und der Einsatz von unkonventionellen, liquiditätszuführenden Maßnahmen als effektiv erwiesen.²¹⁾ Insbesondere wurde dadurch vermieden, dass die Verfügbarkeit an Bankkrediten aufgrund von Liquiditäts- und (Re-)Finanzierungsengpässen abrupt einbricht.

Für die grundsätzliche Überwindung der Krise sowie eine Übernahme von Verlustrisiken solvenzgefährdeter Haushalte, Unternehmen, Banken oder Staaten ist die Geldpolitik jedoch nicht verantwortlich. Solange das eigentliche Bestandsproblem im privaten Sektor anhält, wird die Geldpolitik zudem weniger effektiv sein, weil sich überschuldete Akteure bei der Schuldenaufnahme zurückhalten und Ausleihungen an (riskante) Schuldner nur zu hohen Zinssätzen getätigt werden.²²⁾ Die Empirie deutet darauf hin, dass eine tragfähige Erholung nach Finanzkrisen umso stärker ausfällt, je schneller ein privater Schuldenabbau gelingt (siehe Erläuterungen auf S. 68 f.).²³⁾ Einerseits kann eine stark akkommodierende Geldpolitik helfen, im Einklang mit ihrem Stabilitätsauftrag

Im Rahmen des Krisenmanagements wirkt die Geldpolitik Liquiditäts- und Finanzierungsengpässen entgegen, ...

... für die Überwindung der Krise ist sie aber nicht verantwortlich und kann Anpassungsprozesse sogar verzögern

²⁰ Vgl.: C. Borio (2012), The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? Working Paper der BIZ, Nr. 395.

²¹ Zu den wesentlichen Maßnahmen des Eurosystems in der Finanzkrise vgl.: Deutsche Bundesbank, Konsequenzen für die Geldpolitik aus der Finanzkrise, Monatsbericht, März 2011, S. 55 ff.

²² Vgl.: R. Koo (2011), The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure and Politics, Real-World Economics Review, 58, S. 19–37; sowie G. B. Eggertsson und P. Krugman (2012), Debt Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach, Quarterly Journal of Economics, 127, 3, S. 1469–1513.

²³ Vgl.: M. L. Bech, L. Gambarcorta und E. Kharroubi (2012), Monetary policy in a downturn: Are financial crises special?, Working Paper der BIZ, Nr. 388.

Ausgewählte historische Anpassungsprozesse – Die nordischen Länder und Japan

Der Blick auf Anpassungsprozesse im Anschluss an frühere, überwiegend fremdfinanzierte und nicht nachhaltige Wirtschaftsaufschwünge gibt Aufschluss über die Implikationen verschiedener Anpassungsstrategien. Manche dieser Befunde können, bei allen Unterschieden in den Ausgangslagen und Rahmenbedingungen, auch für die Bewältigung der Schuldenkrise im Euro-Raum relevant sein. Als Fallbeispiele für historische Schuldenkrisen des Privatsektors dienen Norwegen, Finnland, Schweden und Japan, die im Umgang mit den Ende der achtziger bis Anfang der neunziger Jahre eingesetzten Krisen teils unterschiedliche Strategien verfolgten.

In den genannten Ländern kam es Ende der achtziger Jahre zu Kredit- und Vermögenspreisblasen, ausgelöst insbesondere durch Deregulierungen auf den Finanzmärkten seit den siebziger Jahren und vergleichsweise günstige Finanzierungsbedingungen. Die letztlich nicht mehr tragfähige Verschuldung der privaten Sektoren trug dazu bei, dass die jeweiligen Blasen schließlich platzten. Die Folge waren Schuldenkrisen mit teils starken Auswirkungen auf die Realwirtschaft.¹⁾

In Japan fiel die Verschuldung im Zusammenhang mit dem Immobilien- und Aktienpreisboom vor allem bei den nichtfinanziellen Unternehmen besonders hoch aus, während in den nordischen Ländern aufgrund der Blase am Immobilienmarkt zusätzlich die privaten Haushalte stark betroffen waren. Der Rückgang der sektoralen Schuldenquoten in den nordischen Volkswirtschaften setzte spätestens im Jahr nach Krisenbeginn ein und erstreckte sich über mehrere Jahre. Im Gegensatz dazu ging in Japan die Schuldenquote der Unternehmen erst fünf Jahre nach Krisenbeginn erkennbar zurück, und selbst dann noch vergleichsweise zögerlich.

