

Professor Dr. Axel A. Weber
Präsident
der Deutschen Bundesbank

**Stabilisierung des Finanzsystems – Lehren und bleibende
Herausforderungen**

Leipzig
26. November 2009

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 9

Inhaltsverzeichnis

1	Begrüßung	2
2	Überblick über Ursachen der Krise	3
3	Lehren.....	5
	3.1 Krisenmanagement	5
	3.2 Regulierung und Aufsichtsstruktur.....	7
4	Schluss	9

1 Begrüßung

Liebe Studentinnen und Studenten,
sehr geehrte Damen und Herren,

ich freue mich, heute im Rahmen des Leipziger Seminars Ökonomie und Praxis zu Ihnen sprechen und mit Ihnen diskutieren zu dürfen. Dabei werde ich mich den Fragen widmen, die im Zuge der Finanzkrise aufgeworfen wurden. Wegen der anstehenden Sitzung des EZB-Rats am 03. Dezember und der damit einhergehenden sogenannten Purdah-Periode in der Woche davor werde ich heute nichts zur aktuellen Geldpolitik des Eurosystems sagen.

Die Finanzkrise kann als ein globaler Schock beschrieben werden, der sich ausgehend von dem amerikanischen Häusermarkt auf die global vernetzten Finanzmärkte ausgebreitet hat und seinen Höhepunkt im Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers fand. Im Anschluss an dieses einschneidende Ereignis griff der Schock, der bis zu diesem Zeitpunkt auf die Finanzmärkte beschränkt geblieben war, im Herbst letzten Jahres auf die Realwirtschaft über und führte zu einem dramatischen Einbruch der globalen Wirtschaftstätigkeit. Um die notwendigen Lehren aus den Ereignissen der letzten zwei Jahre ziehen zu können, müssen wir zunächst identifizieren, welche Ursachen die Finanzkrise hatte. Lassen Sie mich aus diesem Grund mit einem Überblick über die Ursachen der Krise beginnen.

2 Überblick über Ursachen der Krise

Aus europäischer Perspektive könnte man dazu neigen, die Finanzkrise als exogenen Schock am US-amerikanischen Häusermarkt zu sehen, dessen Ausläufer die globalen Finanzmärkte erschüttert haben. Diese Sicht greift jedoch zu kurz. Die entscheidende Frage lautet nämlich, wie es geschehen konnte, dass das Platzen der Immobilienpreisblase in den USA derart schwere Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten nach sich zog, die zudem in Umfang und Ausmaß für die meisten Ökonomen überraschend kamen. In diesem Sinne stellen die Verwerfungen am US-amerikanischen Häusermarkt zwar den Auslöser nicht jedoch die alleinige Ursache der Finanzkrise dar.

Von dieser Erkenntnis ausgehend verlaufen die Spuren, auf die man bei der Ursachenanalyse trifft, grob gesprochen in zwei Richtungen. Während die erste Fährte auf die mikroökonomische Ebene führt und Fehlentwicklungen im Verhalten und Lücken in der Regulierung einzelner Finanzmarktteilnehmer aufdeckt, gelangt man der zweiten Fährte folgend zu Fehlentwicklungen im makroökonomischen Bereich.

Auf der mikroökonomischen Ebene sind es vor allem falsch gesetzte Anreize, die zum Entstehen der Finanzkrise beigetragen haben, sei es aufgrund von mangelnder Transparenz, unzureichenden regulatorischen Rahmenbedingungen oder dem uns Ökonomen so vertrauten Phänomen des Moral Hazard. An prominenter Stelle stehen dabei die Entwicklungen am Verbriefungsmarkt, über den sich die Verwerfungen am US-amerikanischen Häusermarkt auf die weltweiten Finanzmärkte ausgeweitet haben. Alle drei der genannten Ursachen für Fehlentwicklungen sind hier aufgetreten und haben in der Summe dazu geführt, dass die grundsätzlich positiven Effekte eines Kreditrisikotransfers durch eine massive Ausweitung des „originate-to-distribute“-Geschäftsmodells konterkariert wurden. So minderte die im Laufe des Verbriefungs- und Transferprozesses erfolgte Trennung zwischen Kreditvergabe und Risikoübernahme den Anreiz des ursprünglichen Kreditgebers, die Kreditnehmer ausreichend zu kontrollieren – ein typischer Fall des Moral Hazard. Darüber hinaus fehlte die dis-

ziplinierende Wirkung markteigener Korrekturmechanismen aufgrund mangelnder Transparenz und regulatorischer Lücken. So wurde das den Verbriefungen zugrunde liegende Kreditrisiko sowohl von Geschäftspartnern als auch Aktionären der Kredithalter unterschätzt oder gar nicht erst wahrgenommen, da es in Zweckgesellschaften ausgelagert nicht mehr in den Bilanzen der Finanzinstitute erscheinen musste.

