

Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

Finanzmärkte unter Stress:

Verwerfungen mildern und Ursachen bekämpfen

Begrüßung auf dem Empfang der Deutschen Bundesbank anlässlich der

11. Euro Finance Week

in Frankfurt am Main

am 17. November 2008

– Es gilt das gesprochene Wort –

Zum Empfang der Bundesbank auf der Euro Finance Week heiÙe ich Sie herzlich willkommen. Auch wenn für die meisten von uns der Terminkalender überläuft und die „Reservetanks“ in den Kalendern leer sind, so ist es gerade in Zeiten der Krise notwendig, sich persönlich zu treffen und auszutauschen, um die Situation zu bewerten, um neben Problemen und Risiken auch positive Signale weiterzugeben und hierdurch einen Beitrag zur Wiedergewinnung des **Vertrauens** zu leisten, an dem es den Finanzmärkten im Augenblick mangelt.

1. Situation der Finanzmärkte

Die Finanzmarktkrise hat – wie alle großen Verwerfungen – aktuelle **Auslöser** und tiefere **Ursachen**.

Der Auslöser zu Beginn war der Rückgang der Immobilienpreise in den USA mit den bekannten Folgen für die Subprime-Kredite und die sie verbriefenden Wertpapiere. Der Auslöser für die Verschärfung der Krise seit Herbst dieses Jahres lässt sich genau datieren auf Mitte September, den Zusammenbruch der großen Investmentbank Lehman Brothers in den USA. Statt der zuvor erhofften schrittweisen Erholung der **Geld- und Kreditmärkte** kam es zu einem massiven Rückschlag,

- abzulesen an den hohen Unterschieden zwischen besicherten und unbesicherten Geldmarktkrediten (Repo-spread in der Spitze über 200 BP, z. Zt. immer noch bei 160, Stand 17.11.2008)
- abzulesen an den hohen Werten für Kreditausfallversicherungen (CDS-Prämien, die in der Spitze für deutsche Finanzwerte bei gut 140 BP lagen und aktuell immer noch bei gut 100 BP)
- abzulesen schließlich auch an den bis zu 3-stelligen Mrd.-Beträgen, die täglich auf den Konten der Einlagenfazilität des Eurosystems „geparkt“ werden, statt über die normalen Kanäle des Geldmarkts zu den dort erzielbaren höheren Zinsen verteilt zu werden.

Die Finanzmarktkrise hat in der Zwischenzeit auch Währungen und Wechselkurse unter Druck gesetzt, z. B. einiger mittel- und osteuropäischer Länder und emerging countries, vor allem solchen mit hoher Auslandsverschuldung in Fremdwährungen. Der Fall Island als Extrembeispiel hinterlässt schmerzhaft Spuren in den Bilanzen vieler deutscher Kreditinstitute. Selbst innerhalb der europäischen Währungsunion sind die Renditeunterschiede für Regierungsanleihen

(government spreads) auf ein Niveau angestiegen, das seit Beginn der Währungsunion nicht bekannt war.

Die Finanzmarktkrise beeinträchtigt in Folge dessen auch die **reale Wirtschaft**, was nicht nur an Kursentwicklung und Nervosität der Aktienmärkte, sondern auch an der Prognose des Internationalen Währungsfonds für das weltweite Wachstum zu sehen ist, das der IWF für 2009 (im November) nunmehr mit 2,2% gegenüber noch 3,0% (Oktober-Prognose) bzw. 4,4 % (Januar 2008) ansetzt.

Die sorgenvolle Frage speziell an die **Kreditwirtschaft** lautet hier: Kommt es zu einem Rückgang des Kreditangebots auf breiter Front oder bleiben die Folgen der Finanzmarktkrise auf die bekannten Einschränkungen bei großvolumigen und marktplatzierten Kredite beschränkt? Bisher jedenfalls zeigen unsere Statistiken sowohl für den Euroraum wie für Deutschland noch ein deutliches Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen (Euroraum zuletzt 9,4%, Deutschland 5,6%; jeweils auf Jahresbasis; 3- bzw. 6-Monatsraten für Deutschland 4 % bzw. 5 %). Deutschland profitiert hierbei von unserer Tradition von Universalbanken mit dem Ausgleich mehrerer Geschäftsfelder und der hohen Diversifikation der Kreditwirtschaft und ihrer Geschäftsmodelle, bei denen der Retailsektor eine deutliche Renaissance erfährt. Mit einer Verschärfung der **Kreditkonditionen** ist allerdings zu rechnen, sollten sich die Refinanzierungskosten der Institute über längere Zeit in der Nähe des aktuellen Niveaus bewegen und zugleich der Druck auf die Aktivseite der Bilanzen - auf die Bewertung vor allem strukturierter Wertpapier- und Verbriefungspositionen, bei länger dauernder Wachstumsabschwächung wohl auch auf klassische Kreditpositionen - anhalten oder zunehmen.

