

**Professor Dr. Hermann Remsperger**

Mitglied des Vorstands

der Deutschen Bundesbank

**Was lief schief im Finanzsystem?**

Vortrag beim Handwerker- und Mittelstandsforum der TaunusSparkasse in  
Bad Homburg am 16. Mai 2008

– Es gilt das gesprochene Wort –

## Inhalt

I	Ursachen und Verlauf der Finanzkrise .....	2
II	Konsequenzen für Konjunktur und Kredite .....	9
III	Handlungsfelder.....	13

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich möchte mich heute mit den Turbulenzen auf den Finanzmärkten auseinandersetzen, die uns seit letztem Sommer in Atem halten. Dabei ist zu klären, wie es überhaupt zu diesen Verwerfungen kommen konnte. Und es ist zu fragen, welche Schwächen im Finanzsystem zur Krise beigetragen haben. Dann möchte ich kurz darauf eingehen, was all das für uns hier in Deutschland bedeutet. Und schließlich will ich über die Lehren sprechen, die man aus der Finanzkrise ziehen sollte.

Gleich vorweg möchte ich aber einem Missverständnis vorbeugen: Auch wenn einige deutsche Finanzinstitute mit internationalen Engagements in Schwierigkeiten geraten waren, hat das deutsche Bankensystem seine Stabilität und Funktionsfähigkeit insgesamt voll bewahrt.

## **I Ursachen und Verlauf der Finanzkrise**

Die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten bilden ein vielschichtiges Phänomen, das ein ganzes Bündel von

Ursachen hat. Lassen Sie uns das Bündel aufschnüren. Ausgangs- und Brennpunkt war der US-Wohnimmobilienmarkt. Dort gab es massive Übertreibungen. Sie ließen die Hauspreise von Anfang 2000 bis zu ihrem Höchststand im Sommer 2006 um gut 103%, und damit also auf mehr als das Doppelte, steigen. Es handelte sich um eine klassische Spekulationsblase, auch wenn das zunächst viele nicht wahrhaben wollten.

Der starke Preisanstieg lag zum einen am niedrigen Zinsniveau in den USA, das die Hypothekenkredite günstig machte, zum anderen vor allem auch daran, dass Banken und andere Immobilienfinanzierer Kredite zu leichtfertig vergeben haben.

In der Euphorie der Übertreibung wurden oft zunächst gar keine oder sehr niedrige Zinszahlungen vereinbart, die dann aber im Laufe der Zeit steigen sollten. So kauften auch viele ein Haus, die sich das eigentlich gar nicht leisten konnten.

Zwischen Ende 1999 und Ende 2007 stieg die Verschuldung der privaten Haushalte in den USA um etwa 116% an. Ihre Hypothekenschulden wuchsen sogar um 137%.

Die Kreditvergabe wurde zudem dadurch begünstigt, dass viele Kreditvermittler in den USA keiner oder einer nur unzureichenden Aufsicht durch staatliche Stellen unterliegen.

Außerdem gingen viele Beteiligte davon aus, dass die Preise am Immobilienmarkt immer weiter steigen würden. Das Kredit-

risiko für die Gläubiger erscheint unter solchen Umständen eher gering: Selbst wenn der Schuldner seine Zahlungen vollständig einstellte, wäre bei steigenden Hauspreisen der Wert der Immobilie höher als der Kreditbetrag. Viele Hauskäufer nahmen auch zusätzliche Kredite auf den gestiegenen Wert ihrer Immobilien auf, mit denen sie ihren Konsum finanzierten.

Ein wesentlicher Faktor für die Finanzkrise war also der Boom auf den US-Wohnimmobilienmärkten. Ein weiterer waren komplizierte Finanzprodukte, die wesentlich zur expansiven Kreditvergabe beigetragen haben. Die Banken behielten die vergebenen Kredite nämlich immer seltener in ihren eigenen Büchern. Stattdessen wurden sie gebündelt, nach Risikoklassen sortiert und dann sozusagen in Scheiben als strukturierte Produkte weiterverkauft.

