

**Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler**

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

**Die Finanzmarkturbulenzen – Konsequenzen für Märkte, Institute  
und Aufseher**

Begrüßungsrede von Herrn Professor Dr. Zeitler, Vizepräsident der Deutschen  
Bundesbank auf dem Bundesbank-Symposium 2008

in Frankfurt am Main  
am Dienstag, 3. Juni 2008

- 1 Bundesbanktagungen haben eine Schwerkraft, die oft erst im Nachhinein erkennbar wird. So hat auf einer Bundesbankfachkonferenz im Jahre 2005 der bekannte Mathematiker Mandelbrot zum Thema „(mis)behavior of markets“ gesprochen. Extreme Preisausschläge treten demnach weit häufiger auf als es nach der Gauß'schen Normalverteilung zu erwarten wäre; sie zeigen sich – in der bildhaften Sprache der Mathematiker – als „fat tails“ an den Rändern der Verteilungskurve. Mandelbrot hatte vor diesem Hintergrund die üblichen value-at-risk-Modelle kritisiert und empfohlen, sich bei der Risikosteuerung auch auf „sintflutartige, extreme Großereignisse“ einzustellen und hierfür rechtzeitig im übertragene- nen Sinne eine „Arche Noah“ zu bauen.

Im Jahre 2008 sind wir um die Erfahrung reicher, dass Vorsorge für „extreme Großereignisse“ nicht nur ein theoretisches Postulat ist, wenn auch das Problem nicht das sintflutartige Anschwellen, sondern im Gegenteil das plötzliche wüstenartige Austrocknen der Liquidität vieler Marktsektoren war.

- 2 Wenn die Finanzmarktkrise deshalb ein besonderes Schlaglicht auf das Symposium dieses Jahres wirft, dürfen wir doch nicht in einer Art konzeptionellen Schockstarre nur auf die Finanzmarktstörungen schauen; in jedem Kreditinstitut sind viele operative Abteilungen von der Krise nicht betroffen, erwirtschaften einen ansehnlichen Ergebnisbeitrag und haben viele Gründe zum Optimismus. Diesen Optimismus deutlich zu machen, gehört auch zu den „Botschaften“ die von einer solchen Tagung ausgehen sollten. Die Themenpalette des Symposiums umfasst deshalb bewusst auch aufsichts- und praxisrelevante Fragen, die unabhängig von der Finanzmarktkrise ihre Bedeutung haben.
- 3 Ein Symposium dieser Art ist aber sicher auch ein Ort der Kommunikation, bei dem eine erste Bilanz aus der Finanzmarktkrise zu ziehen ist. Die derzeit am meisten gestellte Frage, in der viele Sehnsüchte anklingen, lautet: zeichnet sich nach den Schockwellen vom August und November 2007, vom Februar 2008 ein allmähliches Auslaufen der Krise ab? Sind die aktuellen Erholungssignale Licht am Ende des Tunnels? (und nicht nur die berühmten Scheinwerfer eines entgegenkommendes Zuges). Ich
-

---

Sendesperfrist: 3. Juni 2008, 9:30 UHR MEZ

meine: es gibt dieses Licht am Tunnelrand durchaus; das Bild trifft aber auch in anderer Hinsicht zu: wir sind noch im Tunnel; der Weg hinaus wird noch einige Zeit dauern und wird von Phasen schlechter Nachrichten unterbrochen sein.

- Zunächst: die Forderung nach Transparenz der Institute, die Mahnung „nur Transparenz schafft Vertrauen“ war richtig, ist weiter angebracht, hat aber auch Früchte getragen. Mit der Offenlegung von Risiken und Risikoportfolien im Zusammenhang mit den Jahresbilanzen 2007 und Quartalszahlen 2008 sind zwar nicht alle Probleme gelöst, den Märkten ist aber ein Teil der Unsicherheit genommen: die Kreditversicherungsprämien (credit default swaps) sowohl für Finanzwerte, wie für die Unternehmen allgemein haben sich von ihren Krisengipfeln zurückgebildet, zeugen aber noch von erhöhter Anspannung.

