

Professor Dr. Axel A. Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

Aktuelle Finanzmarktfragen

Festansprache auf dem Jahresempfang
des Bundesverbandes deutscher Banken e. V.
in Berlin
am Montag, 7. April 2008

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 13

Inhalt

1	Begrüßung	2
2	Ursachen der Finanzmarktverwerfungen	2
3	Reaktionen auf die Finanzmarktverwerfungen.....	6
	3.1 Krisenmanagement	6
	3.2 Vorläufige Lehren	8
4	Schluss	12

1 Begrüßung

Sehr geehrte Damen und Herren,

zweifelsohne ist das Lieblingsthema eines Zentralbankers die Geldpolitik. Heute, kurz vor der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am Donnerstag, möchte ich die aktuelle geldpolitische Lage jedoch außen vor lassen – so, wie es unseren Regeln im Eurosystem entspricht. Für Sie hat dies den Vorteil, dass ich mich in den kommenden 20 Minuten intensiver einem anderen, ebenfalls höchst aktuellen Thema widmen kann: den Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten, die seit Sommer letzten Jahres eine ernsthafte Belastungsprobe für das globale Finanzsystem darstellen. Dabei werde ich zunächst auf die Ursachen der Finanzmarktverwerfungen und das Krisenmanagement eingehen und anschließend darauf zu sprechen kommen, welche vorläufigen Lehren aus den derzeitigen Entwicklungen gezogen werden können.

2 Ursachen der Finanzmarktverwerfungen

Die seit 2007 verstärkt auftretenden Ausfälle am Markt für zweitklassige Hypothekenkredite in den USA (US-Subprime-Markt) gelten allgemein als Auslöser der beobachteten Finanzmarkturbulenzen. Ausgehend von diesem im Ver-

gleich zu den Gesamtengagements der Banken relativ kleinen Marktsegment wurden die Finanzmärkte seit Sommer letzten Jahres in mehreren Schockwellen erfasst:

- Die erste Welle traf im August 2007 die Märkte für verbriefte und strukturierte Produkte sowie den Interbankengeldmarkt. Vorherrschend war ein allgemeines Misstrauen unter den Marktteilnehmern über das Ausmaß und die Verteilung der vor allem mit dem Subprime-Geschäft verbundenen Verluste.
- Die zweite Welle wirkte im November 2007. Mit der Veröffentlichung der Bankbilanzen für das 3. Quartal wurde deutlich, dass die Verluste weltweit weitaus größer sind als zunächst angenommen und sich nicht nur auf Papiere mit Bezug zum privaten Immobilienmarkt beschränken. Damit begann sich der Fokus von reinen Liquiditätsaspekten auf Solvenz Aspekte auszuweiten, was sich nicht zuletzt in rückläufigen Aktienkursen und nochmals steigenden CDS-Prämien der Finanzakteure widerspiegelt.
- Die dritte Welle erreichte die globalen Finanzmärkte im Februar / März dieses Jahres. So ist in den letzten Wochen ein stetiger Abbau des hohen Grades an Fremdfinanzierung zu beobachten, der wiederum Druck auf die Finanzmarktpreise ausübt, dadurch die Kapitalanforderungen der Finanzakteure erhöht und sich auf diese Weise selbst fortschreibt.

Mit jeder dieser Wellen hat sich der Charakter der Finanzmarktverwerfungen weiterentwickelt. Der breite Rückgang an Vertrauen unter den Marktteilnehmern sowie die Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung insbesondere in den USA dauern zwar an; sie stehen aber nicht mehr so prägnant im Vordergrund wie noch letzten Sommer. Vielmehr erinnert der derzeitige Abbau

des Verschuldungsgrads an den globalen Finanzmärkten stark an das altbekannte ökonomische Prinzip des Finanzakzelerators, auf das ich im Folgenden noch zu sprechen komme. In jedem Fall spricht vieles dafür, dass die noch ausstehenden Anpassungsprozesse an den globalen Finanzmärkten ebenfalls holprig verlaufen werden.

Was die Ursachen der aktuellen Finanzmarkturbulenzen betrifft, so ist auch hier das letzte Wort noch nicht gesprochen. Anfangs fielen vor allem die neuartigen Merkmale der aktuellen Verwerfungen ins Auge:

- die Innovation zahlreicher, häufig komplexer Finanzinstrumente wie Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS), Credit Default Swaps (CDSs) und Collateralised Debt Obligations (CDOs),
- die weltweite Ausbreitung des „originate-and-distribute“-Modells,
- das Aufkommen neuer, z. T. kaum oder gar nicht beaufsichtigter Marktakteure sowie der Bedeutungsgewinn des Investmentbankings.