Die Schuldenkrisen setzten ein, als eine Reihe von Banken (darunter vor allem in Norwegen und Finnland auch Sparkassen) zahlungsunfähig wurde. Den nordischen Notenbanken gelang es, mithilfe von kurzfristig ausgelegten Liquiditätshilfen die Interbankenmärkte vor dem Austrocknen zu bewahren und mit Fremdwährungseinlagen (oder im Fall Finnlands auch Eigenkapitalhilfen) den Zusammenbruch des Bankensystems abzuwenden. Vor allem die norwegische Notenbank gewährte bereits seit Mitte der achtziger Jahre einzelnen Banken verstärkt Liquidität. Daneben trugen auch bankensystemeigene private Garantiefonds, die im Jahr 1991 von einem staatlichen Garantiefonds abgelöst wurden, zur norwegischen Bankenrettung bei. In Finnland und Schweden sprach der Staat zudem Blankogarantien für die Verbindlichkeiten der Banken (ausgenommen Anteilsrechte) aus.

Nachdem auf diese Weise die unmittelbare Bedrohung des Finanzsystems gebannt war, gingen die nordischen Staaten zügig (in Finnland und Schweden bereits ein Jahr nach Krisenbeginn) dazu über, notleidende Finanzinstitute umfassend mit Eigenkapital und Krediten auszustatten, um ihnen die Bereinigung ihrer Bilanzen zu ermöglichen. Ein wichtiges Element war hierbei die Konditionalität der Staatshilfen, die unter anderem die Neubesetzung der Vorstände, Abschreibungen der Anteile von Anteilseignern (in Schweden und Finnland nur teilweise), Fusionen mit anderen Banken oder

¹ Jahr des Krisenbeginns war in Norwegen 1987, in Finnland und Schweden 1991, in Japan 1992. Zu den Entwicklungen in diesen Ländern vgl.: L. Jonung, J. Klander und P. Vartia (2008), *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden: The Dynamics of Boom, Bust and Recovery, 1985–2000*, European Economy, Economic Papers Nr. 350 der Europäischen Kommission; sowie K. Ueda (2012), *Deleveraging and Monetary Policy: Japan since 1990s and the United States since 2007*, *Journal of Economic Perspectives*, 26, 3, S. 177–202.

das Auslagern notleidender Aktiva aus den Bankbilanzen umfasste. Zu diesem Zweck wurden in Schweden und Finnland staatliche Bad Banks oder Asset Management Companies gegründet. Diese Maßnahmen trugen in Kombination mit der Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, die unter anderem im Zusammenhang mit Wechselkursanpassungen stand, deutlichen Nominalzinssenkungen sowie produktivitätssteigernden Strukturreformen dazu bei, dass die Wirtschaft Wachstumsimpulse – allem voran über die Exporte – erhielt und zugleich die Banken wieder Gewinne erwirtschaften konnten. Der Privatsektor konnte somit seine Schuldenquoten reduzieren, ohne die Realwirtschaft in eine lang anhaltende Krise zu stürzen.