Im Prinzip können Kreditrisiken dank dieses Transferprozesses an ein breites Spektrum von Anlegern verkauft werden, was das Risiko auf viele Schultern verteilt. In der Praxis aber kauften meist große Finanzinvestoren und auch Banken diese Produkte.

Da letztlich nicht die ursprünglichen Kreditgeber, sondern die Käufer der verbrieften Kredite das Risiko trugen, war der Anreiz zu einer genauen Prüfung der Schuldner vor der Vergabe eines Kredites schwächer als im traditionellen Bankgeschäft. Als Konsequenz wurden zu viele risikoträchtige Kredite vergeben. Zudem hatten die ursprünglichen Kreditgeber kaum noch Inter-

esse daran, die Zahlungsmoral der Schuldner und die Qualität des zu Grunde liegenden Kreditbestands auch nach der Kreditvergabe ausreichend aufmerksam zu überwachen.

Wie sich dann aber leider herausstellte, hatten die Käufer der Papiere die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen häufig unterschätzt. Außerdem haben sich die Anleger allzu sehr auf die Ratingagenturen und deren Urteile zum Kreditrisiko der Papiere verlassen. Diese Bonitätsurteile waren in vielen Fällen zu optimistisch.

Bei einigen Finanzunternehmen, die in die neuen Produkte investierten, war das Risikomanagement nicht genügend ausgefeilt. Zum einen unterschätzten sie das Kreditrisiko, das sie mit der Anlage in strukturierte Kreditprodukte eingegangen waren. Die mathematischen Modelle zur Bewertung der Risiken waren überaus kompliziert und die Berechnungen basierten zum Teil auf wenig realistischen Annahmen.

Zum anderen wurde aber auch das Risiko unterschätzt, dass es plötzlich keinen funktionsfähigen Markt mehr für einige der Finanzprodukte geben könnte. Als dieser Fall jedoch tatsächlich eintrat, konnten die Papiere nicht mehr liquidiert, also flüssig gemacht werden. Es fehlte die Käuferseite und damit die Liquidität. Dadurch wurde der Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten am Markt insgesamt eingeschränkt. Auch damit war vorher kaum gerechnet worden.

Ein weiterer Faktor, der die Lage noch komplizierter machte und damit zur Finanzkrise beitrug, war die Tatsache, dass Banken - auch deutsche - Anlagen in verbrieftete Kreditprodukte häufig über so genannte Zweckgesellschaften im Ausland getätigt hatten. Letztlich entpuppten sich diese Gesellschaften als eine Art Lagerplatz für risikoreiche Investitionen ohne ausreichende Eigenkapitalunterlegung.

Dabei hatten die involvierten Banken in der Regel die Verpflichtung übernommen, bei Finanzierungsschwierigkeiten der Zweckgesellschaften einzuspringen. Als einige dieser Gesellschaften tatsächlich in Turbulenzen gerieten, wurden, wie wir auch in Deutschland gesehen haben, die Banken in die Pflicht genommen. Schließlich übernahmen einige Banken Aktiva der Zweckgesellschaften – mit entsprechenden Verlusten – in ihre Bilanzen.

Bei alledem arbeiteten viele der Investoren mit einem großen Hebel, d.h. sie finanzierten ihre Investitionen zu einem erheblichen Teil durch eine kurzfristige Kreditaufnahme. Wenn in solchen Fällen etwas schief geht, also etwa die gekauften Finanzprodukte stark an Wert verlieren, wird es natürlich schwierig, diese Kredite zurückzuzahlen. Und die Probleme verschärfen sich. Sie können auch die kreditgebende Bank in Bedrängnis bringen.

Wie schon angedeutet, waren die neuen Finanzprodukte häufig so kompliziert, dass ihre Risiken nicht angemessen beurteilt

werden konnten. Letztlich wurden sie unterschätzt. Solange die Gewinne reichlich sprudelten, wurden die Bedenken verdrängt.