2. Stabilisierungsmaßnahmen von Regierungen und Notenbanken

Die Stabilisierungspakete vieler Staaten, darunter der deutschen Regierung, wirken diesen Risiken entgegen, sie haben im Bereich von G 10 und EU 27 ein Volumen von bis 3,3 Bio. Euro. Obwohl sie erst am Beginn ihrer Umsetzung sind, haben sie – medizinisch gesprochen – einen „Stopp der Blutung“ erreicht und zu einer leichten, wenn auch noch nicht durchgreifenden Beruhigung der Situation geführt. Auch die Notenbanken haben weltweit die Liquiditätsversorgung des Finanzsektors sichergestellt und hierzu auch unkonventionelle Maßnahmen ergriffen, so z. B. das Eurosystem mit Refinanzierungsoperationen zu festen Zinsen in unbegrenzter Höhe („fixed rate with full allotment“), erweiterten Zugangsmöglichkeiten zur Dollarliquidität und einem erweiterten Sicherheitenrahmen.

Was das deutsche Finanzmarktstabilisierungspaket angeht, war es möglich, dieses umfangreiche Gesetzeswerk (Inkrafttreten 17. Oktober) innerhalb ei-

ner Woche in den gesetzgebenden Körperschaften zu beraten und zu beschließen und die Anstalt für Finanzmarktstabilisierung/SoFFin in kürzester Zeit handlungsfähig zu machen.

Auch in der Krise war es möglich, an ordnungspolitisch wichtigen Grundsätzen festzuhalten:

- Das Stabilisierungspaket setzt auf Freiwilligkeit, auf Antrag und Initiative der Kreditinstitute – bei allem faktischen Zwang, der von der gewandelten Wettbewerbssituation auf den Kapitalmärkten insbesondere bei der Höhe des Kernkapitals, ausgeht.
- Das deutsche Programm ist regelbasiert und vermeidet Diskriminierungen.
- Der institutionelle Rahmen ist sorgfältig gewählt und vermeidet bei aller personellen und organisatorischen Anschubhilfe der Bundesbank für die neue Anstalt durch die organisatorische und finanzielle Trennung der SoFFin und ihrer Berichtswege eine Beeinträchtigung der Unabhängigkeit der Notenbank und eine monetäre Finanzierung von Staatsaufgaben.

Ich bin überzeugt, dass die Wahrung dieser Grundsätze – Selbstverantwortung, rechtsstaatliche Regelorientierung und Unabhängigkeit der Notenbank – einen wichtigen Beitrag zu Erfolg und Effizienz des deutschen Rettungspakets leisten werden, allerdings bei allen Beteiligten auch ein hohes Maß an Verantwortung voraussetzt.

3. Schlussfolgerungen und Lektionen

Was die Ursachen der Finanzmarktkrise und die Schlussfolgerungen hieraus angeht, werden oft die Kreditwirtschaft insgesamt und personalisiert „die Banken“ und ihre Verantwortlichen in die aus den Berichten des alten Testaments bekannte Rolle des „Sündenbocks“ gedrängt. Unabhängig davon, dass man mit personalisierten Schuldzuweisungen vorsichtig sein sollte und vom ausgestreckten Zeigefinger einer Hand zumindest drei Finger auf einen selbst zurückweisen, sollte man selbstkritisch und offen über die Ursachen der Krise nachdenken, zu denen der internationale Finanzsektor und der bestehende rechtliche Rahmen insgesamt beigetragen haben. Dies erleichtert dann die Suche nach Lösungen, die soweit möglich auf europäischer und internationaler Ebene durch ein verbessertes Regelwerk, durch ein **internationales Netzwerk von Regeln und Standards** gefunden werden müssen. Die Regierungschefs der G20-Staaten haben am vergangenen Wochenende hierzu wichtige Weichenstellungen getroffen.

Zu diesen Ursachen gehören sicher

- eine zu große Sorglosigkeit bei der marktbasierter Finanzierung und bei bestimmten Verbriefungsprodukten („resecuritisatio“)
- eine zu geringe Risikowahrnehmung vor dem Hintergrund einer jahrelang scheinbar unerschöpflich ergiebigen Marktliquidität und einer durch vergangenheitsorientierte, quantitative Risikomessverfahren geschaffenen Scheinsicherheit
- eine zu laxe Kreditkultur, die sich in einigen Ländern schon bei der Bewertung und den Beleihungsrelationen für Immobilienkredite, in anderen Ländern vor allem bei LBO's und private equity-Finanzierungen mit hoher Fremdmittelaufnahme (leverage) und entsprechend gewachsenen pipeline/warehousing-Risiken gezeigt hat.

