

I. Von der Rettung zur Reform

Wie konnte das passieren? Einen Zusammenbruch des Finanzsystems hätte angesichts all der Sicherheitsvorkehrungen niemand für möglich gehalten. Das Sicherheitsnetz war gut gespannt: Im Bedarfsfall würden die Zentralbanken Liquidität bereitstellen; dank Einlagensicherungs- und Anlegerschutzbestimmungen brauchte man sich nicht um die Sicherheit seines Vermögens zu sorgen; und es waren Aufsichts- und Regulierungsinstanzen geschaffen worden, um die einzelnen Finanzinstitute zu überwachen und allzu riskante Management- und Eigentümerentscheidungen zu unterbinden. Brach in einzelnen Ländern dennoch eine Bankenkrise aus, waren Fachleute mit Belehrungen und Kritik an den staatlichen Instanzen zur Stelle. Wohlstand und Stabilität waren der Beweis dafür, dass das System funktionierte. Die Inflation war niedrig, das Wachstum war hoch, und beide waren stabil. Das wirtschaftspolitische Konzept, aufgebaut auf soliden volkswirtschaftlichen Prinzipien und praktischen Erfahrungswerten, hatte den Industrieländern die „Great Moderation“ beschert. Die aufstrebenden Volkswirtschaften waren gut beraten, diesem Beispiel zu folgen.

Was sich in zwei Jahren alles ändern kann! Seit August 2007 ist es im Finanzsystem zu einer ganzen Reihe folgenschwerer Zusammenbrüche gekommen.

Finanzsystem als
Leitungsnetz der
Volkswirtschaft ...

Das Finanzsystem ist quasi das Leitungsnetz der Volkswirtschaft und für uns so selbstverständlich wie die Wasserversorgung, die man nur wahrnimmt, wenn sie ausfällt. Aber genauso, wie unser moderner Lebensstil davon abhängt, dass stets Wasser aus dem Hahn kommt, hängt das moderne Wirtschaftssystem davon ab, dass der Finanzierungskreislauf mithilfe der Finanzintermediäre tatsächlich funktioniert. Um den Zahlungsverkehr – Milliarden von Zahlungen Tag für Tag – zu gewährleisten, müssen die Finanzmittel fließen. Doch die Finanzintermediation spielt noch weit stärker in unseren Alltag hinein. In den Industrieländern erwerben viele Menschen ein Eigenheim, weil sie dafür bei einem Finanzinstitut Kapital ansparen und einen Hypothekenkredit aufnehmen können. Sehr wahrscheinlich müssen sie auch eine Feuerversicherung bei einer Versicherungsgesellschaft abschließen. Die monatlichen Nebenkosten werden vermutlich direkt von ihrem Gehaltskonto bei einer Geschäftsbank abgebucht. Für den täglichen Weg zur Arbeit nutzen die meisten entweder die teils anleihe- oder steuerfinanzierten öffentlichen Verkehrsmittel, oder sie fahren im eigenen Auto (das sie versichern lassen müssen) auf dem mit öffentlichen bzw. privaten Geldern finanzierten Straßennetz. Und so weiter. Damit der moderne Alltag funktioniert, müssen also die Banken, Versicherungsgesellschaften, Wertpapierhäuser, Investmentfonds, Finanzunternehmen, Pensionsfonds und auch der Staat funktionieren. Sie alle sorgen dafür, dass die angesparten Mittel zu den Investoren fließen, und sie sollten dabei sicherstellen, dass die Risiken in diesem Prozess von

denjenigen übernommen werden, die willens und in der Lage sind, sie zu tragen.

Dieses so essenzielle und inzwischen so komplexe Finanzsystem hat in den letzten Jahren gravierenden Schaden genommen. Ernsthafte Schwierigkeiten begannen sich erstmals abzuzeichnen, als die Banken einander weniger bereitwillig Kredit gewährten. Der Grund dafür war, dass sie eigene wie auch externe Forderungsbestände und Zusagen nicht mehr sicher bewerten konnten. Eine Zeitlang vermochten die Zentralbanken die daraus resultierenden Liquiditätsengpässe zu beheben. Wie in Kapitel II beschrieben, nahmen die Anspannungen im Finanzsystem jedoch ab August 2007 schubweise zu. Im März 2008 musste Bear Stearns gerettet werden, ein halbes Jahr später, am 15. September, meldete Lehman Brothers Konkurs an, und Ende September stand das globale Finanzsystem selbst kurz vor dem Kollaps.