Meine Damen und Herren, all die kritischen Faktoren, die ich gerade kurz beschrieben habe, bildeten sozusagen die Elemente in einem Fass, das überlief, als die weniger kreditwürdigen amerikanischen Hauskäufer mit höheren Zinsen konfrontiert wurden. Dadurch stiegen die Ausfallraten in diesem Marktsegment. Es kam eine Negativspirale in Gang, die zunächst den Immobilienmarkt selbst betraf. So sind die Hauspreise in den USA seit ihrem Höchststand bis Ende April 2008 bereits wieder um fast 15% gesunken.

Gleichzeitig ging die Nachfrage nach einigen der neuen Finanzprodukte erheblich zurück, und dementsprechend sanken ihre Preise. Es waren aber nicht nur jene Anlagen betroffen, denen extrem risikoreiche Kredite zu Grunde lagen. Auch Papiere besserer Qualität gerieten in Generalverdacht. Wer in diesem Bereich erheblich investiert hatte - darunter leider auch einige deutsche Banken -, musste hohe Abschreibungen vornehmen. Die Tatsache, dass auch viele ausländische Anleger in US-Immobilienkredite investiert hatten, trug zur Ausbreitung der Turbulenzen über Ländergrenzen hinweg bei.

Insgesamt spielte der Verlust von Vertrauen der Marktteilnehmer in ihre eigenen Geschäftspartner eine zentrale Rolle bei den Finanzmarkturbulenzen. So scheuten Banken davor zurück (und tun dies zum Teil auch heute noch), sich gegen-

seitig längerfristig Geld zu leihen, weil sie nicht wussten, welche Risiken wohl in den Bilanzen der anderen verborgen sein könnten. Durch die Wertkorrekturen bei den Banken, aber auch die generelle Unsicherheit, fielen auch die Aktienkurse, vor allem von Finanzwerten.

Auch heute, mehr als ein dreiviertel Jahr nach Beginn der Turbulenzen, sind die Finanzmärkte, wie der amerikanische Notenbankpräsident dieser Tage zu Recht festgestellt hat, noch weit von der Normalität entfernt. Während es also noch zu früh ist für eine generelle Entwarnung, ist aber doch eine gewisse Verbesserung festzustellen. So kommen die notwendigen Korrekturen im Bankensektor allmählich voran. Je weiter die Veröffentlichung von Abschreibungen fortschreitet, desto geringer wird letztlich die Unsicherheit. Und gerade die hat ja erheblich zu den Finanzmarktverwerfungen beigetragen. Zudem haben einige wichtige Finanzinstitute ihr Kapital aufgestockt oder dies angekündigt.

Auch die Tatsache, dass sich neuerdings Investoren für die in starkem Maße schuldenfinanzierten Kreditportfolios einiger größerer Banken interessieren, könnte man als Anzeichen einer Besserung deuten. Ich füge aber hinzu, dass eine nachhaltige Besserung erst dann eintreten wird, wenn der US-Immobilienmarkt seinen Boden gefunden hat.

Als Zwischenergebnis aus der Analyse der Ereignisse seit dem letzten Sommer möchte ich jetzt vor allem noch einmal



festhalten, dass die Bedeutung einer vorsichtigen und risikoadäquaten Kreditfinanzierung mittlerweile überall klar erkannt sein dürfte. Bündelung und Weiterverkauf von Kreditrisiken können zwar im Prinzip die Effizienz und Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems erhöhen, doch komplexe Finanzprodukte erfordern Vorsicht und ein gutes Verständnis der Risiken. Sie wurden aber eher unterschätzt. Gleichzeitig wurde die Leistungsfähigkeit einiger finanzmathematischer Modelle überschätzt.

## **II      Konsequenzen für Konjunktur und Kredite**

Welche Auswirkungen hat das alles nun auf Deutschland und damit möglicherweise auch für Sie, meine Damen und Herren? Um diese Frage zu beantworten, möchte ich zunächst auf die Konjunktur und dann auf die Konditionen im Kreditgeschäft eingehen.

