

Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

**Risiken im Finanzsystem –
Herausforderungen für Bankenaufsicht und Notenbank**

Anlässlich der

53. Kreditpolitischen Tagung

der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

„Rendite, Risiko, Regulierung –

das Triple-R der Banken“

in Frankfurt am Main

am 9. November 2007

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

Anrede.....	2
1 Zur Marktsituation.....	2
2 Zu den Verwerfungen an den Geld- und Kreditmärkten im Einzelnen	3
2.1 Kreditrisikotransfer und Liquiditätstransformation als Krisenherde	3
2.2 Zur Zukunft der markbasierten Finanzierung	4
3 Lehren und Schlussfolgerungen.....	5
4 Handlungsmöglichkeiten und Rolle der Notenbanken.....	7

Anrede

Es heißt, ein Finanzplatz bestehe aus drei Elementen: 1. Institutionen, 2. Produkte und Märkte, 3. Infrastruktur. Die Kreditpolitische Tagung ist von allem etwas:

- Sie ist in Frankfurt eine Institution.
- Sie ist ein hochwertiges Produkt. Es stößt – wie man sieht – auf rege Nachfrage.
- Und sie ist ein Stück intellektueller Infrastruktur. Sie bündelt einmal im Jahr den Strom an Ereignissen im Bankenwesen.

Nur beim Titel der Tagung geht es mir wie seinerzeit dem Dr. Faust in seiner Studierstube: „Hier stock ich schon“: „Triple-R“ - das klingt nach einer ziemlich nachrangigen Tranche. Wir haben mittlerweile gesehen, dass schon „Triple-A“ nicht frei von Problemen ist. Ein Kollege einer befreundeten Zentralbank sorgte neulich bei einem Meeting für einen symbolträchtigen Versprecher. Statt „Triple-A“ sprach er im Eifer des Gefechts von „Trouble-A“.

1 Zur Marktsituation

Damit bin ich mitten bei den Marktturbulenzen, die uns seit Spätsommer in Atem gehalten haben. Mittlerweile tritt der eigentliche Nukleus, der Ausgangspunkt der Turbulenzen – nämlich der Subprime-Bereich der USA – wieder stärker in den Vordergrund. Dabei verläuft die Kreditkrise in den USA nicht geradlinig, sondern in Wellen. Die Schockwellen waren zunächst an den Geldmärkten zu spüren und sind nun – wenn auch in unterschiedlicher Form – in den Bilanzen und Börsenkursen großer Kreditinstitute angekommen.

Der Geldmarkt ist auf dem Weg zur Normalisierung - beispielsweise sinken die Spreads zwischen besicherten und unbesicherten Ausleihungen tendenziell. Allerdings hat er noch nicht die Effizienz und Reibungslosigkeit zurückgewonnen, die ihn vor Ausbruch der Turbulenzen gekennzeichnet hat. So gibt es z.B. am Markt für Commercial Paper „mixed signals“: Zwar sind im Durchschnitt die Verlängerungsquoten und Laufzeiten der Commercial Papers – auf einem insgesamt schrumpfenden Markt – zuletzt wieder gestiegen; es ist jedoch nicht auszuschließen, dass einigen Zweckgesellschaften die Verlängerung der Papiere

nicht gelingt. Auch belastet die Marktteilnehmer die Unsicherheit, welche Risiken – bei verbrieften Krediten wie bei Leveraged Loans – noch in der „Pipeline“ stecken könnten. Positiv ist jedoch – auch ablesbar an den Aktienkursen der produktiven Wirtschaft: das fundamentale Umfeld der Weltwirtschaft ist intakt, wenn auch das Wachstumstempo im nächsten Jahr nachlassen wird.

2 Zu den Verwerfungen an den Geld- und Kreditmärkten im Einzelnen

2.1 Kreditrisikotransfer und Liquiditätstransformation als Krisenherde

Die Störungen einiger wichtiger Finanzmarktsektoren traten vor allem als Störungen der Liquidität auf. Dahinter stehen aber Störungen des Vertrauens der Marktteilnehmer untereinander und des Vertrauens in bestimmte Formen der marktbasierter Finanzierung. Bei der Analyse der Ursachen sollte man zwischen zwei konkreten Krisenherden unterscheiden:

Der erste Krisenherd betrifft einzelne Segmente der Märkte für Kreditrisikotransfer, nämlich strukturierte Verbriefungen. Das schließt nicht aus, dass temporär auch Ansteckungseffekte drohen. Benachbarte Märkte bekommen die Ausläufer des Unwetters mit. Dennoch darf man nicht alles in die gleiche Schublade stecken:

- So gibt es keine generelle Krise im Kreditrisikotransfer. Der zentrale Markt für Credit Default Swaps zum Beispiel war und ist funktionsfähig.
- Es gibt auch keine generelle Krise beim Instrument der Verbriefung. Denken Sie an den Pfandbrief, dessen hohe Glaubwürdigkeit und Sicherheit sich auch gegenüber kurzfristig sichtbaren Ansteckungsgefahren und gestiegenen Spreads durchsetzen konnte.