Die politischen Akteure in Japan betrachteten dagegen die anfänglichen Liquiditätsengpässe einzelner Banken nach Platzen der Blase zunächst nicht als Bedrohung des Finanzsystems oder der Realwirtschaft, zumal das Wirtschaftswachstum zwar gedämpft, jedoch weiterhin positiv ausfiel. Infolgedessen nahmen sie eine abwartende Haltung ein, Maßnahmen zur Krisenüberwindung wurden zunächst nicht ergriffen. Solvente Banken fingen in vielen Fällen zahlungsunfähige Institute auf und übernahmen diese teilweise, um eine Gefährdung des Bankensystems zu verhindern und damit ihr eigenes Fortbestehen zu sichern. Eine nachhaltige realwirtschaftliche Erholung blieb jedoch aus, und die Situation auf dem Finanzmarkt verschärfte sich nach einiger Zeit erneut. Neben mehreren auf dem Interbankenmarkt aktiven Wertpapierhäusern wurden nun auch große Banken insolvent. Diese Entwicklungen trugen im Jahr 1997 schließlich zu einer realwirtschaftlichen Kontraktion bei. Daraufhin stellte die Bank of Japan in großem Umfang Liquidität bereit. Zusätzlich vergab der Staat Kapitalhilfen, wobei die Abschreibung notleidender Kredite wie in den vorangegangenen Jahren nur zögerlich erfolgte. Das Fortbestehen vieler Banken war somit lediglich

aufgrund von staatlichen Liquiditäts- und Eigenkapitalhilfen gewährleistet.

Acht Jahre nach Platzen der Aktienpreisblase wurde eine staatliche Bad Bank gegründet, und einige Banken wurden schließlich umfassend rekapitalisiert, sodass sie Verluste (auch unter Einbeziehung privater Anteilseigner) abschreiben und ihre Bilanzen bereinigen konnten. Die notleidenden Aktiva hatten aber bereits einen derart großen Umfang erreicht, dass die Abschreibungen das Eigenkapital erodierten und die Bankbilanzen erneut erheblich belasteten. Die Banken verringerten daraufhin ihr Kreditangebot, was zusammen mit dem hohen Entschuldungsbedarf der nichtfinanziellen Unternehmen die aggregierte Nachfrage dämpfte. Trotz sukzessiver Nominalzinssenkungen und diverser Konjunkturprogramme geriet die japanische Wirtschaft in eine Bilanzrezession²⁾, die der Reduktion der Schuldenquoten entgegenwirkte.

Zwar lassen sich die Erfahrungen dieser Länder mit der Situation im Euro-Raum nur eingeschränkt vergleichen, und insbesondere die Zugehörigkeit zu einer Währungsunion mit einer gemeinsamen, stabilitätsorientierten Geldpolitik impliziert wichtige Unterschiede in den ökonomischen und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen. Dennoch legen die Fallbeispiele nahe, dass notwendige Bilanzkorrekturen in den Privatsektoren und insbesondere im Bankensystem, das heißt die Restrukturierung oder Wertberichtigung gefährdeter Forderungen und eine ausreichende Kapitalisierung der Banken, den Anpassungsprozess hin zu einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung maßgeblich unterstützen können und deshalb nicht verschleppt werden sollten.

² Vgl. zu Bilanzrezessionen v.a.: C. R. Koo (2011), The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics, *Real World Economics Review*, 58, S. 19–37; oder auch J. Caruana (2013), Central banking in a balance sheet recession, *International Journal of Central Banking*, 9:51, S. 367–372.

Abwärtsrisiken bei den Güterpreisen zu verhindern, wobei die Geldpolitik in der EWU auf den Euro-Raum insgesamt bezogen sein muss und nicht auf einzelne Länder. Andererseits besteht immer die Gefahr, dass auf mittlere Sicht der notwendige Anpassungsprozess verzögert wird, indem die zugrunde liegenden bilanziellen Probleme im nichtfinanziellen und finanziellen Privatsektor überlagert und die Anreize, sie konsequent anzugehen, verringert werden. Die Volkswirtschaft würde dann insgesamt anfälliger für zukünftige makroökonomische Schocks.²⁴⁾

Notwendigkeit von Struktur-reformen und rechtlichen Grundlagen, die zügige und umfassende Restrukturierungen erlauben