Auf dem erreichten niedrigem Niveau vieler Finanzinstrumente gibt es Anzeichen für Marktausgleich, Einstieg von Finanzinvestoren, Wiederaufnahme von Kreditverkäufen und Marktplazierungen; wo notwendig, haben die Märkte eine Rekapitalisierung von Finanzinstituten ermöglicht. Für das Bankgeschäft wichtig: die Renditekurve von Anleihen ist zwar immer noch außergewöhnlich flach, hat aber ihre ausgeprägte Inversion verlassen. Die Aktienmärkte haben sich von den volatilen Konjunkturprognosen bisher nicht beeindrucken lassen und zeugen von robusten Gewinnerwartungen der meisten Unternehmen.

- Trotzdem wäre es eine gefährliche Illusion, würde man unter Berufung auf einige Signale der Zuversicht und im Übrigen zunehmende Gewöhnung an Krisensymptome „zur Tagesordnung“ übergehen:

Speziell der Geldmarkt zeigt mit hohen spreads zwischen besicherten und nicht besicherten Ausleihungen, dass das Vertrauen in die Liquidität der Märkte nach wie vor nicht gefestigt ist. Die Verbriefungsmärkte (ABS und die zu ihrer Finanzierung begebenen commercial papers) sind vielfach stark geschrumpft und weiterhin anfällig. Vor allem aber: der eigentli-

---

---

Sendesperfrist: 3. Juni 2008, 9:30 UHR MEZ

che „trigger“ der Krise, die Problemsektoren auf dem US-Immobilienmarkt haben noch keinen Boden gefunden; der Angebotsüberhang ist weit davon entfernt, abgebaut zu werden. Viele Subprime-Kredite, die in der Vergangenheit durch niedrige Eingangskonditionen geschont waren, kommen im Laufe dieses Jahres in die normale Verzinsung. Es bleibt abzuwarten, inwieweit die in den USA ergriffenen Gegenmaßnahmen Wirkung zeigen.

Die Situation in potentiellen Ansteckungsbereichen bleibt fragil, etwa bei den US-Monolines und damit dem gewaltigen Volumen der von diesen Instituten versicherten Anleihen<sup>1</sup>.

Die nach wie vor hohen Refinanzierungskosten setzen die Erträge in der Kreditwirtschaft unter Druck. Es besteht auch weiterhin das Risiko von Marktwertverlusten in den Problemportfolien der Institute. Hier sollten wir aber in der Öffentlichkeit und in den Medien deutlicher machen als bisher, dass Marktwertverluste nicht gleichzusetzen sind mit Abschreibungen (impairments) und nicht gleichzusetzen sind mit endgültigen Ausfällen und Verlusten. Trotz sinkender Häuserpreise und Verkaufszahlen in den USA sind die Indexwerte für die Marktpreisbildung der hypothekenbesicherten Wertpapiere<sup>2</sup> jedenfalls bei den guten Bonitäten in letzter Zeit stabil geblieben. Dies zeigt, dass sie in der Vergangenheit – vorsichtig gesprochen – der Entwicklung sehr weit vorausgeieilt waren, teilweise auch als pro-zyklisches Krisenschwungrad gewirkt haben.

- 4 Die Finanzmarktkrise ist nicht monokausal zu begreifen. Deshalb lassen sich auch die „Lehren aus der Krise“ nicht mit ein paar Schlagworten abhaken. Ein wirksames „Ausschwitzten der Infektionsträger“ und eine Immunisierung gegenüber künftigen Krisen muss breit angelegt sein und vor allem die verhaltenslenkenden Anreizstrukturen umfassen, das Verhalten der Marktteilnehmer wieder stärker auf Nachhaltigkeit und Langfristigkeit ausrichten. Die vom

---

<sup>1</sup> 2,4 Billionen Dollar insgesamt, hiervon 1,4 Billionen Dollar Kommunalanleihen, 800 Mrd. USD strukturierte Produkte. Quelle: Association of Financial Guaranty Insurers.

<sup>2</sup> etwa ABX.HE für triple-A 07/2 bei ca. 56 Ende Mai 2008; bisheriges Tief: ca. 50 Punkte Mitte März 2008. Quelle: Markt.

---

Institut for International Finance (IIF) angesprochene Neuausrichtung der Gehaltssysteme ist hiervon nur ein, wenn auch wichtiges Element. Auch die Frage, ob z. B. die fair value-Rechnungslegung wegen der nicht nur abstrakten Möglichkeit gestörter und nicht liquider Märkte einer Ergänzung bedarf und wegen des hohen „front loading“ künftiger Entwicklungen Prozyklik und Volatilität verstärkt, sollte nicht ausgeklammert werden. Einen wesentlichen Beitrag muss sicherlich die Ergänzung des Risikomanagements (stärkere Betonung qualitativer Stresstests und Szenarioanalysen, stärkere Gewichtung des Komplexitätsrisikos; stärkere Gewichtung des Liquiditätsmanagements) leisten. Ratingagenturen bleiben als „Informationsintermediäre“ für Investoren wichtig, werden aber Rating-Methodik und interne Compliance umstellen müssen. Eine zentrale Rolle wird die Neuausrichtung der Verbriefungsmärkte und ihrer Anreizstrukturen spielen, mit der wir uns heute Nachmittag in einer Podiumsdiskussion beschäftigen.