Falsche Anreize sind aber auch bei den Vergütungsmechanismen für Manager und Händler zu Tage getreten. Diese begünstigten eine exzessive Risikoübernahme, indem sie kurzfristige Umsatzsteigerungen anstelle von langfristiger Profitabilität der eingegangenen Investments belohnten. Schließlich wiesen auf der Einzelinstitutsebene Risiko- und Liquiditätsmanagement zum Teil deutliche Mängel auf.

In makroökonomischen Größenordnungen gedacht sind es vor allem drei Bereiche, die im Zusammenhang mit den Ursachen der Finanzkrise im Zentrum der Diskussion stehen. Erstens wurde die systemische Bedeutung von Akteuren und Entwicklungen an den Finanzmärkten unterschätzt. Dies gilt sowohl für den bislang regulatorisch nicht erfassten Schatzenbankensektor als auch für die Größe und Systemrelevanz einzelner Finanzinstitute. Die Finanzkrise hat eindrücklich gezeigt, dass die notwendige Regulierung auf der Ebene einzelner Institute nicht hinreichend ist, um Finanzstabilität zu gewährleisten.

Zweitens richtet sich das Augenmerk auf das makroökonomische Umfeld im Vorfeld der Krise, insofern es nämlich zur Entstehung der Übertreibungen und der groben Unterschätzung von Risiken beigetragen oder diese zumindest begünstigt hat. So wurde das rasche Wachstum der Kredit- und Kreditrisikotransfermärkte durch das anhaltend günstige makroökonomische Umfeld gestützt. Ein jahrelang robustes Wachstum der Weltwirtschaft in Verbindung mit meist niedrigen Inflationsraten, niedrigem Zinsniveau, geringen Kreditausfallraten und steigenden Vermögenspreisen verschleierte den stetigen Anstieg des Verschuldungsgrades und ließ Warnungen der Zentralbanken und anderer Organisationen ungehört verschallen. Diese Begünstigung von Übertreibungen durch ein günstiges makroökonomisches Umfeld

ist ein durchaus bekanntes Phänomen im Vorfeld von Marktverwerfungen. Schwieriger ist jedoch die Frage, wie ihm adäquat zu begegnen ist.

Drittens sind die internationalen globalen Ungleichgewichte verstärkt in den Blickpunkt geraten: zum einen hinsichtlich der Rolle, die sie beim Entstehen der Finanzkrise insbesondere mit Blick auf das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA gespielt haben, zum anderen mit Blick auf die Frage, welche tieferen Ursachen dem ungleichen Konsum- und Sparverhalten zugrunde liegen und wie diesen gegebenenfalls entgegengewirkt werden kann.

Umfassend verstehen wird man die Dynamik, die zur Finanzkrise geführt hat, aber erst dann, wenn man den Blick über das Verständnis der einzelnen Fehlentwicklungen hinaus weitet. Dazu ist es unabdingbar, dass ihr Zusammenspiel besser erforscht und verstanden wird. Wir kannten viele Mosaiksteine, haben aber die Brisanz und Dynamik des sich daraus ergebenden Ganzen verkannt.

3 Lehren

Bevor ich mich näher dieser längerfristigen Erkenntnis und ihren Folgen insbesondere für Regulierung und Aufsicht zuwende, möchte ich jedoch noch einmal einen Schritt zurück gehen und auf das Krisenmanagement der vergangenen zwei Jahre zu sprechen kommen. Denn schließlich waren es zunächst diese akuten Maßnahmen, die das Finanzsystem am Leben gehalten und die realwirtschaftliche Abwärtsspirale durchbrochen haben. Zugleich ist ihre Rücknahme zum richtigen Zeitpunkt eine der wichtigen wirtschaftspolitischen Herausforderungen, auch wenn ich auf dieses Thema im Folgenden aus Zeitgründen nicht näher werde eingehen können.