Jeder Kreditmarkt ist anfällig,

- wenn Übersteigerungen vorausgehen,
- wenn schlagartig Zweifel an der Kreditqualität aufkommen,
- und wenn Investoren die Gefahr der Ratingmigration nicht hinreichend antizipieren.

Die Subprime-Story beinhaltet alle diese Kapitel. Eine Tendenz zur Übersteigerung zeigte sich sicher auch bei Leveraged Loans, die in den Quartalsbilanzen und noch mehr im Jahresabschluss der Kreditinstitute Spuren hinterlassen werden (sog. pipeline- oder warehouse-risk).

Der zweite Krisenherd waren die Investmentvehikels, also die Conduits und SIVs. Paradoxerweise war das Problem vieler Conduits *ein Zuwenig an Risikotransfer*, nicht ein Zuviel. Das Ziel der Conduits besteht ja darin, ein scheinbar risikoloses Geldmarktpapier anzubieten. Um das zu erreichen, haben die Sponsorbanken oft massive Absicherungen in Form von Risiko- und Fristentransformationen

gewährleistet, (wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß und Zusammensetzung je nach Konstruktion der Vehikels). Mit Credit Enhancement, Kreditzusagen und Liquiditätslinien sichern sie den Investor eines ABCP-Papiers gegen Marktpreis- und Liquiditätsrisiken – ohne sich dieser Risiken immer voll bewusst zu sein.

2.2 Zur Zukunft der marktbasierten Finanzierung

Sowohl auf der Aktivseite (Übernahme von CP's oder Assets in die Bücher der Banken) wie auf der Passivseite (bankeigene Emissionen statt ABCP's) findet derzeit eine Re-Intermediation statt. Viele fragen deshalb, ob das Rad der Geschichte zurückgedreht werden muss. Hat das Pendel hin zur marktbasierten Finanzierung zu weit ausgeschlagen? Darauf eine „wohltemperierte“ Antwort:

Wenn das Bad zu heiß ist, sollte man dennoch nicht das Kind mit dem Bade ausschütten. Risikodiversifikation und aktives Riskomanagement gehören zu einer modernen Banksteuerung

- Instrumente zur effizienten Steuerung der Kreditrisiken sind hilfreiche Elemente eines flexiblen Finanzsystems.
- Das Ausplatzen von Risiken hilft den Banken, ihre Risiken zu diversifizieren und auch über Provisionserlöse die Ertragsbasis zu verbreitern.
- Für die Nichtbanken wiederum sind diese Instrumente attraktiv, um die ihnen zufließenden Finanzmittel entsprechend der Präferenz der Investoren anzulegen. Allerdings sollten sie dabei die Erkenntnis der Portfoliotheorie beachten, die sozusagen der „Lehrsatz des Pythagoras“ für die Finanzmärkte ist, nämlich: Ab einer gewissen Optimierungsschwelle reflektiert eine höhere Rendite immer auch höhere Risiken.

Diese Vorteile einer marktbasierten Finanzierung zählen weiterhin und liegen auch im Interesse der Finanzstabilität; allerdings unter einer zentralen Voraussetzung: nämlich dass es nicht zu neuen, unerkannten Konzentrationen von Risiken kommt; Risikotransfer heißt nicht „Risikoverflüchtigung“. Die Gefahr liegt darin, dass sich die Risiken anderswo konzentrieren und plötzlich in einer Art „U-Boot-Effekt“ an unerwarteter Stelle wieder auftauchen.

- Teilweise tauchen auch Akteure aus dem nicht regulierten Bereich auf, deren Gewicht ständig zunimmt. Deshalb das zähe Ringen um verbesserte Transparenz von Hedgefonds.
- Auch wirken Finanzinnovationen nicht per se risikodiversifizierend. Im Gegenteil: Je nach Gebrauch können Klumpenrisiken neuen Typs entstehen. So haben einzelne Banken unter dem Deckmantel der Liquiditätslinien Marktpreis- und Kreditrisiken akkumuliert.

Der Grundansatz bleibt dennoch richtig. Das Streuen von Risiken – auch über Verbriefungen – fördert die Finanzstabilität.

