

Professor Dr. Axel A. Weber
Präsident der
der Deutschen Bundesbank

Finanzmärkte und Geldpolitik

Rede anlässlich der Eröffnung des House of Finance der
Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

in Frankfurt am Main

am 30. Mai 2008

Inhalt

1	Einleitung	2
2	Begriff der Finanzstabilität und Rolle der Notenbank	4
3	Subprime-Krise: Ursachenscocktail und Lehren	6

1 Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren,

Finanzmärkte und Geldpolitik stehen im Fokus meines heutigen Vortrags. Da ich aber die Chance habe, direkt nach dem Bundesfinanzminister zu sprechen, gestatten Sie mir eine Vorbemerkung zur Finanzpolitik.

Sowohl im Hinblick auf die Finanzmärkte als auch die Finanzpolitik erleben wir zurzeit eine intensive Diskussion über Regeln. In beiden Feldern traten Defizite und in Teilbereichen übermäßige Verschuldung zu Tage. Im Fall der Finanzpolitik wird derzeit im Rahmen der Föderalismuskommission II eine Härtung der bestehenden Haushaltsregeln angestrebt. Neue Regeln sollen vor allem eine übermäßige Belastung künftiger Generationen verhindern. Deren Interessen werden zwar häufig betont, aber im politischen Prozess insbesondere im Vorfeld von Wahlen oft wieder aus den Augen verloren.

Insofern halte ich es für richtig und wichtig, dass die Bundesregierung die Konsolidierung des Bundeshaushalts und deren Absicherung durch neue Haushaltsregeln zu einem ihrer zentralen Ziele erklärt hat. Die Senkung der Abgabenbelastung ist sicherlich eine wichtige finanzpolitische Aufgabe. Aber die zeitliche Sequenz muss im Auge behalten werden und es wäre höchst proble-

matisch, den Ausgleich des Bundeshaushalts bis zum Jahr 2011 in Frage zu stellen. Solide Staatsfinanzen als Ausgangssituation und darauf aufsetzende gegenfinanzierte finanzpolitische Vorschläge sollten die Basis einer verantwortungsvollen Diskussion sein und hierin unterstütze ich den Bundesfinanzminister und auch die Bundeskanzlerin ausdrücklich.

Zu meinem eigentlichen Thema: AAA, ABCP, ABS, CDO, CDS, SPV, SIV – die Aufzählung ließe sich beinahe beliebig fortsetzen: So und ähnlich lauten die in der modernen Finanzwelt gebräuchlichen Abkürzungen. Bis vor knapp einem Jahr waren diese Abkürzungen – wenn überhaupt – für die Öffentlichkeit nur in der Finanzpresse zu finden. Wie unschwer zu erkennen ist, hat sich dies in den zurückliegenden knapp zehn Monaten radikal gewandelt. Zwischenzeitlich wurden diese Abkürzungen, in der Regel in Kombination mit dem Wort *subprime*, gar zum Tagesgespräch auch in Nicht-Finanzkreisen. Was ehemals für Außenstehende nur von geringem Interesse war, geriet somit in ganz kurzer Zeit ins Rampenlicht der öffentlichen Aufmerksamkeit.

Ähnliches gilt für die regelmäßig – im Eurosystem wöchentlich – stattfindenden Refinanzierungsgeschäfte der Notenbanken, durch welche der Geschäftsbankensektor mit Zentralbankgeld versorgt wird. Während Leitzinsentscheidungen häufig öffentliche Beachtung finden, wurden solche Geldmarktoperationen bisher weitgehend als eine rein technische Angelegenheit angesehen und nur sehr selten in der Fachpresse erwähnt. In der Zwischenzeit jedoch fanden die außerplanmäßigen Liquiditätsspritzen des Eurosystems sogar Erwähnung in der Tagesschau und haben so unter anderem deutlich gemacht, dass Geld- und Notenbankpolitik mehr als nur das Drehen an der Leitzinsschraube ist.

Das Thema Finanzstabilität und die diesbezügliche Rolle der Zentralbanken sind also seit einiger Zeit in aller Munde, daher will auch ich diese Thematik hier behandeln. Hierbei möchte ich kurz voranstellen, was mit dem Begriff der Finanzstabilität eigentlich genau gemeint ist und weshalb dies auch für Notenbanken ein originäres Thema ist.