Das Verbriefungsgeschäft verstärkte die auf den Kreditmärkten ohnehin vorhandenen Informationsasymmetrien; die globale und nicht auf den Bankensektor beschränkte Nachfrage nach verbrieften Produkten ließ Unsicherheit über die Verteilung der Risiken entstehen. Hinzu kam, dass das Risikomanagement einiger Finanzakteure mit diesen Entwicklungen nur bedingt Schritt gehalten hat. Dieser Cocktail war die Ursache für die hohe Geschwindigkeit, mit der sich das Misstrauen unter den Marktteilnehmern weltweit ausbreitete und für ein Austrocknen der Liquidität auf einigen Kreditmärkten sorgte.

Spätestens mit der jüngsten Welle der aktuellen Turbulenzen sind jedoch die Parallelen zu früheren Episoden von Kreditverwerfungen stärker ins Blickfeld gerückt. Insbesondere fällt ins Auge, dass Zeiten von ernsten Finanzmarktverwerfungen regelmäßig das Resultat eines sich gegenseitig verstärkenden, zyklischen Zusammenspiels von makroökonomischen und finanziellen Faktoren sind. Lassen Sie mich dieses Zusammenspiel am aktuellen Beispiel erläutern.

Hintergrund der andauernden Finanzmarkturbulenzen ist ein seit Jahren robustes Weltwirtschaftswachstum, das in vielen Ländern von geringer Inflation, einem niedrigen Zinsniveau und niedrigen Ausfallraten begleitet wurde. Dieses Umfeld ermöglichte es den Banken über mehrere Jahre, sich zu günstigen Konditionen Mittel an den globalen Finanzmärkten zu beschaffen und damit das eigene Kreditgeschäft – oft zu lockeren Bedingungen – auszuweiten. Dank der verstärkten Nutzung von Verbriefungstechniken gelang es den Banken, einen Großteil der Kredite an den weltweiten Finanzmärkten wieder zu verkaufen; und zwar nicht nur an andere Banken, sondern in immer stärkerem Maße auch an neuartige, häufig nicht regulierte Finanzakteure wie Zweckgesellschaften und Hedgefonds. Erleichtert wurde die deutliche Kreditausweitung durch eine globale Jagd nach Rendite, eine generelle Unterpreisung von Risiken und zyklisch bedingt steigende Vermögenspreise.

Zusammenfassend ist also festzuhalten, dass die Entwicklungen an den Finanzmärkten – angetrieben von neuartigen Finanzprodukten, Geschäftsmodellen und Marktakteuren – das weltweite Wirtschaftswachstum zunächst unterstützt haben. Nun aber drückt der bei vielen Finanzakteuren stattfindende Abbau des hohen Verschuldungsgrads auf die Finanzmarktpreise, macht weitere

Wertberichtigungen erforderlich und zehrt am Vertrauen der Marktteilnehmer. Insofern stellen die aktuellen Finanzmarkturbulenzen einen nennenswerten Risikofaktor für die globale Wirtschaftsentwicklung dar. Der Ruf nach Lehren aus den aktuellen Finanzmarktverwerfungen findet hierin seine Rechtfertigung.

3 Reaktionen auf die Finanzmarktverwerfungen

Ganz im diesem Sinne arbeiten die verschiedensten Kreise, allen voran das Financial Stability Forum, aber auch private Einrichtungen wie der Internationale Bankenverband IIF, derzeit an geeigneten Reaktionen auf die strukturellen Veränderungen im globalen Finanzsystem.

3.1 Krisenmanagement

Vorderstes Ziel in der kurzen Frist ist es, das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen. Die hiervon erfassten Maßnahmen lassen sich letztlich unter dem Begriff des „Krisenmanagements“ zusammenfassen. Ich möchte zu diesem Thema vor allem einige Anmerkungen zur Rolle der Zentralbanken machen.

