

**Prof. Dr. Axel A. Weber**  
Präsident  
der Deutschen Bundesbank

## **Globale Finanzkrise – Reaktionen und Lehren**

Rede bei der 60. Jahresversammlung des  
ifo Instituts für Wirtschaftsforschung

in München  
am 23. Juni 2009

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 15

---

## INHALT

1	Begrüßung .....	2
2	Finanzmarktkrise: Rückblick und Standortbestimmung .....	3
3	Die Rolle der Geldpolitik in der Finanzkrise .....	5
4	Überarbeitung in der Finanzmarktarchitektur .....	8
	4.1 Stärkung der Systemorientierung .....	10
	4.2 Regulatorische Erfassung des Schattenbankensystems .....	12
5	Schluss .....	14

### 1 Begrüßung

Sehr geehrter Herr Sinn,

meine sehr geehrten Damen und Herren,

der Einladung zur 60. Jahresversammlung des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung bin ich gerne gefolgt und begrüße Sie alle recht herzlich. Dabei möchte ich die Gelegenheit nutzen, Ihnen Herr Sinn, stellvertretend für all ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, zum 60jährigen Bestehen des Ifo Instituts zu gratulieren. In seiner 60jährigen Geschichte hat das Ifo Institut das ständige Auf und Ab im konjunkturellen Zyklus beobachtet und eine Reihe von Krisen miterlebt. Die Finanz- und Wirtschaftskrise, in der wir uns momentan befinden, stellt jedoch, was Ausmaß und Schärfe angeht, ohne Frage alle früheren Krisen in den Schatten. Seit nun bald zwei Jahren hält die Finanzmarktkrise die Welt in Atem. Neben den umfangreichen Rettungsmaßnahmen, die von Regierungen und Notenbanken weltweit getroffen

wurden, lassen uns die Fragen nach den Krisenursachen und den Lehren, die wir aus der Krise ziehen sollten, nicht zur Ruhe kommen.

## **2 Finanzmarktkrise: Rückblick und Standortbestimmung**

Die internationale Finanzarchitektur wurde im Zuge der globalen Finanzkrise in ihren Grundfesten erschüttert. Dabei bildete der massive Vertrauensschock in Folge des Zusammenbruchs der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers den Höhepunkt der Verwerfungen. Auf die Frage nach den Krisenursachen gibt es keine einfache Antwort. Dennoch möchte ich heute auf eine ausführliche Ursachenanalyse verzichten und nur die grundlegenden Elemente nennen, deren Kombination den Nährboden für die Krise bereitet hat.

Auf der Mikroebene gab es eine ganze Reihe von Fehlentwicklungen, die in der Summe die Stabilität des Finanzsystems erheblich beeinträchtigt haben. Hierunter fallen mangelnde Qualitätsstandards im Verbriefungsprozess ebenso wie Fehler im Risikomanagement einzelner Institute, die im Laufe der Krise zu Tage getreten sind. Beides manifestierte sich in einer massiven Ausweitung des „Originate to Distribute“ (OTD) – Geschäftsmodells, die weit über ein gesundes Maß einer effizienteren Kreditrisikoverteilung hinausging. Zum anderen wurde das rasche Wachstum sowohl des Kreditvolumens als auch der darauf aufsetzenden Märkte für die Transformation und den Transfer von Kreditrisiken durch das anhaltend günstige makroökonomische Umfeld gestützt. Ein jahrelang robustes Wachstum der Weltwirtschaft in Verbindung mit meist niedrigen Inflationsraten, niedrigem Zinsniveau, steigenden Vermögenspreisen und geringen Kreditausfallraten verschleierte den stetigen Anstieg des Verschul-

dungsgrades und ließ Warnungen der Zentralbanken und anderer Organisationen ungehört verhallen. Diese Begünstigung von Übertreibungen durch das makroökonomische Umfeld ist ein durchaus bekanntes Phänomen im Vorfeld von Finanzkrisen, dem alle Finanzmarktakteure zu wenig Bedeutung beigegeben haben.