Die Entwicklungen im amerikanischen Immobiliensektor und auf den Finanzmärkten haben einen dämpfenden Effekt, besonders für die US-Wirtschaft. Allerdings deuten Veränderungen im Gefüge der Weltwirtschaft, beispielsweise die steigende Bedeutung asiatischer Staaten, darauf hin, dass der US-Einfluss auf das globale Wachstum geringer sein wird als in der Vergangenheit.

Was die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland betrifft, bin ich insgesamt weiterhin recht zuversichtlich. Allerdings dürfte es niemanden überraschen, wenn nach dem kraftvollen Start im 1. Quartal jetzt wieder ein ruhigerer Konjunkturverlauf zu beobachten sein wird. Dies signalisieren nicht nur verschiedene Vorlaufindikatoren. Vielmehr sind auch die Sonderfaktoren zu berücksichtigen, die den hohen Produktionszuwachs im 1. Quartal mit beeinflusst haben. Insgesamt rechnen wir in der Bundesbank damit, dass sich die Exportzuwächse nunmehr verhaltener und die Ausrüstungsinvestitionen etwas weniger dynamisch entwickeln werden. Zugleich besteht die Aussicht, dass der private Konsum seinen im Herbst vergangenen Jahres unterbrochenen Erholungsprozess fortsetzen kann.

Sehr starke Impulse gingen im 1. Quartal offenbar weiterhin von einer lebhaften Investitionstätigkeit aus. Die Exportnachfrage, insbesondere aus den neuen EU-Mitgliedstaaten und aus Asien, war ebenfalls robust. In diesem Zusammenhang sollte auch nicht vergessen werden, dass ein starker Euro zwar die Exporte außerhalb des Eurogebiets verteuert, aber gleichzeitig Importe verbilligt. Dies reduziert zum einen die Preise für die zur Produktion von Exportgütern eingesetzten Vorleistungen aus dem Ausland und wirkt zum anderen dem Inflationsdruck insgesamt entgegen. Das ist insbesondere angesichts der starken Preissteigerungen bei den Rohstoffen von Bedeutung, die überwiegend in US-Dollar fakturiert sind.

Zudem haben die Bemühungen von Unternehmen, Tarifparteien und Politik in den vergangenen Jahren die Widerstandskraft und Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft spürbar gestärkt. Besonders wichtige Beiträge hierzu haben die Restrukturierungsmaßnahmen der Unternehmen, die Lohnzurückhaltung der Arbeitnehmer und Reformen am Arbeitsmarkt geleistet.

Nun wird jedoch die Sorge geäußert, dass die Kreditverfügbarkeit durch die Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigt werden könnte. Natürlich überlegen es sich vor allem die amerikanischen Banken wieder etwas genauer, wem sie Kredit geben. Und das ist auch gut so. Die laxen Kreditvergabepraktiken in den USA waren ja schließlich eine wesentliche Ursache für die Probleme an den Finanzmärkten. Auch im Eurogebiet haben sich die Kreditkonditionen inzwischen verschärft.

Das deutsche Handwerk und den Mittelstand sehe ich durch die Finanzurbulenzen auf der Kreditseite aber kaum betroffen. Unsere Studien zum Kreditvergabeverhalten von Banken zeigen, dass in Deutschland ausreichend Kredite verfügbar sind, auch wenn die befragten Banken im 1. Quartal (wie bereits im Vorquartal) beim Kreditgeschäft mit Firmenkunden etwas strengere Maßstäbe anlegten. Allerdings waren die großen Unternehmen stärker als die kleinen und mittleren von dieser Verschärfung der Kreditstandards betroffen.

Eine aktuelle Umfrage des DIHK bestätigt dieses Ergebnis. Demnach haben sich die Finanzierungsbedingungen in Deutschland zwar leicht verschlechtert; der überwiegende Teil der Unternehmen spürt dies jedoch bisher nicht. 70% der befragten Firmen gaben an, dass sich die Bedingungen zur Aufnahme von Fremdkapital seit 2007 für sie nicht verändert hätten. 11% berichteten sogar von besseren Konditionen.