Die Geldpolitik des Eurosystems trennt bekanntermaßen sehr deutlich zwischen dem geldpolitischen Kurs und den Geldmarkt-Operationen. Unser geldpolitischer Kurs, zu dessen aktueller Ausrichtung ich mich heute nicht äußern möchte, folgt gemäß dem Mandat des Eurosystems dem Primat der Preisstabilität. Innerhalb dieses Rahmens sind wir im Eurosystem angesichts der anhaltenden Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten bestrebt, mit unseren

Liquiditätssteuerungsoperationen das Funktionieren des Euro-Geldmarkts zu normalisieren.

Die seit August letzten Jahres erfolgende prompte, andauernde und umfangreiche Liquiditätszufuhr des Eurosystems hat den EONIA-Satz in der Nähe des Mindestbietungssatzes von derzeit 4 % stabilisiert. Dennoch sind die Anspannungen vor allem im Terminbereich nicht beseitigt. So ist der Euribor-EONIA-Swap Spread (3 Monate) seit Beginn der Finanzmarktturbulenzen über alle Zeiträume stark ausgeweitet. Während bis zum Jahreswechsel 2007/2008 Aufschläge bei kürzeren Laufzeiten höher waren als bei längeren Laufzeiten, steigen seit Januar 2008 die Spreads mit zunehmendem Zeithorizont der Terminkontrakte an. Die Marktteilnehmer erwarten folglich, dass die Geldmarktverspannungen länger anhalten als noch zu Beginn der Finanzmarktturbulenzen vermutet. Der EZB-Rat hat Ende März beschlossen, zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei und sechs Monaten durchzuführen. Diese Maßnahme hatte zwar keine Auswirkung auf die Euribor-Entwicklung; sie wurde am Markt aber positiv aufgenommen, da ein hoher Bedarf an längerfristiger Liquidität besteht.

Mir ist in diesem Zusammenhang der Hinweis wichtig, dass eine Zentralbank fundamentale Probleme der Geschäftsbanken und Kreditmärkte nicht lösen kann. Indem das Eurosystem Preisstabilität gewährleistet und die Inflationserwartungen auf einem niedrigen Niveau verankert, tragen wir wesentlich zu einem gesamtwirtschaftlich stabilen Umfeld bei. Aber wir können in einem solchen Umfeld die Pferde nur zur Tränke führen; trinken müssen sie alleine. Mit anderen Worten: Die Bereitschaft des Bankensektors zur Kreditvergabe hängt

von vielen Faktoren ab, allen voran vom Vertrauen der Marktteilnehmer untereinander. Dieses Vertrauen wiederherzustellen ist in erster Linie Aufgabe der Finanzmarktakteure selbst.

Ein Aspekt unter vielen ist in diesem Zusammenhang der Umgang mit den internationalen Rechnungslegungsvorschriften. Ziel der in den IFRS verankerten Zeitwertbilanzierung ist eine umfassende Transparenz der Konzernabschlüsse. Derzeit herrscht bei der Ermittlung der Zeitwerte für komplexe, strukturierte Finanzprodukte angesichts ausgetrockneter Märkte und damit spärlicher Marktdaten jedoch große Unsicherheit. Diese Unsicherheit könnte reduziert werden, wenn während der aktuellen, andauernden Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten in wohl begründeten Fällen mark-to-model Ansätzen (im Gegensatz zu mark-to-market Ansätzen) mehr Raum gegeben wird. Ein stärkerer Rückgriff auf Modellbewertungen, z. B. nach der discounted cash flow-Methode, könnte auf unzureichend funktionierenden Märkten dazu beitragen, die Aussagekraft der impairment tests zu erhöhen.

Wichtig scheint mir bei alledem, dass das Bewertungsprozedere auch in außergewöhnlichen Marktphasen möglichst verlässlich, vorsichtig und damit nachvollziehbar erfolgt. Denn der Markt soll die Möglichkeit haben, die Wertansätze und damit die Risiken der Konzernabschlüsse realistisch einschätzen zu können.

3.2 Vorläufige Lehren

Über das aktuelle Krisenmanagement hinaus gilt es in der mittel- bis langfristigen Sicht, offenkundig gewordene Schwächen im globalen Finanzsystem ab-

zubauen. Allerdings bleibt es angesichts der noch andauernden Anspannungen schwierig, abschließende Lehren zu ziehen. Lassen Sie mich daher aus der Vielzahl der Baustellen diejenigen hervorheben, die meines Erachtens besonders wichtig sind:

- 1) **Verbesserung des Risikomanagements der Banken:** Zum einen hinsichtlich der teilweise vernachlässigten Behandlung der Liquiditätsrisiken, gerade auch mit Blick auf die Verbindlichkeiten gegenüber Zweckgesellschaften; zum anderen hinsichtlich der Frage, wie man mit den offenkundig gewordenen Grenzen mathematischer Modelle bei der Bewertung komplexer Finanzprodukte umgeht – eine Feststellung, die übrigens auch auf das Rating strukturierter Finanzprodukte zutrifft.