Die globale Dimension der Krise und die Schwere der Verwerfungen in Folge der Lehman-Insolvenz machten weltweit rasche und massive Eingriffe von Regierungen und Zentralbanken erforderlich. Nur so konnte der gefährliche Kreislauf aus Vertrauensverlusten, Austrocknen der Interbankenmärkte und drohenden Bankinsolvenzen durchbrochen werden, der zudem durch die wechselseitige Rückkoppelung mit der realwirtschaftlichen Entwicklung verstärkt zu werden drohte. Von Seiten der Finanzpolitik wurden weltweit umfangreiche Rettungspakte zur Stabilisierung des Banken- und Finanzsystems verabschiedet. Die erste Generation dieser Programme setzt vor allem auf der Passivseite der Bankbilanzen an, indem sie mittels Rekapitalisierung und Garantiegewährung in Liquiditätsschwierigkeiten geratene Institute unterstützt. Derzeit wird in mehreren Ländern eine zweite Generation von Rettungspaketen verabschiedet, deren Fokus unter dem Schlagwort „Bad Bank“ auf der Unsicherheit über die Solidität der Banken auf der Aktivseite liegt.

Wenngleich die Notwendigkeit der getroffenen Maßnahmen unbestritten ist, darf nicht außer Acht gelassen werden, dass diese – ebenso wie die verabschiedeten Konjunkturprogramme, die Herr Sinn bereits angesprochen hat – eine erhebliche Belastung für die öffentlichen Haushalte darstellen. Diese Be-

---

lastungen sollten von den Regierungen Ernst genommen werden. Insbesondere bedarf es glaubwürdiger Konzepte, wie die Haushaltsdefizite mit Überwindung des Tiefpunktes der Krise wieder zurückgefahren werden können. Dies gilt umso mehr, als die fiskalischen Impulse ihre volle Wirkung nur dann entfalten, wenn das Vertrauen in die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen gewahrt bleibt.

### **3 Die Rolle der Geldpolitik in der Finanzkrise**

Die Geldpolitik lieferte neben der Finanzpolitik von Anfang an einen wichtigen Beitrag zur Krisenbewältigung. Nur durch das entschlossene Eingreifen der Notenbanken weltweit konnte nach der Verschärfung der Krise im Herbst letzten Jahres eine Kernschmelze an den Finanzmärkten verhindert werden. Die starken Vertrauensverluste in Folge der Lehman-Insolvenz zogen, wie eben schon angedeutet, insbesondere den Interbankenmarkt stark in Mitleidenschaft. Dies äußerte sich sowohl in einem drastischen Anstieg der Risikoaufschläge als auch in einem scharfen Einbruch der gehandelten Volumina.

Das Eurosystem reagierte auf die resultierende akute Liquiditätsverknappung durch eine deutliche Lockerung der Geldpolitik, insbesondere in Form einer nochmals massiven Ausweitung der krisenbedingt ohnehin schon großzügigen Liquiditätsbereitstellung. So wurde der Leitzins im Eurosystem seit Oktober letzten Jahres um insgesamt 325 Basispunkte auf 1% gesenkt. Damit hat der EZB-Rat den Zinssenkungsspielraum, der sich angesichts der nachlassenden Inflationsrisiken und einer dramatischen Verschlechterung der konjunkturellen Lage ergeben hat, genutzt und hierdurch einen erheblichen konjunkturellen

Impuls gesetzt. Eine weitere Lockerung ergab sich durch eine geänderte Art der Liquiditätszuteilung bei den Refinanzierungsoperationen, indem diese vom Zinstenderverfahren auf das Mengentenderverfahren mit voller Zuteilung umgestellt wurden. Seither können sich die Geschäftspartner des Eurosystems gegen den Nachweis von Sicherheiten zum Hauptrefinanzierungssatz in jeder beliebigen Höhe refinanzieren.