Lösen kann die Geldpolitik die Schuldenkrise somit nicht, dazu sind die anderen Politikbereiche gefordert. Dies gilt insbesondere für die nationale Wirtschaftspolitik, die nicht nur durch Strukturreformen die Angebotsbedingungen im Allgemeinen verbessern und so höheres Wachstum ermöglichen sollte (siehe S. 21 ff.), sondern überdies sicherstellen muss, dass die Risiken aus sektoralen Schuldenüberhängen zügig angegangen werden. Handlungsbedarf besteht beispielsweise dann, wenn der bestehende Rechtsrahmen Unternehmensrestrukturierungen und -insolvenzen sowie private Haushaltsinsolvenzen unnötig verzögert oder hohe Verwertungsquoten behindert. Einige Länder des Euro-Raums haben seit Ausbruch der Finanzkrise bereits entsprechende Maßnahmen vorangetrieben.²⁵⁾

Adäquate Kapitalisierung des Bankensektors möglichst ohne staatliche Hilfe ist zentral

Vor allem müssen aber die Gläubiger und hier insbesondere die Banken in der Lage sein, notwendige Wertberichtigungen oder Abschreibungen auf ihre Forderungen zu verkraften. Zentrale Voraussetzung dafür ist eine adäquate Kapitalisierung des Bankensektors.²⁶⁾ Für das Vertrauen in die Stabilität der Bankensysteme wird es darauf ankommen, dass bei der Qualitätsprüfung der Bankbilanzen, die zur Vorbereitung der gemeinsamen Bankenaufsicht im Euro-Raum erfolgt, die Werthaltigkeit be-

stehender Forderungen konservativ eingeschätzt wird, ermittelte Fehlbeträge in Instituten mit einem tragfähigen Geschäftsmodell rasch gedeckt werden und ausreichende Puffer für bestehende Risiken vorhanden sind. Dies sollte möglichst ohne staatliche Hilfen geschehen, das heißt durch eine Mittelaufnahme am Kapitalmarkt und gegebenenfalls eine Beteiligung der derzeitigen Kapitalgeber. Zum einen verschafft dies dem marktwirtschaftlichen Haftungsprinzip Geltung, stärkt so das Risikobewusstsein bei künftigen Anlageentscheidungen und verringert die Gefahr künftiger Fehlentwicklungen. Zum anderen ist eine Belastung der Staatsfinanzen auch deshalb zu vermeiden, weil diese in vielen Ländern bereits in einer schwierigen Lage sind. Die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren ist auch in einem schwierigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld eine zentrale Aufgabe, um die Unsicherheit im Hinblick auf die nationalen Staatsfinanzen zügig zu reduzieren, und auch um wieder Spielräume für eine Stabilisierung der nationalen Finanzmärkte zu schaffen (vgl. S. 41 ff.). Als Ultima Ratio können die Mitgliedstaaten im Rahmen eines Hilfsprogramms zusätzliche Mittel des Europäischen Stabilitätsmechanismus aufnehmen, um einen verbliebenen Rekapitalisierungsbedarf abzudecken. Diese Möglichkeit stellt sicher, dass notwendige Bilanzbereinigungen und Struktur-anpassungen im Bankensystem, so weit dazu auch flankierend öffentliche Mittel eingesetzt werden müssen, nicht unter Verweis auf unzureichenden finanzpolitischen Handlungsspielraum unterbleiben.

²⁴ Vgl.: W. R. White (2012), Ultra Ease Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences, Working Paper der Federal Reserve Bank of Kansas City, Nr. 126.

²⁵ Vgl.: M. Goretti und M. Souto (2012), Macro Financial Implications of Corporate (De)Leveraging in the Euro Area Periphery, Working Paper Nr. 154 des IWF.

²⁶ Vgl.: L. Laeven und F. Valencia (2013), The Real Effects of Financial Sector Interventions During Crises, Journal of Money, Credit and Banking, 45,1, S. 147–177.