- 2) **Stärkung der Transparenz der Finanzakteure:** Insbesondere bei der Offenlegung von Risiken und der Schätzung des weiteren Wertberichtigungsbedarfs. Dies betrifft nicht nur die Kreditwirtschaft, sondern alle Finanzmarktakteure – Investmentfonds, Private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds eingeschlossen. Dabei ist essenziell, dass schlechte Nachrichten möglichst zeitnah publiziert werden. Denn die letzten Wochen haben gezeigt, dass bloße Gerüchte in einem Umfeld erhöhter Nervosität gravierende Folgen haben können.

- 3) **Adjustierung der Anreizstrukturen:** Im Mittelpunkt steht hier die Frage, wie man die im Verbriefungsgeschäft zutage getretenen Informationsasymmetrien zwischen dem „Originator“, dem „Endinvestor“ und den diversen zwischengeschalteten Stellen verringern kann. Ein weiterer wesentlicher

Punkt ist die Vermeidung von Interessenkonflikten bei der Bewertung strukturierter Finanzprodukte durch Ratingagenturen.

Meine Damen und Herren, Sie sehen: Die Liste der Baustellen ist lang und die Richtung, in die die auf europäischer und internationaler Ebene geführten Diskussionen gehen, ist nicht an jeder Stelle unumstritten. Während einige Analysen dieser ersten ernsthaften Probe des Verbriefungsgeschäfts das Rad der Finanzinnovationen am liebsten zurückdrehen würden, halten andere genau das Gegenteil für richtig und fordern stattdessen einen technisch und inhaltlich anspruchsvolleren Umgang mit den erkennbar gewordenen Finanzrisiken.

Grundsätzlich ist es theoretisch und empirisch nur allzu gut belegt, dass Finanzinnovationen das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft erhöhen. So haben auch Verbriefungen – trotz mancher Schwächen – eine positive Rolle für die Kreditmärkte gespielt. Dies sollten Anhänger einer voreiligen Verbanung des „originate-and-distribute“-Modells bedenken. Vielmehr müssen wir neue Finanzprodukte und Geschäftsmodelle, deren Daseinsgrundlage im Wesentlichen auf den Anreizen zur Aufsichtsarbitrage gründet, kritisch auf den Prüfstand stellen.

Je weiter der aktuelle Kreditzyklus fortschreitet, desto klarer wird sich herausstellen, in welchem Ausmaß die hochkomplexen Finanzinnovationen und der erhebliche Grad an Fremdfinanzierung der Finanzakteure das Zusammenspiel von Realwirtschaft und Finanzsystem beschleunigt haben. Insofern ist eine abschließende Antwort erst zu erwarten, wenn ein Ende der notwendigen und

teilweise schmerzhaften Adjustierungen an den globalen Finanzmärkten in Sicht ist.

Auch wenn es damit für endgültige Lehren noch zu früh ist, zeichnet sich bereits jetzt ab, dass die bislang genannten Schritte (Risikomanagement, Transparenz und Anreizstrukturen) mit Blick auf die Ursachen der aktuellen Finanzmarkturbulenzen wohl zu kurz greifen. Es steht zu befürchten, dass die aktuellen Verwerfungen ebenso wie viele frühere Finanzmarkturbulenzen im Ergebnis zu einem sich gegenseitig verstärkenden, dynamischen Zusammenspiel von Realwirtschaft und Finanzsystem führen können.

Dem Prozess zugrunde liegt die Finanzgeschäften inhärente Prozyklizität. Damit bezeichnet man die Beobachtung, dass die Messung und Bepreisung von Finanzmarkt- und Kreditrisiken im konjunkturellen Aufschwung typischerweise tendenziell zu optimistisch, im konjunkturellen Abschwung dagegen oft zu pessimistisch ausfällt. Die finanzielle und regulatorische Infrastruktur, insbesondere bankaufsichtliche Regelungen und Rechnungslegungsvorschriften, sollten die Prozyklizität des Kredit- und Finanzgeschäfts nicht unnötig verstärken.