Ganz bewusst hat das Eurosystem den Bankensektor ins Zentrum seiner liquiditätspolitischen Maßnahmen gestellt. Denn im Unterschied zum US-amerikanischen Finanzsystem ist das Finanzsystem im Euro-Raum bankbasierter – ein Großteil der Refinanzierung im Unternehmenssektor erfolgt nach wie vor über Bankkredite. Die Emission privater Schuldtitel wird hingegen nur durch einen vergleichsweise kleinen Kreis von Unternehmen genutzt. Ziel des Eurosystems ist es daher, dass solvente Banken weiterhin Zugang zu Liquidität haben und somit in der Lage sind, Kredite zu marktgerechten Konditionen an den Unternehmenssektor und die privaten Haushalte zu vergeben. Dieser Fokussierung ist das Eurosystem auch mit seinen jüngsten geldpolitischen Beschlüssen treu geblieben. Diese zielen darauf ab, die Kreditvergabe im Euro-Raum weiter zu unterstützen und zudem einen anhaltenden Rückgang der längerfristigen Geldmarktsätze zu fördern.

So hat der EZB-Rat Anfang Mai das Laufzeitenspektrum der Refinanzierungsgeschäfte durch die Einführung von Tendern mit einer Laufzeit von 12 Monaten ausgedehnt. Dieses neue Refinanzierungsgeschäft wird als Festzinstender mit voller Zuteilung durchgeführt. Dabei liegt der Zinssatz bei der heute statt-

---

findenden ersten Ausschreibung – wie derzeit bei allen Tendern – in Höhe des Hauptrefinanzierungssatzes im Eurosystem. Für die folgenden Ausschreibungen behält sich das Eurosystem vor, in Abhängigkeit der wirtschaftlichen Lage zur Zeit der Ausschreibungen einen Zinsaufschlag zum Hauptrefinanzierungssatz vorzunehmen. Ich gehe davon aus, dass der 12-Monats-Tender stark nachgefragt wird und zu einem weiteren Rückgang der Spreads gerade für längere Laufzeiten führt. Komplementär zu der steigenden Nachfrage nach längerfristigen Tendern dürfte sich die Nachfrage nach Refinanzierungsgeschäften kürzerer Laufzeiten verringern.

Zudem wurde ein Ankaufprogramm für Covered Bonds im Umfang von 60 Mrd. € beschlossen. Von letzterem verspricht man sich eine Belebung des Marktes für diese Anleihen, der im Zuge der Krise merklich unter Druck geraten ist. Im Idealfall könnten sich sinkende Spreads und eine Zunahme des Handelsvolumens in diesem Marktsegment auch auf andere Marktsegmente positiv auswirken, deren Produkte in einer Substitutionsbeziehung zu Covered Bonds stehen. Mittelbar dürfte davon über verbesserte Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken auch deren Kreditvergabeverhalten positiv beeinflusst werden. Mit diesem umfangreichen Maßnahmenbündel wird das Eurosystem den besonderen Herausforderungen, die sich durch die Finanzkrise stellen, gerecht. Darüber hinausgehende Schritte sind derzeit nicht erforderlich.

Perspektivisch stellt sich eine andere Frage, nämlich wie in der Zukunft die nun reichlich und über ein breites Spektrum von Laufzeiten und Instrumenten bereitgestellte Liquidität wieder zurückgeführt werden kann. Ein rechtzeitiges Ab-

schöpfen der Liquidität ist zum einen dem Ziel der Preisniveaustabilität geschuldet, das nach wie vor unbestritten das Hauptziel jeder geldpolitischen Entscheidung des Eurosystems darstellt. Zum anderen gilt es, zukünftige Krisen zu vermeiden. Denn die Vergangenheit hat gezeigt, dass eine dauerhaft allzu großzügige Liquiditätsversorgung der globalen Finanzmärkte in Verbindung mit einem sehr niedrigen Zinsniveau den Aufbau von Vermögenspreisblasen begünstigt.

Technisch gesehen erlauben die in der Krise eingesetzten geldpolitischen Instrumente eine vergleichsweise einfache Rückführung der Liquidität. Es wird jedoch darauf ankommen, den richtigen Zeitpunkt auszuloten. Einerseits muss die Entscheidung mit Hinblick auf zukünftige Risiken für die Preisstabilität vorausschauend getroffen werden, d.h. bevor sich der Preisdruck in der Inflationsrate niederschlägt. Andererseits gilt es, eine zu frühe Zurückführung angesichts der konjunkturellen Belastungen zu vermeiden. Das Eurosystem wird auch in nächster Zeit alle Entwicklungen aufmerksam beobachten, um dieser schwierigen Abwägung gerecht zu werden.