... ernsthaft
beschädigt

Das Finanzsystem ist auf Vertrauen aufgebaut, und gerade dieses Vertrauen ist im Zuge des Lehman-Zusammenbruchs verloren gegangen. Die Menschen hatten auf die Manager und die Finanzaufsicht vertraut – und mussten feststellen, dass das System trotz allem zusammenbrechen konnte. Die Krise hat das Vertrauen der Kreditgeber, dass vermeintlich hochwertige Kredite in der Regel auch zurückgezahlt werden, erschüttert; und sie hat das Vertrauen der Investoren, dass ihre Kapitalanlagen langfristig sicher sind, zerstört. Im langwierigen und beschwerlichen Bilanzsanierungsprozess wurden Eigentumsrechte, die normalerweise als gegeben betrachtet werden, plötzlich infrage gestellt. Und so kam es, dass in Finanzinstituten, deren Geschäfte sonst von den Händlern und Kreditspezialisten (zusammen mit den Risikomanagern, die sie kontrollieren sollen) gelenkt oder mitbestimmt werden, nun Anwälte das Sagen hatten. Leider ist einmal verloren gegangenes Vertrauen nur schwer zurückzugewinnen. Und vollständig gelingen wird dies erst, wenn das Finanzsystem erneuert worden ist.

Das moderne Finanzsystem ist ungemein komplex – möglicherweise so komplex, dass es niemand wirklich verstehen kann. Aus den Wechselwirkungen innerhalb des Finanzsystems entstehen äußerst schwer nachvollziehbare Systemrisiken. Die Tatsache, dass das Finanzsystem anscheinend bestens funktionierte, bis wir dann eines Besseren belehrt wurden, hat allen ein falsches Gefühl der Sicherheit vermittelt. Wieso etwas tun, wenn alles bestens läuft? So verständlich diese Laissez-faire-Haltung war – schließlich waren die Zeiten gut, und es ging allen immer besser –, sie war zugleich der Nährboden für den kommenden Kollaps. Bei all den Erklärungsversuchen für das, was schiefgegangen ist, und bei all den Sanierungsbemühungen darf deshalb eines nicht außer Acht gelassen werden: Komplexe Prozesse sind nur begrenzt nachvollziehbar, und die Bruchstellen in diesen Prozessen vorherzusehen ist schwierig. Dem muss im neuen Finanzsystem besser Rechnung getragen werden.

Was ist schiefgegangen?

Finanzkrisen haben viel mit Krankheiten gemeinsam. In beiden Fällen muss zuerst die richtige Diagnose gestellt und dann die Krankheitsursache beseitigt

Krise durch
zahlreiche
Schwachstellen
verursacht

werden. In der Diagnose für die aktuelle Finanzkrise lassen sich rückblickend im Wesentlichen zwei Arten von Ursachen feststellen: makroökonomische und mikroökonomische. Auf der makroökonomischen Ebene erwiesen sich zwei Ursachen als problematisch: der Aufbau von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten sowie Schwierigkeiten aufgrund der langen Phase niedriger Realzinsen. Auf der mikroökonomischen Ebene sind drei Ursachen zu nennen: das Anreizgefüge, die Risikomessung und die Regulierungspraxis.¹

Makroökonomische Ursachen: Ungleichgewichte und Zinssätze

Makroökonomische
Ursachen der Krise:
– weltweite
Ungleichgewichte

Makroökonomisch betrachtet ist eine Ursache der Krise in den notorischen *weltweiten Ungleichgewichten* zu finden. Aufgrund der anhaltend hohen Leistungsbilanzdefizite bzw. -überschüsse kam es nämlich zu einem Nettokapitalabfluss aus den kapitalarmen aufstrebenden Volkswirtschaften in die kapitalreichen Industrieländer, insbesondere die USA. Diese Kapitalbewegungen standen im Zusammenhang mit der hohen Sparquote in den aufstrebenden Volkswirtschaften und der niedrigen Quote in den USA. Von 1999 bis Mitte 2007 – vom Ende der Asienkrise bis zum Beginn der gegenwärtigen Krise also – erhöhte sich das US-Leistungsbilanzdefizit um insgesamt \$ 4,6 Bio. Ende 2007 waren die USA nach Schätzung des US-Finanzministeriums mit etwa \$ 13,4 Bio. brutto gegenüber dem Ausland verschuldet – fast viermal so hoch wie neun Jahre zuvor.