2 Begriff der Finanzstabilität und Rolle der Notenbank

Der Begriff der Finanzstabilität beschreibt die Fähigkeit eines Finanzsystems zur effizienten Allokation finanzieller Mittel, zum verlässlichen Bepreisen und Handeln von Risiken sowie zur sicheren Abwicklung von Zahlungen und Wertpapiertransaktionen. Ein stabiles Finanzsystem erfüllt diese Funktionen grundsätzlich auch in Stresssituationen, Finanzstabilität bedeutet also auch Schockresistenz.

Der Begriff der Finanzstabilität zielt auf das Funktionieren des Finanzsystems insgesamt ab, nicht auf die Geschicke einzelner Marktteilnehmer. Um es salopp auszudrücken: Einzelschicksale interessieren beim Blick durch die „Finanzstabilitätsbrille“ nur, falls sie negative Auswirkungen auf das Gesamtsystem haben können.

Stabile Finanzsysteme reduzieren Unsicherheit und entfalten somit positive externe Effekte auf die Realwirtschaft, womit sie zu größerer ökonomischer Wohlfahrt beitragen. Jedoch gilt auch der Umkehrschluss: Instabilitäten im Finanzsystem oder gar Finanzkrisen können über negative externe Effekte hohe volkswirtschaftliche Kosten verursachen. Zur Finanzstabilität beizutragen ge-

hört daher mit zum Kernaufgabenbereich einer Zentralbank, um Preisniveaustabilität zu sichern und negative Rückwirkungen des Finanzsystems auf die Realwirtschaft abzuwenden.

Noch vor gut einem Jahr haben manche Beobachter diese Sichtweise bezweifelt, als zeitweise „Modeerscheinung“ charakterisiert oder gar als das Ergebnis der Suche von Notenbanken nach neuen Aufgabenfeldern abgetan – diese Stimmen sind inzwischen aus offensichtlichen Gründen verstummt.

Die (Mit)verantwortung der Notenbanken für die Finanzstabilität zu betonen, darf jedoch auch nicht zu falschen Schlüssen verleiten: Staatliche Maßnahmen sollen grundsätzlich nur als nachrangiges Sicherungsnetz fungieren, wenn es darum geht, Finanzstabilität zu gewährleisten. Zuvörderst ist es ein Muss, die Verantwortung der Marktteilnehmer für sich selbst, aber auch mittelbar für das Gesamtsystem zu unterstreichen und zu stärken. Umsichtiges, eigenverantwortliches Handeln der Finanzmarktakteure und ein entsprechendes Risikomanagement sind das beste Bollwerk, um etwaigen Bedrohungen für die Finanzstabilität entgegenzutreten.

Nach diesen eher grundsätzlichen Überlegungen nun zum Dauerthema der letzten Monate, der subprime-Krise und ihren Auswirkungen. Hierbei werde ich mich auf verschiedene Kernaussagen beschränken, um den zeitlichen Rahmen nicht zu sprengen.

3 Subprime-Krise: Ursachencocktail und Lehren

Angesichts des Ausmaßes der Verwerfungen drängt sich natürlich eine Frage auf: Worin liegen die Ursachen für diese Krise? Gab es eine besonders augenfällige Entwicklung, die eindeutig Vorbote für die seit gut zehn Monaten anhaltenden Anspannungen im globalen Finanzsystem war? In diesem Zusammenhang bin ich sehr skeptisch, was monokausale Erklärungen angeht – besonders wenn sie erst jetzt, also im Nachhinein, jedoch umso entschiedener vortragen werden.

Ich bin stattdessen überzeugt, dass es ein Cocktail verschiedener Zutaten war, der die Schockwellen für das Finanzsystem ausgelöst hat. Ein Cocktail, dessen Ingredienzien separat betrachtet zwar bedenklich, aber zu verkraften gewesen wären, die sich in ihrer dynamischen Wechselwirkung jedoch als hochgefährliches Gemisch herausstellten.