## **4 Überarbeitung in der Finanzmarktarchitektur**

Die gerade angesprochenen Maßnahmen fallen alle in den Bereich des aktuellen Krisenmanagements. Für eine nachhaltige Rückkehr zu Vertrauen und Stabilität im Finanzsystem ist aber entscheidend, dass wir aus den Fehlern der Vergangenheit lernen und die Rahmenbedingungen entsprechend anpassen. Eine solche gründliche Aufarbeitung der Geschehnisse durch Finanzmarktakteure, Regulatoren und Zentralbanken gebieten allein schon die hohen ge-

samtwirtschaftlichen Kosten der Krise, ganz zu schweigen von dem erheblichen Vertrauensverlust der Öffentlichkeit in das Finanzsystem. Dabei steht außer Frage, dass es zur sinnvollen Anpassung der Finanzmarktarchitektur einer internationalen Abstimmung bedarf. Hiervon zeugen sowohl die Schnelligkeit und Stärke, mit denen sich die Finanzmarktkrise um den Globus verteilt hat, als auch die Tatsache, dass gerade diejenigen Länder direkt betroffen waren, deren Finanzsysteme für krisenresistent gehalten wurden – nämlich hochentwickelte Volkswirtschaften mit regulierten und beaufsichtigten Marktteilnehmern.

Der derzeit weltweit verfolgte Anpassungsprozess geht grundsätzlich in zwei Richtungen. Neben der Stärkung und Ergänzung des bestehenden Aufsichtsrahmens findet eine grundlegende Auseinandersetzung mit dem regulatorischen Rahmenwerk statt. Durch Letzteres wird der Tatsache Rechnung getragen, dass neben den Auswüchsen der Finanzmarktinnovationen auch viele alt bekannte Elemente – wie ein günstiges makroökonomisches Umfeld – zum Entstehen der Krise beigetragen haben. Im Folgenden werde ich zunächst auf die Stärkung der Systemorientierung eingehen, die bei der grundsätzlichen Auseinandersetzung mit dem regulatorischen Aufsichtsrahmen in den Mittelpunkt gerückt ist. Anschließend daran möchte ich mit der regulatorischen Erfassung des Schattenbankensystems einen Aspekt der notwendigen Erweiterung des regulatorischen Rahmenwerks aufgreifen.

#### 4.1 Stärkung der Systemorientierung

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass eine noch so gute mikroprudenzielle, d.h. auf den einzelnen Finanzmarktakteur abstellende, Aufsicht unvollkommen bleiben muss, wenn nicht auch Systemrisiken mit in den Blick genommen werden – auch hier gilt also, dass das Ganze mehr ist als die Summe seiner Teile. Aus diesem Grund besteht das langfristig wichtigste Vorhaben für die Stabilität des Finanzsystems ohne Frage in der Stärkung der Systemorientierung. Dazu bedarf es einer ganzen Reihe von Anpassungen der internationalen Finanzarchitektur. Die Forderung nach einer angemessenen Regulierung aller systemrelevanten Marktteilnehmer – auf die ich an späterer Stelle noch genauer eingehen werde – kann dabei als eine notwendige Bedingung angesehen werden, die erfüllt sein muss, damit Systemrisiken berücksichtigt werden können. Darüber hinaus sind es im Wesentlichen drei Bereiche, an denen angesetzt werden muss, um eine Stärkung der Systemorientierung hinreichend zu verwirklichen.