3 Lehren und Schlussfolgerungen

Unabhängig von einzelnen regulatorischen Schlussfolgerungen, über die an anderer Stelle zu sprechen ist, geht es um einige grundsätzliche Fragen. Die Finanzmärkte brauchen nicht nur ein „re-pricing of risks“, es geht auch um eine Neubewertung der Marktsicht von Strategien und Strategieelementen. Manche Strategien, die im Überschwang moderner Finanzinstrumente vorschnell in die historische Abstellkammer gestellt wurden, sind neu zu gewichten:

- Dies gilt etwa für die Elemente der Langfristkultur im Finanzsektor und in den Finanzbeziehungen, die es verdienen, wieder höher bewertet zu werden.

Das Subprime-Debakel weist ja recht eindeutig auf die Rolle zweier Faktoren hin:

- die Zinsbindung und
- die Bonitätsprüfung.

Der hohe Anteil variabler Zinsen – verstärkt durch Aufschubfristen (sog. teaser rates) und großzügige Bewertungen von dem Hintergrund anhaltender Immobilienpreissteigerungen in den USA – haben zu den Übersteigerungen an den Kredit- und Immobilienmärkten beigetragen. Sie weisen dort derzeit auch deutlich höhere Ausfallraten auf als langfristige Finanzierungen. Darüber hinaus erleichtern Festzinskredite auf der Aktivseiten der Banken auch die fristenkongruente Refinanzierung auf der Passivseite. Für Zeiten austrocknender Liquidität eine gute Vorsorge!

Die Pflege der Langfristkultur ist nicht nur eine Sache der Kreditwirtschaft. Wichtige Incentives gehen auch von der Politik aus. Die Europäische Kommission hat mehrfach Vorstellungen aufgegriffen, durch ein Recht zur vorzeitigen Kündigung die Regeln der sogenannten Vorfälligkeitsentschädigung aufzuweichen. Der Kreditnehmer müsste demnach, wenn er einen Kredit vor Endfälligkeit ablöst, seiner Bank nur eine begrenzte oder pauschalierte Kompensation für deren wirtschaftlichen Nachteil zahlen. So ergibt sich bei fallenden Zinsen für Schuldner eine Gewinnchance und damit ein Anreiz, ihre Kredite vorzeitig abzulösen. Damit würde der Kontrakttyp mit längerfristig festgelegten Zinsen im Wettbewerb verdrängt werden.

Vor kurzem hat Kommissar Mc Creevy erklärt, er wolle solche Effekte vermeiden und dies bei der Formulierung der Verbraucherkreditrichtlinie berücksichtigen. Darin sollten wir ihn bestärken. Der Inhalt des noch im Dezember erwarteten Weißbuchs der Kommission bleibt abzuwarten. Der Wettbewerb der Finanzierungsformen sollte jedenfalls nicht einseitig zu Lasten der Langfristfinanzierung verändert werden.

- Generell muss Verbraucherschutz immer auch die Folgeeffekte beachten: das gilt auch für die gegenwärtige Debatte um Kreditverkäufe. Würde man rechtlich die Handelbarkeit von Krediten unterbinden oder erschweren, wären die Nachteile auch für Verbraucher und den Mittelstand größer als die Vorteile. Umgekehrt ist es eine Herausforderung der Kreditwirtschaft, durch marktkonforme Instrumente dafür zu sorgen, dass nicht teilweise rüde Verhaltensmethoden einzelner Kreditverwerter einen ganzen Sektor in Misskredit bringen und die – nach Meinungsumfragen ohnehin abnehmende – Akzeptanz der sozialen Marktwirtschaft leidet. Zu solchen marktkonformen Instrumenten rechne ich etwa verbesserte Transparenz für die Kreditnehmer, die den vertragstreuen Kunden rechtzeitiges Handeln ermöglicht, und Angebote alternativer Finanzierungen mit eingeschränkter Abtretbarkeit – was sich dann allerdings auch in den Kreditkonditionen widerspiegeln wird.
- Zurück zum „Subprime“-Bereich. Der Begriff erinnert auch an die zentrale Rolle der Bonitätsprüfung und damit das Überwachen und Sichern der Kreditqualität. Darin besteht seit jeher eine klassische Funktion des Intermediärs und einen Grund, warum sich die Bank quasi als Vermittler zwischen Sparer und Kreditnehmer schiebt.