Die Ursachen für diese Dynamik im internationalen Kapitalverkehr waren Gegenstand heftiger Debatten. So wurde diese Entwicklung u.a. einer *globalen Ersparnisschwemme* („global saving glut“) zugeschrieben, die wiederum mit dem Anstieg der Sparquote in den aufstrebenden Volkswirtschaften in Zusammenhang gebracht wurde. Andere Hypothesen, die ins Feld geführt wurden, waren die Knappheit der Investitionsmöglichkeiten weltweit oder der Wunsch der schnell wachsenden aufstrebenden Volkswirtschaften nach internationaler Diversifizierung und risikoarmen liquiden Vermögensanlagen. Ferner wurde argumentiert, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften Währungsreserven aufbauten, um die Aufwertungsstendenzen, die exportfinanzierte Leistungsbilanzüberschüsse zwangsweise begleiten, einzudämmen, aber auch um besser gegen plötzliche Kapitalabflüsse gewappnet zu sein, wie sie etwa in der Asienkrise stattgefunden hatten.

– export- bzw.
schuldeninduziertes
Wachstum

Das Abhängigkeitsverhältnis, das sich aufgrund des exportgestützten Wachstums in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften (Kapitel V) und des schuldeninduzierten Wachstums in den meisten Industrieländern (Kapitel IV) zwischen den beiden Ländergruppen herausgebildet hat, wirft die schwierige Frage auf, wie auf solche Entwicklungen reagiert werden soll. Außer Zweifel steht, dass auf nationaler Ebene weder zu wenig, noch zu viel gespart werden

¹ Obwohl die makroökonomischen und mikroökonomischen Ursachen der Krise hier getrennt behandelt werden, ist stets zu berücksichtigen, dass es Wechselwirkungen gibt. So besteht etwa ein Zusammenhang zwischen Finanzinnovation und dem Auftreten von Kreditbooms. In der jetzigen Finanzkrise stellte wohl auch die Informationstechnologie eine wichtige Komponente dar. Ohne die Weiterentwicklung bei den Computerprozessoren in den vergangenen rund 20 Jahren wären die Konstrukteure von Finanzinnovationen nicht in der Lage gewesen, die von ihnen entwickelten komplexen Instrumente zu bewerten. Und Anleger werden sich für neue Finanzinstrumente nur interessieren, wenn sie auch von deren Bewertbarkeit überzeugt sind. So hat der technische Fortschritt, der eine kostengünstige und schnelle Datenverarbeitung ermöglicht hat, zum Kreditboom beigetragen.

sollte – doch mit welchen Maßnahmen kann dies erreicht werden? Und sollte etwas gegen die enormen Währungsreserven unternommen werden?

Zu beachten ist jedoch, dass nicht allein anhaltende Leistungsbilanzungleichgewichte von Belang sind. Die Defizite oder Überschüsse in der Leistungsbilanz entsprechen ja lediglich dem Saldo aus dem Güter- und Dienstleistungsverkehr, den privaten Nettokapitalströmen und den Veränderungen bei den Währungsreserven. Neben den Saldowerten ist aber auch die Höhe des gesamten inländischen Forderungsbestands gegenüber dem Ausland eine wichtige Größe, und zwar aus mindestens zwei Gründen: Erstens werden die Anleger den Kapitalstock abziehen wollen, wenn die Attraktivität von Auslandsanlagen plötzlich sinkt. Zweitens, und das ist hier noch wichtiger, besteht für ausländische Anleger – wie bei einer Viruskrankheit – Ansteckungsgefahr, und so werden Probleme mit vermeintlich hochwertigen, aber überbewerteten Vermögenswerten exportiert. Wenn das passiert – wie bei den mit US-Subprime-Hypotheken unterlegten Wertpapieren –, dann fällt nicht die Saldoveränderung in einem bestimmten Zeitraum ins Gewicht, sondern der Gesamtbestand an angeschlagenen Vermögenswerten.