Erstens bedarf es einer Verbesserung der Stabilitätsanalyse auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene, das heißt der makroprudenziellen Aufsicht. Zweitens muss das Zusammenspiel mikro- und makroprudenzieller Faktoren besser erfasst werden. Spätestens der Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers hat deutlich gemacht, dass mikro- und makroprudenzielle Stabilität nicht unabhängig voneinander betrachtet werden können. Tatsächlich gibt es eine große Überschneidung der beiden Bereiche. Drittens müssen die Ergebnisse der Finanzstabilitätsanalyse verstärkt Eingang in die laufende Bankenaufsicht, die Regulierung und damit das Verhalten der Finanzmarktakteure finden. Denn jede Finanzstabilitätsanalyse wird wirkungslos bleiben, solange sie

Schwachstellen im Finanzsystem aufdeckt, ohne den Grundstein für konkrete, risikomindernde Maßnahmen zu legen.

Zur Verbesserung der Stabilitätsanalyse auf der Makroebene haben sich die Staats- und Regierungschefs der EU bei ihrem Treffen Ende vergangener Woche auf die Schaffung eines European Systemic Risk Boards (ESRB) nach den Vorschlägen der De-Larosière-Gruppe geeinigt. Dieses Gremium soll zum Ziel haben, Systemrisiken frühzeitig zu erkennen, und sich aus Vertretern von nationalen Notenbanken, Aufsichtsbehörden, der EU-Kommission und anderen wichtigen Akteuren zusammensetzen. Ich begrüße diesen Vorschlag im Grundsatz ausdrücklich. Wichtig für eine effektive Rolle dieses Gremiums in der makroprudenziellen Beobachtung wird aber sein, die Analyse und die Kommunikation der entsprechenden Sachverhalte so weit wie möglich von politischen Einflüssen frei zu halten. Zudem ist darauf zu achten, dass die nationalen Zentralbanken ausreichend stark in dem Lenkungsausschuss dieses Gremiums repräsentiert sind. Um zu gewährleisten, dass die Gewichtung des Lenkungsausschusses der des gesamten Gremiums entspricht, sollten fünf Vertreter von Nationalen Zentralbanken dem Lenkungsausschuss angehören.

Auch zu einer besseren Erfassung des Zusammenspiels mikro- und makroprudenzieller Faktoren werden derzeit Bemühungen auf der internationalen, der europäischen und der nationalen Ebene vorangetrieben. So werden der stärker in der makroprudenziellen Analyse tätige Internationale Währungsfonds (IWF) und das näher am Finanzsystem angesiedelte Forum für Finanzstabilität (FSF) ihre Zusammenarbeit intensivieren. Ähnliches ist in Europa

zwischen dem Bankenaufsichtsausschuss der europäischen Zentralbanken (Banking Supervision Committee – BSC) und dem Ausschuss der europäischen Bankenaufseher (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) vorgesehen. Auch innerhalb der Bundesbank wird die Finanzstabilitätsanalyse eine noch größere Bedeutung einnehmen. Wir haben unsere Expertise auf diesem Gebiet seit 1. Mai 2009 in einem neuen Zentralbereich „Finanzstabilität“ zusammengefasst.

Schließlich besteht auf europäischer Ebene Einvernehmen darüber, dass die Ergebnisse des ESRB verstärkt bei bankaufsichtlichen Tätigkeiten berücksichtigt werden müssen.

#### **4.2 Regulatorische Erfassung des Schattenbankensystems**

Um die Finanzmarktaufsicht und -regulierung nachhaltig zu verbessern, ist es nicht allein ausreichend, die makroprudenziellen Aspekte in der mikroprudenziellen Aufsicht stärker als bislang zu berücksichtigen und das Kernbankensystem strenger zu regulieren. Ebenso von Nöten ist eine angemessene regulatorische Erfassung des sogenannten Schattenbankensystems, das heißt der Auslagerung von Tätigkeiten, die funktional Bankgeschäfte darstellen, in Bereiche, die nicht der Bankaufsicht unterliegen. Dieses spielte vor und während der Krise eine nicht unbedeutende Rolle. So hat der Ankauf von Kreditverbriefungen durch spezielle Zweckgesellschaften, den massiven Anstieg des Verschuldungsgrades im globalen Finanzsystem, der der Krise vorausgegangen ist, begünstigt. Zudem hat der schnelle Abbau gehebelter Positionen in der stark gewachsenen Hedgefondsbranche zu Marktvolatilität und einer Krisen-

verschärfung beigetragen. Insbesondere nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers sahen sich Hedgefonds vielfach gezwungen durch Notverkäufe ihre Fremdkapitalverschuldung abzubauen. Vor diesem Hintergrund haben es sich die G20 Staaten zum Ziel gesetzt, alle systemrelevanten Marktteilnehmer angemessen zu überwachen und zu regulieren.