Diese Überwachungsfunktion darf im kapitalmarktbasieren System nicht im Viereck zwischen Kreditfinanzierer, Ratingagentur, Broker und Investor untergehen. Die jüngsten Erfahrungen in anderen Staaten zeigen auch: Wenn schon das erste Glied der Kette, in der die Kreditqualität zu sichern wäre, schwach ist, weil die Kredite von nicht-regulierten Finanzierern vergeben werden, dann wird's schwer. Vor diesem Hintergrund wirkt übrigens der Grundgedanke des reformierten § 18 KWG – der Blick auf die wirtschaftlichen Verhältnisse des Kreditnehmers - durchaus modern!

- Eine weitere Limitation im modernen finanzmarktbasieren System zeigt sich auch im Bereich der Rechnungslegung. „Fair Value“, „Mark-to-market“ oder „Mark-to-model“, das klingt sehr objektiv und objektivierend; wenn dem Fair Value aber – anders als in der klassischen Rechnungslegung mit Realisationsgrundsatz – keine Markttransaktionen unter Dritten zugrunde liegen, besteht leicht die Gefahr einer „Schönwetterveranstaltung“. Es hat sich wiederum gezeigt, dass die Fair-Value-Methode die Volatilität der Märkte erheblich verstärkt¹.

¹ Vgl. EZB: Assessment of Accounting Standards from a Financial Stability Perspective, December 2006, S 31 f.: „In an environment of full marking-to-market accounting ... a sudden decrease in prices could lead market participants to „overshoot“ in their reactions to such movements by triggering „panic sales“ (...). This kind of risk can be all the more important when a relatively small number of market players hold specific categories of assets, as is the case for some types of banking operations (e.g. structured finance). Systemic risk could thus increase as a result of these amplified valuation effects. In such case, conservative valuation adjustments could be regarded as a useful tool that could contribute to reducing this potential systemic risk since the value of the assets held would already partially embed the probable potential reduction and would therefore alleviate the pressure on market participants to dispose

- Zu einer überzeugenden Langfristkultur gehören auch nachhaltige Strategien der Kreditinstitute. Regulierungsarbitrage allein ist kein solides dauerhaftes Geschäftsmodell. Es reicht nicht, Conduits messerscharf um die Eigenkapitalunterlegung und um die Großkreditvorschriften „herum zu bauen“, auch wenn die Risiken lange Zeit eher theoretisch erschienen. Es ist eine alte Erfahrung: Klumpenrisiken sind nicht nur zu beobachten und zu steuern, sie sind vor allem zu vermeiden! Die Diskussion um „lessons to be learned“ wird deshalb die Präzisierung der Großkreditregeln umfassen müssen – zur Wahrung des Level Playing Field am besten auf der internationalen, jedenfalls der europäischen Ebene (Bankenrichtlinie)!

Was „Regulierung“ angeht, haben die Finanzmarkturbulenzen auch einen – wenn auch späten – „Punktsieg“ für das Konzept von Basel II gebracht. Ich habe den Eindruck, dass auch in den USA zumindest einige der Kritiker an Basel II heute glücklicher wären, wenn die aufsichtlichen Neuregelungen schon früher implementiert worden wären. Zunächst hat sich als richtig erwiesen, dass die Bundesbank und – damals auch einige Landeszentralbanken – zu Beginn des Jahrzehnts darauf gedrungen hatten, das ursprünglich allein vorgesehene externe Agentur-Rating durch ein internes Rating der Kreditinstitute zu ergänzen und dieses interne Rating weiter zu entwickeln.

Leider greift die in Basel II vorgesehene Anrechnung unterjähriger Kreditzusagen und prinzipielle Eigenkapitalunterlegung von Liquiditätslinien der Zweckgesellschaften erst ab 2008. Sie kommt somit für die schwierige Situation, in die einige Kreditinstitute in diesem Jahr geraten sind, zu spät. Wenn sich deshalb das Baseler Rahmenwerk im Grundsatz bewährt hat, so sollten doch einzelne Punkte im Lichte der aktuellen Erfahrungen überarbeitet werden – ohne dass dadurch gleich ein neuer „Regulierungsschub“ ausgelöst wird.

4 Handlungsmöglichkeiten und Rolle der Notenbanken

Notenbanken haben in Situationen wie den Turbulenzen des vergangenen Sommers einen klaren Vorteil. Sie sind aufgrund ihrer geldpolitischen Funktion an den Geldmärkten präsent. Sie beobachten die Geldmärkte nicht nur, sondern können diese auch unmittelbar operativ beeinflussen. Das Bankensystem als Ganzes konnte und kann sich darauf verlassen, dass die Liquidität gestellt wird, um die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts am „kurzen Ende“ jederzeit zu sichern. Dabei schauen die Notenbanken des Eurosystems zurecht nicht nur auf das „ganz kurze“ Ende, also den Tages- oder Übernachtssatz, der mit Schnelltendern gesteuert werden kann, sondern nutzen auch ihre Instrumente von wöchentlichen und Dreimonats-Refinanzierungsoperationen.