Eine zweite makroökonomische Ursache der aufkommenden Krise ist die lange Phase niedriger Realzinsen in der ersten Hälfte dieses Jahrzehnts. Die unmittelbaren Ursachen dafür lagen in der Dynamik zwischen dem geldpolitischen Kurs der Industrieländer bzw. der aufstrebenden Volkswirtschaften einerseits und den Kapitalabflüssen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften auf der Suche nach risikoarmen Anlagen andererseits. In diesen Jahren hielten die Zentralbanken die kurzfristigen Realzinsen aufgrund von Deflationsbedenken auf ungewöhnlich niedrigem Niveau. So lag der reale US-Tagesgeldsatz von Mitte 2001 bis Ende 2005 kontinuierlich unter 1%; über weite Strecken dieses Zeitraums war er sogar negativ (Kapitel IV). Gemessen am Anteil der USA am globalen BIP wirkten sich die niedrigen Realzinsen in diesem Land überdurchschnittlich stark auf die übrigen Volkswirtschaften und die Finanzierungsbedingungen weltweit aus, und zwar aus zwei Gründen: Internationale Verträge lauten oft auf US-Dollar, und viele feste bzw. quasifeste Wechselkurssysteme verwenden den Dollar als Referenzwährung.

– niedrige Zinssätze

In den anderen wichtigen Industrieländern waren die Realzinsen nicht viel höher als in den USA. Aufgrund des schleppenden Wachstums im Euro-Raum hielt die EZB die kurzfristigen Realzinsen von Mitte 2001 bis 2005 zumeist unter 1%. In Japan lagen die Realzinsen im letzten Jahrzehnt in der Regel zwischen 0% und 1%. Viele aufstrebende Volkswirtschaften passten ihre Leitzinsen entsprechend an, nicht zuletzt um den Aufwertungsdruck auf ihre Währung einzudämmen.

Das niedrige Realzinsniveau hatte wichtige Konsequenzen, wobei einige eher vorauszusehen waren als andere. Wenig überraschend war, dass die niedrigen Realzinsen in manchen Industrieländern einen Kreditboom auslösten, da sie die Kreditaufnahme verbilligten. Die Kreditvergabe nahm beispielsweise in den USA und im Vereinigten Königreich von 2003 bis Mitte 2007 jährlich um 7% bzw. 10% zu (Kapitel III). Auch wenn kausale Zusammenhänge nie leicht nachweisbar sind, scheint hier doch plausibel, dass sowohl die verstärkte Wohneigentumsbildung als auch der drastische Anstieg bei den

– Kreditboom als Folge

Kreditkartenschulden der privaten Haushalte auf billige Kredite zurückzuführen waren. Eine zweite vorhersehbare Auswirkung der niedrigen Zinsen war, dass sie den Barwert der Erträge aus Vermögen erhöhten, was den Preisen von Vermögenswerten Auftrieb verlieh. Damit lässt sich auch der Boom an den Immobilien- und Aktienmärkten teilweise erklären. Die realen Wohnimmobilienpreise in den USA, im Vereinigten Königreich und in einer Reihe anderer europäischer Länder zogen von 2003 bis zu ihrem Höchststand drei bis vier Jahre später um über 30% an, und die Aktienkurse stiegen von 2003 bis Mitte 2007 weltweit um mehr als 90%.

Unter den weniger vorhersehbaren Auswirkungen niedriger Zinsen ist das Anreizgefüge zu nennen, das sich in der Vermögensverwaltungsbranche herausgebildet hat. Finanzinstitute müssen relativ hohe Nominalrenditen erzielen, weil sie sich mit ihren Produkten oftmals langfristig binden. Wenn die Zinsen auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau sinken, kann es schwieriger werden, die zugesagten Renditen zu erwirtschaften. Dann werden die Finanzinstitute entsprechend höhere Risiken eingehen, um ihre Rendite- und Gewinnvorgaben trotzdem erreichen zu können. Dies gilt im Prinzip auch für die Vermögensverwalter, von denen die Anleger hohe Nominalrenditen erwarten. Auch hier ist die Strategie, höhere Risiken einzugehen (ohne dies explizit zu machen), ein Weg, um die Kundenansprüche zu erfüllen. Kurz zusammengefasst: Bei niedrigen Zinsen werden also höhere Risiken eingegangen.²

Durch Boom
verursachte
Verzerrungen ...

All diese Auswirkungen – der Boom am Wohnimmobilienmarkt, der schuldenfinanzierte Ausgabenboom der Verbraucher und das Renditestreben – trugen dazu bei, die gesamtwirtschaftliche Struktur in einer Reihe von Ländern zu verzerren. Am augenscheinlichsten waren diese Verzerrungen beim rapide wachsenden Wohnungsbau, bei den steil ansteigenden Ausgaben für langlebige Konsumgüter (vor allem für Autos) und beim stark wachsenden Finanzsektor.