- 5 Schließlich sind auch die Aufsichtsinstitutionen gefordert. Lassen Sie mich deutlich machen: auch wir müssen aus der Krise lernen. Die differenzierte, risikoorientierte Systematik des Baseler Rahmenwerks hat sich im Grundsatz bewährt; die Regeln sind aus heutiger Sicht eher zu spät als zu früh in Kraft getreten. Manche der im Baseler Rahmenwerk und in der Kapitaladäquanzrichtlinie getroffenen Annahmen zu Risikogewichtung, Konversionsfaktoren müssen aber im Lichte der jüngsten Erfahrungen überprüft werden; genauso wie die Konsolidierungsregeln und die Vorschriften gegen Risikokonzentration (Großkreditregeln) gegen die Umgehung durch Zweckgesellschaften und ähnliche Konstrukte zu präzisieren sind.

Lassen Sie mich aber hinzufügen: die notwendigen Reaktionen der Aufsicht dürfen nicht ihrerseits in eine Art „Regulierungsprozyklik“ münden, nach dem Motto: in „guten Zeiten“ Deregulierung, in „schlechten Zeiten“ Re-Regulierung! Ich bin deshalb auch skeptisch gegenüber Bestrebungen, trotz der von den Regierungen und Notenbanken im Zusammenhang mit Basel II (im Juni 2006) versprochenen Regulierungspause eine Art „Basel III“ vorzubereiten. Verlässlichkeit und Nachhaltigkeit auch der aufsichtlichen Regeln sind von hohem ordnungspolitischem Wert. Regeln und Normen sollten auch die von ihnen ausgehenden Anreizeffekte berücksichtigen und

---

---

Sendesperfrist: 3. Juni 2008, 9:30 UHR MEZ

nicht durch zu enge, fallbezogene Formulierungen neue Anreize für Regulierungsarbitrage schaffen.

Das Gebot der Bürokratieeffizienz und Transparenz gilt schließlich auch für die internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden und Notenbanken, die gerade in den Phasen der Marktzuspitzung geräuschlos und effizient gelaufen ist. In keinem einzigen Fall wurde ungenügende grenzüberschreitende Zusammenarbeit als Ursache oder Verschärfung eines aufsichtlichen Problemfalles identifiziert. Wir haben und werden weiter verstärken: „colleges of supervisors“, in denen Heimat- und Gastlandaufseher zusammenwirken. Wir haben und werden verstärken den „consolidated supervisor“ nach der Bankenrichtlinie; wir haben „crisis management teams“ in jeder Notenbank als Grundlage für networks of Central Banks. Wir haben ein neues „Memorandum of Understanding“ der EU-Staaten, das Kommunikations- und Informationskanäle regelt. Wir sollten jetzt darauf achten, dass es nicht zu einem „Wildwuchs“ länder- und zusätzlich institutsbezogener Aufsichtsstrukturen kommt; dass für den Ernstfall die notwendige Flexibilität und Effizienz der Entscheidung vor Ort nicht durch organisatorische Rigiditäten beeinträchtigt wird. Das – auch ordnungspolitisch wichtige – Prinzip der Identität von Sach- und Finanzverantwortung für Aufsichtsinstitutionen und Notenbanken sollte gewahrt bleiben.

Meine Damen und Herren, neben praktischer Erfahrung, griffigen Thesen und lebhaften Diskussionen lebt eine Tagung wie diese vor allem von ihrer bewährten Organisation. Auch in diesem Jahr haben wir deshalb für die Organisation auf die Kompetenz der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen zurückgegriffen. Der Kenner weiß, was das heißt: „Otto macht's möglich“. Ich darf deshalb die Moderation nun in die bewährten Hände von Herrn Klaus-Friedrich Otto legen und wünsche Ihnen einen in jeder Hinsicht „gewinnbringenden“ Erfahrungsaustausch.

---