Für die Notenbanken bedeutet dies stets eine Gratwanderung:

of their assets.“ Vgl. auch: EZB: Monatsbericht Februar 2004: Die Auswirkungen der Zeitwertbilanzierung auf den europäischen Bankensektor im Hinblick auf die Finanzstabilität, S. 87f.

- Zum Einen geht der Blick auf die Funktionsfähigkeit des Geldmarktes und des Transmissionsprozesses der Geldpolitik, sowie auf die Liquiditätssituation der Teilnehmer am Geldmarkt.
- Zum Anderen ist das Primärziel der Geldpolitik, die Geldwertstabilität, zu wahren.

EZB und Bundesbank haben deutlich gemacht, dass die kurzfristige Liquiditätssteuerung nichts am Vorrang des Primärziels ändert. Die Preiserwartungen sind weiterhin fest dort zu verankern, wo es die Stabilitätsdefinition des Eurosystems erfordert (nämlich unter 2 %).

Notenbanken können und müssen zwei spezielle Güter liefern: Liquidität und Vertrauen! Es war deshalb wichtig, auf dem Höhepunkt der Turbulenzen den Märkten realistische und glaubwürdige Vertrauenssignale zu geben. Die Kernbotschaften waren klar:

- einerseits, wie schon seit langem, der Hinweis auf die gebotene stärkere Risikowahrnehmung und auf die nötige Vorsicht bei Übertreibungen der marktbasierter Finanzierung,
- andererseits die klare Feststellung, dass die extremen Marktreaktionen fundamental nicht gerechtfertigt sind und das Wachstum der realen Wirtschaft robust und intakt ist, damit die Störungen auf den verbrieften Geldmärkten nicht auf andere Finanzmärkte (Aktien-, Devisenmarkt) überspringen.

Bei den Finanzmarkturbulenzen hat sich auch gezeigt, welches Asset Notenbanken wie die Bundesbank darin haben, dass sie neben ihren geld- und liquiditätspolitischen Aufgaben an der Bankenaufsicht mitwirken. Bankaufsichtliche Informationen und Analysen konnten so in kurzer Zeit für geldpolitische Entscheidungen und für die Gewährleistung der Finanzstabilität nutzbar gemacht werden. Umgekehrt erleichtern Erkenntnisse aus der operativen Geldpolitik und dem Zahlungsverkehr (z. B. aktuelle Geldmarktanalysen, Entwicklung des Sicherheitenpools der Kreditinstitute) auch die bankaufsichtliche Tätigkeit. Diese kann man am Besten dann bewältigen, wenn mikro- und makroprudentielle Sicht, Finanzmarkt-know-how und liquiditätspolitische Handlungsmöglichkeiten Hand in Hand gehen. Der Sachverständigen-Rat hat in seinem jüngsten Gutachten sehr anschaulich auf diese Zusammenhänge hingewiesen.

In Großbritannien gibt es eine Diskussion über Änderungen an der dort seit einigen Jahren² vorgenommenen Abgrenzung der Aufgaben von Notenbank und Aufsichtsbehörde (FSA). Österreich, das wie Deutschland ein duales, zweiseitiges Aufsichtssystem hat, hat bereits gehandelt und die Rolle der Notenbank bei der Sachverhaltsaufklärung und der Prüfung von Kreditinstituten

² Gründung der FSA durch den Financial Services and Markets Act im Jahr 2000.

gestärkt. Ich würde mir wünschen, dass auch in Deutschland bei der vom Bundesfinanzministerium geplanten Neufassung der Aufsichtsrichtlinie die Konsequenzen gezogen werden, die – bereits lange vor den Finanzmarkturbulenzen – das von der Regierung in Auftrag gegebene DIW-Gutachten nahegelegt hat: das Beseitigen von Doppelarbeit und Überschneidungen, eine klarere Umsetzung der gesetzlichen Vorgaben des KWG im Bereich der laufenden Aufsicht, was die Rolle der Notenbank bei Prüfungen und Aufsichtsgesprächen sowie bei der Auswertung bankaufsichtlicher Anzeigen und Meldungen angeht.

Nicht verschweigen möchte ich ein weiteres Argument für die Einbindung der Bundesbank in die Bankenaufsicht – es ist aber eher egoistischer Natur: Nämlich es erhöht die Chance von Bundesbankvertretern, auch künftig bei der Kreditpolitischen Tagung sprechen zu dürfen. Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.