Diese Verzerrungen hatten beträchtliche kurz- und mittelfristige Auswirkungen. Auf kurze Sicht verleiteten sie Anleger, Verbraucher und wirtschaftspolitische Entscheidungsträger dazu, das Trendwachstum zu überschätzen. Mittelfristig schufen sie einen erheblichen Anpassungsbedarf. Wie manifestieren sich solche Fehleinschätzungen? Anfällig für Blasen sind tendenziell Sektoren, die tatsächliche oder scheinbare Produktivitätszuwächse verzeichnen. In den 1990er Jahren war dies die Hochtechnologiebranche, in diesem Jahrzehnt der Finanzsektor. Das Muster ist einfach: Im favorisierten Sektor kann aufgrund des Booms Kapital relativ günstig aufgebracht werden, was zu Überbeschäftigung, Überinvestitionen und Überproduktion führt. Vorübergehend beschleunigen sich dadurch sektorübergreifend die gemessenen durchschnittlichen Produktivitätszuwächse, was in diesem Jahrzehnt allerdings weniger problematisch war als im vorangegangenen. Und diese Entwicklung kann allgemein, auch von den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern, leicht als Anstieg des Trendwachstums fehlinterpretiert werden.

² S. R. Rajan, „Monetary policy and incentives“, Rede anlässlich der Konferenz *Central banks in the 21st century* des Banco de España, Madrid, 8. Juni 2006, www.imf.org/external/np/speeches/2006/060806.htm.

Die mittelfristigen Auswirkungen der aufgrund der Blasenbildung verursachten Verzerrungen auf die gesamtwirtschaftliche Struktur sind besser bekannt als ihre kurzfristigen Effekte. So haben relative Preisveränderungen immer wieder erhebliche Anpassungen bei der Kapitalstruktur erforderlich gemacht. Der plötzliche Ölpreisanstieg 1974 und dann 1979 beispielsweise machte die vorhandenen energieintensiven Geräte, Autos, Maschinen und Gebäude von privaten Haushalten und Unternehmen unverhältnismäßig teuer. Im aktuellen Fall sehen sich die betroffenen Länder mit einem aufgeblähten Finanzsektor, mit Überkapazitäten in der Automobilbranche und zum Teil auch mit einem Überhang an Wohnimmobilien konfrontiert.

... müssen
abgebaut werden

Mikroökonomische Ursachen: Anreizgefüge, Risikomessung und Regulierungspraxis

Die im Finanzsystem im Sommer 2007 aufkommenden Anspannungen haben unzählige Schwachstellen im mikroökonomischen Finanzgefüge aufgedeckt: Probleme im Zusammenhang mit den Anreizen, methodische Mängel bei der Messung, Bepreisung und Kontrolle von Risiken einerseits und Unzulänglichkeiten bei den betrieblichen Kontrollinstanzen andererseits sowie Versäumnisse im Bereich der Regulierung. Aufgrund dieser Schwachstellen war es im gesamten Finanzsektor möglich, Gewinne zu früh, zu leicht und nicht risikogerecht zu verbuchen.

Anreizgefüge,
Risikomessung und
Regulierungspraxis
als mikroökono-
mische Ursachen

Erstens hat die Krise das verzernte Anreizgefüge für Verbraucher, Finanzspezialisten und Ratingagenturen offengelegt. Zunächst spielte eine Rolle, dass sich die Verbraucher zu wenig um ihre Finanzgeschäfte gekümmert haben. Wer kennt schon die Bilanzen seiner Hausbank oder weiß über die Finanzlage der Unternehmen, an denen er über Aktien beteiligt ist oder in deren Schuldtitel er investiert hat, Bescheid. Ein weiterer Faktor ist das allgemein geringe Finanzwissen der Bevölkerung.³ In ihrer Unwissenheit und da ja finanzielle Aufsichtsstrukturen existierten, setzten die Finanzkunden die Komplexität des Systems fälschlicherweise mit dessen Ausgereiftheit gleich und gingen einfach davon aus, dass ihre Anlagen sicher waren, weil ja jemand anders aufpasste – ein vertrauenswürdiger Manager, ein Aktienanalyst, eine Ratingagentur oder eine staatliche Stelle. Doch das war keineswegs der Fall. Das System, auf dessen Ausgereiftheit und Sicherheit die Verbraucher gutgläubig setzten, war in Wirklichkeit in unverantwortlicher Weise komplex und undurchsichtig.