Zu diesen Zutaten zählen insbesondere drei Dinge:

- eine wenig risikoorientierte Immobilienkreditvergabepraxis insbesondere in den USA
- Schwächen beim Kreditrisikotransfer, insbesondere beim sog. „originate and distribute“-Modell
- zu optimistische Einschätzungen in Bezug auf strukturierte Wertpapiere

Zum ersten Punkt, der Kreditvergabepraxis. Die Vorstellung, nahezu ohne Eigenkapital und mit nur geringer oder überhaupt nicht nachgewiesener Bonität

einen Immobilienkredit zu bekommen, ist ziemlich befremdlich. In einigen Ländern wurden solche Hypothekendarlehen jedoch zu einem maßgeblichen Charakteristikum auf dem Immobilienmarkt in den zwei bis drei Jahren vor dessen Höhepunkt.

Prominentes Beispiel für solche Exzesse waren die Ausleihungen, die in humoresker Umschreibung als *ninja-loans* bezeichnet wurden, wobei *ninja* für „*no income, no job, no assets*“ steht.

Zum zweiten Punkt, den Schwächen im Kreditrisikotransfer. Die wenig risikosensitive Kreditvergabe an Schuldner mit geringer Kreditwürdigkeit wurde neben vorangegangenen Immobilienpreissteigerungen auch dadurch befeuert, dass innovative Finanzinstrumente das Weiterreichen des Kreditrisikos weg von der Bank und hin zu renditesuchenden Nichtbank-Investoren erlaubten. Durch Verbriefen und Tranchieren schien es lange Zeit möglich, wackelige Einzelkredite in nahezu ausfallsichere Wertpapiere zu verwandeln.

„Finanzalchemie“ sagten einige Beobachter hierzu, der Sachverständigenrat überschrieb den entsprechenden Passus in seinem letzten Jahresgutachten mit den Worten „aus Landwein wird Qualitätswein.“

Die Möglichkeit, Kreditrisiken zu transferieren, erhöht grundsätzlich die Flexibilität der Finanzmarktakteure und ist Teil eines fortschrittlichen Risikomanagements. Jedoch haben gerade die Verwerfungen der letzten Monate bedeutende Schwachstellen in diesem Prozess aufgezeigt. Insbesondere wurde deutlich, dass die Handelbarkeit und breitere Streuung von Kreditrisiken nur dann

die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems tatsächlich verbessern, wenn die Qualitätsstandards auf allen Stufen des Transferprozesses hoch bleiben und keine neuen Risikokonzentrationen entstehen.

Beim Kreditrisikotransfer ist schließlich immer zu bedenken, dass die transferierten Risiken selbst ja nicht verschwunden sind – sie liegen nun jedoch woanders mit der Gefahr, dort gegebenenfalls konzentriert wiederaufzutauchen.

Gerade solche neuen Risikokonzentrationen waren es auch, die in den letzten Monaten zu mitunter existenzbedrohenden Schieflagen einzelner Finanzinstitute führten, die im Immobilienkreditbereich selbst ja keine aktiven Spieler waren.

Zum dritten Punkt, der zu optimistischen Einschätzung strukturierter Wertpapiere. Die vergangenen zehn Monate haben eindrucksvoll gezeigt, an welche Grenzen auch professionelle Ratingurteile stoßen können. Mitunter wurden strukturierte Wertpapiere, denen anfangs noch eine höchstmögliche Ausfallsicherheit zugestanden wurde, von einem auf den nächsten Tag auf ein Ratingniveau kurz vor dem Ausfallstatus heruntergestuft.

Die noch vor zirka einem Jahr von vielen gehegte Annahme, strukturierte, hypothekenbesicherte Wertpapiere böten einen Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen bei vergleichbarem (geringen) Risiko, hat sich somit in der Zwischenzeit als grobe Fehleinschätzung herausgestellt. Um das Bild des Sachverständigenrates wieder aufzugreifen: Aus Landwein wurde mittels tranchierter Verbriefung häufig nur dem Etikett nach, also nur vermeintlich Qualitätswein.