3.1 Krisenmanagement

Die akute Notlage nach der Insolvenz von Lehman Brothers erforderte ein entschlossenes und massives Eingreifen von Regierung und Notenbanken weltweit, um den drohenden

vollständigen Zusammenbruch der Finanzmärkte zu vermeiden. Es galt, auf den massiven Vertrauensverlust zwischen den Finanzmarktteilnehmern zu reagieren und der drohenden Abwärtsspirale aus Bankenpleiten und schwindendem Vertrauen Einhalt zu gebieten. Dies ist zum einen durch eine massive Liquiditätsbereitstellung durch die Notenbanken und umfangreiche Stützungsmaßnahmen zur Bankenrettung gelungen.

Nicht weniger dringend gefragt waren Stabilisierungsmaßnahmen aufgrund des dramatischen Einbruchs der Wirtschaftsleistung, der im vierten Quartal letzten Jahres auf die Verwerfungen an den Finanzmärkten folgte. Die infolgedessen von der Regierung verabschiedeten Konjunkturpakete waren angesichts der Schärfe des Einbruchs grundsätzlich angemessen und zu rechtfertigen. Neben diesen diskretionären Maßnahmen ging eine sehr effektive zusätzliche konjunkturelle Stützung in Deutschland, wie auch in einigen anderen europäischen Ländern, von den automatischen Stabilisatoren aus. Diese im Konjunkturzyklus antizyklisch atmenden Einnahmen und Ausgaben haben den Vorteil, dass sie als fester Bestandteil des Steuer- und Sozialsystem im Krisenfall keiner politischen Entscheidung bedürfen, sondern – wie der Name schon sagt – automatisch wirken.

Die expansive Geldpolitik im Euroraum hat ebenfalls ganz entscheidend dazu beigetragen, den starken Einbruch der Wirtschaftsleistung abzufedern. So wurde der Leitzinssatz in mehreren Schritten auf ein historisch niedriges Niveau von 1% gesenkt. Aufgrund der gleichzeitigen anhaltend hohen Liquiditätsbereitstellung liegt der Tagesgeldsatz, also der Zins zu dem sich die Banken untereinander Liquidität über Nacht leihen, seither deutlich unterhalb von 1%. Um einen Rückgang der Finanzierungskosten zu fördern und so mittelbar auch die Kreditvergabe im Euro-Raum zu unterstützen, hat der EZB-Rat zudem sein herkömmliches geldpolitisches Instrumentarium erweitert: erstens durch die Ausweitung des Spektrums der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte um Tender mit einer Laufzeit von 12 Monaten; und zweitens durch das im Juli begonnene Ankaufprogramm von auf Euro lautende und im Euro-Raum begebene gedeckte Schuldverschreibungen, das weiter planmäßig voranschreitet

und einen wichtigen Beitrag zur Belebung des entsprechenden Kapitalmarktsegments geleistet hat.

Die Lage an den Finanzmärkten hat sich seit Herbst letzten Jahres merklich entspannt, und der freie Fall im Wirtschaftsabschwung ist im Frühjahr dieses Jahres zum Stillstand gekommen. Gerade die Feststellung, dass diese Stabilisierung zu einem wesentlichen Teil die Folge des beherzten Eingreifens der Regierungen und Notenbanken ist, sollte uns allerdings eine Warnung vor allzu großem Optimismus über die weitere Entwicklung sein. Die massiven geld- und finanzpolitischen Impulse, so notwendig und richtig sie waren, können und dürfen nicht noch weiter verstärkt werden und ersetzen keinen selbsttragenden Aufschwung.

Mit der erreichten Stabilisierung von Konjunktur und Finanzmärkten ist es nun an der Zeit, intensiver über die weitere Bewältigung der Krise nachzudenken. Dazu gehören die Gestaltung von Exit Strategien aus den geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen ebenso wie langfristige Anpassungen an den Rahmenbedingungen, die zum Entstehen der Krise beigetragen haben. Auf das Thema Exit Strategie, also die Frage, wann und wie die massiven geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen für Konjunktur und Finanzsystem wieder zurückgeführt werden sollen, möchte ich an dieser Stelle aus Zeitgründen allerdings nicht eingehen.