Die jetzt in vielen Gremien auf der nationalen, europäischen und internationalen Ebene diskutierten Einzelmaßnahmen würden deshalb zu kurz greifen, wenn sie nicht mit einem Wandel des Denkens, einer Rückkehr zu bewährten Grundsätzen und Tugenden verbunden wären:

- Eine Besinnung auf den Grundsatz der Nachhaltigkeit und Langfristigkeit
- Die Betonung sinnvoller Anreizstrukturen gegenüber punktuellen Interventionen, die meist nur zu Umgehungen (Regulierungsarbitrage) führen.
- Die Betonung gleicher Regeln für wirtschaftlich gleiche Sachverhalte, egal ob sie sich innerhalb oder außerhalb der Bilanz abspielen, ob sie bei regulierten Kreditinstituten, bei „Schattenbanken“ oder near banks vorkommen.
- Die Erinnerung daran, dass die **Komplexität** von Finanzprodukten und Konstruktionen oft weniger einen Ausweis eigener Leistungsfähigkeit als ein zusätzliches Risiko bedeutet und die Anfälligkeit von Finanzprodukten umso größer ist, je weniger sie den eigentlichen realwirtschaftlichen Kern, den eigentlichen Dienstleistungszweck erkennen lassen.

Vor allem das Prinzip der Nachhaltigkeit, das zunächst im 18. Jahrhundert in der Forstwirtschaft entwickelt, später auf die Ökologie übertragen wurde, bedarf der Umsetzung in die Finanzwirtschaft. Dies betrifft z. B. Kreditvergabepraktiken, die auf praktisch immerwährenden Wertzuwachs nach Zeitwertgrundsätzen ausge-

richtet sind (z. B. equity withdrawal), dies bedeutet Vorsicht beim großvolumigen Einsatz von Finanzinstrumenten, bei denen noch nicht Erfahrungen über einen vollen Kreditzyklus vorliegen; dies betrifft die Ausrichtung der Vergütungssysteme (compensation schemes); dies betrifft schließlich auch die Bilanzierungs- und Bewertungsregeln, die im Hinblick auf Volatilität und Prozyklik, vor allem aber im Hinblick auf die Nachhaltigkeit des ausgewiesenen Gewinnes hin zu überprüfen sind.

Ein ergänzender Ausweis des realisierten Gewinns über den oft auf volatilen Marktwertschätzungen beruhenden Fair value-Gewinn hinaus, könnte hier hilfreich sein (vgl. in diese Richtung geht auch das jüngste Jahresgutachten des Sachverständigenrats) Ein weiteres Beispiel hierzu ist etwa die diskriminierungsfreie Zulassung der discounted cash flow Methode bei der Bewertung von Bilanzaktiva. Hier geht es um eine fundamentale, an den tatsächlichen Zahlungsströmen orientierte Methode des „true and fair view“, die dem Grundsatz der Bilanzwahrheit entspricht, zugleich aber die gefährlichen Spiraleffekte des Fair value-Ansatzes vermeidet.

Auch bei der Überprüfung der aufsichtlichen Regeln, wie sie im Augenblick vom Baseler Ausschuss, der Europäischen Kommission und dem Financial Stability Forum vorangetrieben werden, muss es vor allem darum gehen, im Sinne der Nachhaltigkeit die Eigenkapitalunterlegung von Risikopositionen, die sich als inadäquat erwiesen haben, zu verbessern und Regulierungsarbitrage zu vermeiden. Dies gilt etwa für die stärkere Unterlegung von Risiken im Handelsbuch im Vergleich zum Bankenbuch (sog. incremental risk charge); Dies gilt für die nachhaltige Eigenkapitalunterlegung bestimmter Wiederverbriefungspositionen und Liquiditätsfazilitäten, sowie die von der EU-Kommission geplante Ausdehnung der Großkreditregeln auch gegenüber allen Forderungen an Zweckgesellschaften. Ein weiterer, wenn auch bei der Kreditwirtschaft nicht beliebter Punkt ist die Frage, inwieweit bei Verbriefungen (originate-to-distribute model) ein Selbstbehalt („ownership stake“) des Urhebers (Originator) vorgeschrieben werden soll. Wenn auch viele Details noch offen und nicht einfach zu regeln sind, halte ich doch den Grundgedanken für richtig: Ohne eine verbesserte Anreizstruktur, ohne Klarheit für den Investor, dass der Urheber einer Verbriefung in allen Tranchen im Risiko bleibt und sich deshalb um Kreditqualität und Kreditmonitoring kümmert, wird es schwer sein, das Vertrauen in den Verbriefungssektor zurückzuholen.

Jedenfalls was die bankaufsichtlichen Regeln angeht, scheint mir die Verstärkung der „risikoorientierten Leitplanken“ des Systems besser zu sein als die (zusätzliche) Einführung konkurrierender Systeme, etwa einer leverage ratio, die aus

den USA stammt, dort aber bekanntlich die Krise nicht verhindert hat und – z. B. durch die Ausklammerung außerbilanzieller Positionen - zu Fehlanreizen geführt hat.

Meine Damen und Herren, ich hoffe, mit diesen notgedrungen verkürzten Bemerkungen den Appetit sowohl auf das Buffet wie den Appetit auf gute Gespräche nicht beeinträchtigt zu haben. Was die angebotene „Liquidität“ angeht, ist sie – wie bei Notenbanken derzeit üblich – reichlich, hat aber einen wesentlichen zusätzlichen Vorteil: Sie müssen dafür keinerlei Sicherheiten vorlegen oder Zinsen entrichten.

* * *