Eine überraschende Erkenntnis der letzten Monate ist daneben, dass in turbulenten Zeiten viele Kreditrisiken wieder bei den Banken landen, obwohl das Kreditrisiko an sich doch mittels Verbriefungen transferiert werden sollte. Folglich überrascht, dass viele Verbriefungskonstruktionen bei Stress in den Märkten faktisch für einen Kreditrisiko-Nichttransfer standen – und dies just in dem Augenblick offensichtlich wurde, als es gerade nötig gewesen wäre, das Risiko tatsächlich transferiert zu haben.

In welcher Form haben die Notenbanken dazu beigetragen, das Finanzsystem grundsätzlich stabil und funktionsfähig zu halten? Die vom US-Subprime-Markt ausgehenden Verwerfungen hatten sich für eine Zeit lang in eine allgemeine Vertrauenskrise unter den Finanzmarktteilnehmern ausgeweitet. Diese Vertrauenskrise hat auch die Verteilung von Liquidität – präziser: von Zentralbankgeld – auf dem Interbankengeldmarkt erheblich beeinträchtigt – und tut es noch immer, wenn es auch Anzeichen für eine gewisse Entspannung gibt.

Die Notenbanken sind diesen Verzerrungen recht schnell mit umfangreichen, zum Teil auch außerplanmäßigen Geldmarktoperationen entgegengetreten. Hierdurch stellen sie die Versorgung der Geschäftsbanken mit Zentralbankgeld sicher und unterstützen die Funktionsfähigkeit des Interbankengeldmarktes, der für die Geschäftstätigkeit der Geschäftsbanken von elementarer Bedeutung ist.

Abschließend noch kurz zu den zu ziehenden Lehren. Schaut man genauer hin, so deuten die drei hier genannten Krisenursachen letztlich auf eine maßgebliche Schwachstelle hin die da lautet: mangelhaftes Risikomanagement vie-

ler Marktteilnehmer, die insbesondere zu wenig Vorsorge gegenüber abrupten Änderungen der Marktlage getroffen hatten. Obendrein zeigte sich jedoch ebenfalls, dass auch die Geschäftsmodelle verschiedener Marktteilnehmer grundsätzlich nicht dauerhaft tragfähig waren.

Folglich müssen Finanzmarktakteure in Zukunft mehr Vorsorge insbesondere bezüglich zweier Dinge treffen: Zum einen bezüglich der Marktliquidität, also im Hinblick auf die (fehlende) Marktgängigkeit bestimmter Wertpapiere in Stresssituationen, zum anderen auch bezüglich der Finanzierungsliquidität, da ehemals genutzte Finanzierungsquellen in turbulenten Marktsituationen rasch versiegten. Dabei ist insbesondere die enge Wechselwirkung zwischen beiden Phänomenen im Auge zu behalten.

Zusätzlich weisen auch die Empfehlungen des Forums für Finanzstabilität, in dem seit 1999 Notenbanken, Finanzaufsichtsbehörden und Finanzministerien der führenden Finanzplätze zusammenkommen, in die richtige Richtung. Im Kern geht es hierbei um gegebenenfalls höhere Eigenkapitalanforderungen für strukturierte Wertpapiere, das Klären offener Fragen bei der Bewertung dieser Produkte als auch um die Frage nach den Methoden, dem Gebrauch und der Rolle externer Ratings.

Unter anderem in Bezug auf diese gegenwärtig diskutierten Themen ist der Banken- und Zentralbankenstandort Frankfurt insbesondere auch durch das heute eröffnete House of Finance dafür prädestiniert, die Kooperation zwischen der Wissenschaft und der Praxis in Finanzmarktfragen weiter zu vertiefen.

Wie nutzbringend diese Kooperation bereits jetzt ist, haben diverse Veranstaltungen in der Vergangenheit bereits gezeigt. Ich bin darüber hinaus sehr zuversichtlich, dass wir auf diesem Weg auch in Zukunft weiter gut vorankommen werden. Dem House of Finance wünsche ich für seine ambitionierten Pläne alles Gute und viel Erfolg. Was mich diesbezüglich optimistisch stimmt ist unter anderem, dass ich beim Blick aus meinem Büro in der Bundesbank auf die hiesige Baustelle sehen kann: es geht voran! Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit.

* * *