Lassen Sie mich stattdessen den Fokus weiter auf die Zukunft richten und beleuchten, welche langfristigen Anpassungen in der Regulierung und den Aufsichtsstrukturen für die Stabilisierung des Finanzsystems unerlässlich sind.

3.2 Regulierung und Aufsichtsstruktur

Spiegelbildlich zu den Ursachen der Finanzmarktkrise müssen die Anpassungen der Regulierung und Aufsichtsstrukturen auf zwei Ebenen erfolgen. Es bedarf ebenso einer möglichst umfassenden, wenn auch nicht uniformen Regulierung aller Finanzmarktteilnehmer auf der

mikroökonomischen Ebene wie einer Beobachtung des Gesamtsystems aus der makroökonomischen Perspektive, um künftig auch die möglichen Systemrisiken von in der Einzelschau unverdächtigen Befunden zu erkennen. Hinzu kommt, dass eine funktionierende Koordinierung zwischen diesen beiden regulatorischen Ebenen unerlässlich ist.

Auf der mikroökonomischen Ebene stehen Anpassungen am regulatorischen Rahmenwerk Basel II mit an erster Stelle. In diesem Bereich werden einerseits Änderungen vorgenommen, die in der Krise zu Tage getretenen Lücken im Aufsichtsrahmen schließen, Schwachstellen beim Liquiditätsmanagement beseitigen und Veröffentlichungspflichten ausweiten. Andererseits werden weitere Maßnahmen geprüft, die darauf zielen, die Widerstandsfähigkeit von Banken in zukünftigen Krisen zu steigern. Hierunter fallen beispielsweise die Überlegungen zu einer Leverage ratio sowie zu antizyklischen Kapitalpuffern.

Eine weitere Grundvoraussetzung dafür, dass systemische Risiken im Finanzsystem erkannt werden können, ist, dass alle Finanzteilnehmer, Produkte und Märkte regulatorisch erfasst sind. Und auch bei dieser erklärten Absicht der Staats- und Regierungschefs der G20 wurden bereits Fortschritte erzielt. So gibt es jeweils in der EU und in den USA Gesetzesinitiativen zur Einrichtung zentraler Kontrahenten für die Abwicklung von OTC-Derivaten, von denen man sich mehr Transparenz in diesem bislang nicht erfassten Marktsegment verspricht. Zudem herrscht eine enge internationale Zusammenarbeit bei der Regulierung von Verbriefungen, die mit der Einführung einer Einbehaltspflicht bei deren Weiterreichung bereits erste Früchte getragen hat.

Während die Anpassungen auf der mikroökonomischen Ebene bis auf wenige Ausnahmen an bestehende Aufsichtsstrukturen anknüpfen, bewegen wir uns bei dem Bestreben, systemische Risiken besser zu erfassen, weitestgehend auf neuem Terrain. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, ESRB), der seine Arbeit demnächst aufnehmen wird, soll für eine solche frühzeitige Erkennung systemischer Risiken sorgen, vor derartigen Risiken für die Finanzstabilität warnen und Handlungsempfehlungen unterbreiten.

Ergänzend gibt es das Europäische System der Finanzaufsicht (European System of Financial Supervisors, ESFS), dessen Kern drei Europäische Bankenaufsichtsbehörden (EBA) mit den Zuständigkeiten Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht bilden. Sie werden durch Umwandlung aus den bisher eher beratenden EU-Ausschüssen für Banken, Versicherungen und Wertpapierregulierung hervorgehen. Zu ihren neuen Aufgaben soll es gehören, die Aufsichtspraxis in der EU zu harmonisieren, den Informationsaustausch zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden zu verbessern und eine Schiedsrichterfunktion bei Meinungsverschiedenheiten auszuüben.

4 Schluss

Meine Damen und Herren,

ich habe eine ganze Reihe von Aspekten des Schocks Finanzmarktkrise, den wir in den vergangenen zwei Jahren durchlebt haben, angesprochen. Dabei sind sicherlich Fragen, die sie haben, offen geblieben. Die verbleibende Zeit können wir gerne zur Diskussion nutzen.

Ich danke Ihnen schon jetzt für Ihre Aufmerksamkeit.