Verzernte Anreize
im Bereich
Überwachung ...

Hinzu kommt, dass die Manager von Finanzinstituten sich bemüßigt sahen, im Interesse der Aktionäre die Eigenkapitalrendite zu erhöhen – weshalb sie ihr Fremdfinanzierungsvolumen drastisch ausbauten. Der Grund dafür liegt auf der Hand: Die Eigenkapitalrendite ergibt sich aus der Rendite der Aktiva, multipliziert mit dem Verhältnis Aktiva/Eigenkapital. Ein höherer Fremdfinanzierungsanteil bringt den Eigentümern also höhere Renditen. Dieser Anreiz

³ Tatsächlich hat offenbar der Großteil der Bevölkerung kein Gefühl für die Zinssätze. Auf die Frage, in wie viel Jahren sich eine Schuld verdoppelt, wenn der Zinssatz bei einem endfälligen Kredit jährlich 20% beträgt, entschieden sich nur 36% der 1000 Befragten für die richtige Antwort („weniger als 5 Jahre“), und fast 20% antworteten „weiß nicht“. S. A. Lusardi und P. Tufano, „Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness“, *NBER Working Papers*, Nr. 14808, März 2009.

des privaten Sektors, den Fremdfinanzierungsanteil zu erhöhen, hat nicht nur einzelne Finanzinstitute anfällig, sondern auch das Finanzsystem insgesamt instabil gemacht.

... Vergütung ...

Die Vergütungsmodelle boten Managern einen Anreiz mehr, auf kurzfristige Erträge zu setzen und die langfristige Entwicklung außer Acht zu lassen. Die Bonuszahlungen richteten sich zum Teil nach komplizierten Modellberechnungen mit Vermögenswerten, die mangels Markt gar nicht verkauft werden konnten. Riskante Strategien zahlten sich für Aktieninhaber (wegen der beschränkten Haftung) und Portfoliomanager (wegen der Vergütungsmodelle) übermäßig stark aus: Sie partizipierten am Gewinn, während Verluste allein Sache der Gläubiger (oder des Staates!) waren. Zudem wurden Portfoliomanager für eine überdurchschnittliche Performance ihrer Anlagen gemessen an den Referenzindizes der jeweiligen Anlagekategorie belohnt. Deshalb konnten sie, selbst wenn sie Vermögenspreisblasen als solche erkannten, gar keine entsprechenden Short-Positionen eingehen, ohne zu riskieren, dass die Anleger Finanzmittel abziehen. So entstand ein Herdenverhalten, das Arbitrage verhinderte.⁴ Am Ende verleitete die generelle Schwierigkeit, bei Portfoliomanagern mit guter Performance Glück von Können zu unterscheiden, zusammen mit einer Vergütungsstruktur, die zumindest teilweise vom Geschäftsvolumen abhing, Manager und Händler zur Anhäufung enormer Risiken.

... und
Ratingagenturen

Zur mangelhaften Kontrolle seitens der Kunden und zu den Schwachstellen im Vergütungssystem kamen noch die verzerrten Anreize für die Ratingagenturen hinzu. Zweck dieser Einrichtungen ist es, die schwerwiegenden Informationsprobleme bei der Fremdfinanzierung zu mildern, indem sie die Wahrscheinlichkeit, dass ein Schuldner einen Kredit oder eine Anleihe zurückzahlen wird, unabhängig beurteilen. Doch es gibt eine Reihe von Schwierigkeiten. Ratings sind teuer und schwer zu erstellen, und sie lassen sich nicht geheim halten. Sobald Informationen öffentlich zugänglich sind, können sie ohne Kosten reproduziert werden. In Kenntnis dessen lassen sich die Ratingagenturen ihre Beurteilungen von denen bezahlen, die sie am meisten benötigen, nämlich den Anleiheemittenten selbst. Auch wenn dieses Konzept weder neu noch einzigartig ist – die Anleiheemittenten bezahlen die Ratingagenturen schon seit Jahrzehnten, genauso wie die Buchprüfer von den Firmen bezahlt werden, die sie prüfen –, hat diese Regelung die Anreizstrukturen verzerrt. Des Weiteren haben sowohl die höhere Komplexität von Finanzinstrumenten als auch die gestiegene Emissionshäufigkeit – in den vergangenen zehn Jahren ist eine Fülle von forderungsunterlegten Wertpapieren und strukturierten Finanzprodukten begeben worden – das Ratinggeschäft zwar schwieriger, zugleich aber auch rentabler gemacht. Und wegen der Komplexität der Finanzinstrumente haben sich selbst die