Das deutsche Bankensystem hat seine Stabilität und Funktionsfähigkeit während der Finanzmarkturbulenzen insgesamt bewahrt. Dies liegt vor allem an der in den letzten Jahren gestärkten Risikotragfähigkeit. Vor allem die solide, ortsnahe Mittelstandsfinanzierung hat sich einmal mehr bewährt.

Bei einigen Instituten mit internationalem Portfolio gab es dennoch erhebliche Probleme und teilweise beträchtlichen Abschreibungsbedarf. Als (Mit-)Eigentümerin einiger Institute hat die öffentliche Hand finanzielle Garantien gegeben. Auch die Einlagensicherung hat ihren Beitrag geleistet, etwa durch die vorübergehende Übernahme einer Hypothekenbank.

Das Stichwort Einlagensicherung gibt mir auch die Gelegenheit zu betonen, dass Ihre Ersparnisse im deutschen Bankensystem gut geschützt sind. Alle Institutsgruppen haben eigene Sicherungseinrichtungen, die weit über das von der EU geforderte Mindestmaß hinausgehen.

### **III Handlungsfelder**

Nun liegt es sowohl bei den Marktteilnehmern als auch bei den Aufsichtsbehörden, Regierungen und Zentralbanken, unser Finanzsystem wieder in ruhigeres Fahrwasser zu steuern.

Einige Maßnahmen wurden bereits ergriffen. So ist die Einführung des neuen aufsichtlichen Regelwerks „Basel II“ ein wichtiger Fortschritt.

Von großer Bedeutung ist auch, dass das Eurosystem - teilweise in Abstimmung mit anderen wichtigen Zentralbanken - den Kreditinstituten über Geldmarktgeschäfte mit hoher Flexibilität Liquidität bereitgestellt hat, da sich die Banken auch mit Blick auf die größere Unsicherheit über ihre eigenen Liquiditätsanforderungen untereinander nur zögerlich Geld leihen wollten. Dabei möchte ich ausdrücklich betonen, dass diese Geldmarktoperationen streng vom zinspolitischen Kurs der EZB zu trennen sind.

Hinzu kommt, dass die Notenbanken gewiss nicht einen Mangel an Vertrauen beheben können, den die Finanzinstitute untereinander haben. Dieses gegenseitige Vertrauen der Marktteilnehmer wieder herzustellen, zählt nach wie vor zu den wichtigsten Herausforderungen. Die betroffenen Finanzinstitute haben bereits Verluste und Risikopositionen offengelegt – und Transparenz ist auch in Zukunft vonnöten. Zudem haben viele Banken ihre Eigenkapitalbasis gestärkt.

Natürlich ist es immer noch zu früh, abschließende Lehren aus der Finanzkrise zu ziehen. Aber das heißt nicht, dass wir untätig bleiben dürfen. Verschiedene Gremien sind seit einiger Zeit mit der Aufarbeitung der Ereignisse befasst. Es werden Maßnahmen diskutiert, die die Stabilität des Finanzsystems wieder herstellen und Turbulenzen in Zukunft verhindern sollen. Auch die Bundesbank arbeitet hieran intensiv mit.

Das gilt zum Beispiel für den Bericht, den das Financial Stability Forum (FSF) im April beim Treffen der G7 Finanzminister und Notenbankgouverneure vorgestellt hat. Das FSF empfiehlt eine ganze Palette von Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des internationalen Finanzsystems. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hat - unter anderem aufbauend auf den FSF-Empfehlungen - konkrete Schritte angekündigt. Auf EU-Ebene wird ebenfalls mit Hochdruck daran gearbeitet, die Rahmenbedingungen für die Stabilität des Finanzsystems zu verbessern.