Diesen Bedenken hat der Baseler Ausschuss unter aktiver Mitwirkung der Deutschen Bundesbank während der Ausarbeitung von Basel II versucht, umfassend Rechnung zu tragen. Deutlich wird dies zum einen an der Kalibrierung der Risikogewichtsfunktionen der ersten Säule, aber auch bei den ergänzenden Maßnahmen der zweiten Säule (so zum Beispiel bei der Aufforderung zur

vorausschauenden Beurteilung des Kreditrisikos und der Verwendung spezieller Stresstests im IRB-Ansatz).

Zur Reduzierung finanzieller Instabilität wäre es aber erstrebenswert, die Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems gegenüber größeren zyklischen Schwankungen noch weiter zu erhöhen. Denn die derzeitigen Finanzmarktverwerfungen haben einmal mehr verdeutlicht, dass ein stark prozyklisches Anlage- und Investitionsverhalten der Finanzakteure mit hohem Verlustpotenzial verbunden ist. Trotzdem kann es jetzt, in der Abschwungphase des Kredit- und Finanzzyklus, nur darum gehen, Verhaltens-, Bilanzierungs- und regulatorische Regelungen zu identifizieren, die die an den Finanzmärkten inhärente Prozyklizität potenziell beeinflussen. Erste Überlegungen, auch auf internationaler Ebene, beschäftigen sich mit folgenden Lösungsansätzen: Ein verstärkter Aufbau von Kapital- und Liquiditätsreserven könnte in wirtschaftlich guten Zeiten den Sicherheitspuffer für den konjunkturellen Abschwung erhöhen. Außerdem könnten konservativere bzw. an längeren Zeithorizonten orientierte Risikomaße einen Beitrag zur Reduzierung der Prozyklizität leisten. Beide Ansätze sind in ihren Grundzügen bereits in Basel II enthalten. Ein aktives Angehen der Prozyklizitätsproblematik erscheint mir aber erst dann sinnvoll, wenn sich die globalen Finanzmärkte von den aktuellen Turbulenzen erholt haben.

4 Schluss

Eine Festansprache auf dem Jahresempfang des Bundesverbandes deutscher Banken wäre nicht vollständig, wenn ich zum Abschluss nicht einen kurzen Blick auf die Lage der deutschen Kreditwirtschaft werfen würde. In Zeiten tur-

bulenter Finanzmärkte hat das deutsche Bankensystem seine Stabilität und Funktionsfähigkeit – auch im internationalen Vergleich – bislang im Kern bewiesen. Zwar litten die Ergebnisse des zweiten Halbjahres bei den an den Kapitalmärkten aktiven Banken unter sinkenden Handelserträgen und hohen Abschreibungen. Dem standen allerdings sehr gute Ergebnisse aus der ersten Hälfte des Jahres 2007 gegenüber. Für das Jahr 2008 ist jedoch zu erwarten, dass das fortwährend schwierige Marktumfeld die künftige Profitabilität deutlich beeinträchtigen dürfte; die ersten Eindrücke des ersten Quartals 2008 bestätigen dies. Das Jahr 2008 dürfte daher für die Banken national wie international mit deutlichen Herausforderungen und teils schmerzhaften Anpassungen verbunden sein.

Es ist Aufgabe und Pflicht der einzelnen Banken, sich auf nachhaltige und robuste Geschäftsmodelle zu konzentrieren. Wo dies noch nicht in ausreichendem Maße geschehen ist, müssen Institute tragfähigere Geschäftsmodelle entwickeln, die ihnen hinreichend stabile Ertragsquellen liefern und ihre Profitabilität nachhaltig sichern.

Aber lassen Sie mich nun zum Ende meiner Festansprache kommen. Franz Kafka soll einmal gesagt haben: „Alles Reden ist sinnlos, wenn das Vertrauen fehlt.“ Ich möchte daher die Gelegenheit nutzen und Sie, die Mitgliedsinstitute des Bundesverbandes deutscher Banken, stellvertretend für die gesamte deutsche Kreditwirtschaft, auffordern, Ihre Anstrengungen zu intensivieren, um das Vertrauen an den globalen Finanzmärkten wieder herzustellen.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

* * *