Während die Regulierungslücken bei der Behandlung von außerbilanziellen Zweckgesellschaften mit den vorgenommenen Anpassungen am Baseler Rahmenwerk im Wesentlichen geschlossen wurden, sind an anderer Stelle die Abstimmungen auf europäischer und internationaler Ebene noch in vollem Gange. So werden derzeit beispielsweise Regelungen für eine adäquate Erfassung von Hedgefonds durch die Finanzaufsicht diskutiert. Die EU-Kommission hat erst kürzlich einen Richtlinienentwurf zur Regulierung von Managern alternativer Investmentfonds – worunter auch Hedgefonds fallen – herausgebracht. Der Entwurf sieht neben einer EU-weiten Zulassungspflicht der Fondsmanager umfangreiche Transparenzanforderungen gegenüber den Investoren vor. Zudem werden Offenlegungsanforderungen und Berichtspflichten gegenüber Aufsichtsstellen für systemisch relevante Fonds sowie grundlegende Anforderungen an das Risikomanagement festgelegt.

Grundsätzlich sind diese Ansätze zu begrüßen. Die geforderten Offenlegungs- und Berichtspflichten für Hedgefonds können einen wichtigen Beitrag zur Transparenz des Sektors leisten. Diese wiederum ermöglicht es den Anlegern, Risiken besser einzuschätzen, und fördert hierdurch die Marktdisziplin. Zudem macht die höhere Transparenz gegenüber Aufsichtsbehörden eine frühzeitige

---

Erfassung potenzieller Risiken für die Finanzstabilität möglich. In vielen Fragen bedarf der insgesamt sehr breit angelegte Entwurf allerdings noch einer Klärung und Präzisierung der Vorschläge. Dabei muss darauf geachtet werden, dass der Hauptzweck der Initiative nicht aus dem Blickfeld gerät. Dieser besteht darin, eine bessere Überwachung vor allem solcher Fonds zu erreichen, die Hebel einsetzen und von denen insoweit potenzielle systemische Risiken ausgehen. Außerdem stellt eine europäische Lösung nur einen ersten wichtigen Schritt zu einer besseren Überwachung von weltweit tätigen Hedgefonds dar. Diese sollte Vorbildcharakter für einen Konsens auf globaler Ebene haben. Denn bei einem europäischen Alleingang bestünde die Gefahr einer geringeren Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Marktteilnehmer. Schließlich würde eine Abwanderung der Fonds an außereuropäische Finanzplätze mit dem Zweck der Regelung, globale Risiken für die Stabilität des Finanzsystems zu begrenzen, kollidieren. Aus diesem Grund, sollte darauf geachtet werden, dass bei der derzeit auf internationaler Ebene in Angriff genommenen Etablierung von "Best Practices" für die Hedgefondsbranche angemessene Standards insbesondere für die Offenlegung und das Risikomanagement festgelegt werden.

## 5 Schluss

Sehr geehrte Damen und Herren, es gibt viele Baustellen in der internationalen Finanzarchitektur. Dabei sind die Architekten Regierungen, Notenbanken und Aufseher aus allen Herren Ländern. In diesem Sinne ist nicht nur die Finanzkrise einmalig, sondern auch die aus der Krise heraus entstandene Bereitschaft der internationalen Staatengemeinschaft in Aufsichtsfragen zu kooperie-

ren. Allerdings wird diese Bereitschaft nicht ewig fortbestehen. Deswegen gilt es hart daran zu arbeiten, dass die einzelnen Bauabschnitte zügig vorankommen. Oder anders formuliert: Den auf dem G20-Gipfel der Staats- und Regierungschefs am 2. April in London vereinbarten Absichtserklärungen müssen nun verbindliche Abkommen zu Aufsichts- und Regulierungsfragen folgen.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

\* \* \*