Korrekturen erscheinen insbesondere in den folgenden Bereichen erforderlich:

1. Die aufsichtlichen Regelungen zum Kapital-, Liquiditäts- und Risikomanagement der Finanzinstitute müssen gestärkt werden. Es hat sich u. a. gezeigt, dass die verwendeten Modelle zur Berechnung von Risiken oft mit Schwächen behaftet waren. Hier sind Verbesserungen nötig.

Auch wird durch Basel II ein stärkeres Augenmerk auf die Aktivitäten der Banken gerichtet, die aus den Bilanzen ausgelagert wurden. Zudem wird gegenwärtig diskutiert, ob die Kapitalanforderungen für strukturierte Produkte den jeweiligen Risiken entsprechen.

2. Es ist mehr Transparenz hinsichtlich der Risiken in den Bankbilanzen und der Bewertung der neuen Kreditprodukte erforderlich. Transparenz schafft Vertrauen auf den Märkten.

Die Bewertung von komplexen Finanzinstrumenten in den Bilanzen ist derzeit ein besonders wichtiges Thema. Die internationalen Rechnungslegungsvorschriften (IFRS) verlangen, dass Marktwerte bilanziert werden. Da komplexe, strukturierte Kreditprodukte aber zur Zeit kaum gehandelt werden können, weil die Märkte ausgetrocknet sind, gibt es kaum aktuelle Marktpreise. Das gilt übrigens nicht nur für Papiere mit wirklich schlechter Bonität, sondern auch für Wertpapiere, die durchaus eine gute Bonität haben können, für die aber wegen der Vertrauenskrise keine Nachfrage besteht.

3. Hinsichtlich der Rolle von Kredit-Ratings, auf die sich Anleger in der Vergangenheit allzu sehr verlassen haben, und der ihnen zugrundeliegenden Methoden sollten Anpassungen vorgenommen werden. Ein wichtiger Auslöser für die Turbulenzen auf den Finanzmärkten war der Verlust des Vertrauens in Ratings für strukturierte Kreditprodukte. In diesem Bereich sind

Verbesserungen unabdingbar. Die angewandten Ratingverfahren sind zu überprüfen. Auch mögliche Interessenskonflikte innerhalb der Agenturen sollten ausgeräumt werden.

Was das Bankgeschäft selbst betrifft, hat die Finanzkrise gezeigt, dass Vorsicht und Sorgfalt bei der Bonitätsprüfung und der Festlegung von Beleihungsrelationen oder bei der Bewertung von Immobilien keineswegs überholt sind. Sie können Banken vor Fehlentscheidungen bewahren. Auch das Hausbankprinzip ist keineswegs veraltet.

Meines Erachtens hat sich das klassische System der Finanzierung mit überschaubaren, verständlichen Finanzprodukten und vertrauensvoller Bank-Kunden-Beziehung, insbesondere für den Mittelstand, sehr gut bewährt - auch wenn es in den letzten Jahren vereinzelt als nicht mehr zeitgemäß abgetan worden ist.

Bei Investitionsentscheidungen an den Finanzmärkten und der Beurteilung der damit einhergehenden Risiken sollte die Suche nach Rendite die einfache Erkenntnis nicht verdrängen, dass höhere Rendite in aller Regel auch ein größeres Risiko bedeutet.

All das soll natürlich nicht heißen, dass das Rad der Entwicklung zurückgedreht werden müsste. Durch die Handelbarkeit und breitere Streuung von Kreditrisiken kann die Effizienz und Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems im Prinzip gestärkt



werden. Damit diese potentiellen Vorteile aber auch wirklich nachhaltig zum Tragen kommen, müssen die Qualitätsstandards bei der Gestaltung von komplexen Finanzprodukten jedoch höchsten Ansprüchen genügen.

Ob sich Krisen durch die Rückbesinnung auf traditionelle Tugenden tatsächlich vermeiden und mildern lassen, muss die Zukunft zeigen. Jedenfalls sollten wir aus den jüngsten Verwerfungen die entsprechenden Lehren ziehen, um wenigstens zu verhindern, dass wir dieselben Fehler zweimal machen.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

\* \* \*