⁴ Für eine Erörterung zum Scheitern von Arbitrage, wenn Privatanleger gute und schlechte Vermögensverwalter nicht unterscheiden können, s. J. Stein „Why are most funds open-end? Competition and the limits of arbitrage“, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120, Nr. 1, Februar 2005, S. 247–272.

erfahrensten institutionellen Anleger stärker auf die Ratings verlassen.⁵ Im Endeffekt waren die Ratingagenturen mit der Aufgabe, die Risiken festverzinslicher Wertpapiere zu bewerten und damit die kollektive Sicherheit zu schützen, überfordert und trugen durch die Vergabe unrealistisch hoher Ratings ungewollt zum Aufbau systemweiter Risiken bei.⁶

Die zweite mikroökonomische Ursache der Krise hängt mit der Risikomessung zusammen. Messung, Bepreisung und Kontrolle von Risiken erfordern allesamt moderne statistische Instrumente, wobei größtenteils historische Daten ausgewertet werden. Selbst wenn lange Datenreihen vorhanden sind, wird weiter zurückliegenden Werten in dem Bewusstsein, dass sich die Welt langsam, aber stetig weiterentwickelt, tendenziell weniger Bedeutung beigemessen. Entsprechend führt eine lange Phase relativer Stabilität zu der Einschätzung, dass die Risiken dauerhaft abgenommen hätten, wodurch auch die Risikopreise sinken.

Probleme bei der Risikomessung:

Diese Fehleinschätzung zu korrigieren ist eine enorme Herausforderung. Die Hauptrisiken – deren Absicherung besonders teuer ist – stellen Vorfälle dar, zu denen es nur sehr selten kommt, die sich dann aber massiv auswirken. In der Sprache der Statistiker: Wir benötigen eine genaue Einschätzung, wie breit die Randbereiche der Ergebnisverteilung sind. Derartige Einschätzungen können jedoch nur aus Erfahrungswerten abgeleitet werden, und seltene Ereignisse sind nun einmal selten. Deshalb werden die statistischen Modelle, die für die Messung, Bepreisung und Kontrolle von Risiken benötigt werden, schon allein aufgrund der unzureichenden Datenlage ungenau sein. Der Einfachheit halber wird üblicherweise angenommen, dass die Renditen der unterschiedlichsten Vermögenswerte normalverteilt sind (und deshalb *schmale* Randbereiche aufweisen). Und auch wenn Extremereignisse selten sind, treten sie in Wirklichkeit doch häufiger auf, als Normalverteilungen anzeigen. Obwohl diese Problematik wohlbekannt war, wurde an der Annahme einer Normalverteilung festgehalten – mit dem wenig überraschenden Resultat, dass die Prämien zur Absicherung gegen seltene Katastrophen zu niedrig angesetzt wurden.

– seltene Ereignisse

Bei neuen Finanzinstrumenten ist es noch schwieriger, die Randbereiche der Ergebnisverteilung zu beurteilen. Mangels verfügbarer historischer Werte ist ihr Risikogehalt statistisch gar nicht messbar. Das Fehlen von Erfahrungswerten war eines der Probleme im Zusammenhang mit der Verbriefung von Subprime-Hypotheken in den USA. Das neue Konzept, eine große Anzahl von Krediten mit – objektiv betrachtet – geringer Qualität zu bündeln und daraus eine Palette von Wertpapieren mit teils hoher, teils niedriger Bonität zu schaffen, die mit diesem Kreditpool garantiert werden, verschaffte völlig

– neue Instrumente

⁵ Für eine Analyse der Herausforderungen für die Bonitätseinstufung forderungsunterlegter Wertpapiere und eine Erörterung der Einschränkungen von Ratings bei der Risikomessung s. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „The role of ratings in structured finance: issues and implications“, *CGFS Publications*, Nr. 23, Januar 2005.

⁶ Weil die Ratingagenturen unterschiedliche Methoden verwendeten, ergaben sich für die Originatoren auch Anreize, ihre forderungsunterlegten Wertpapiere so zu strukturieren (in Bezug auf die Ratingagenturen und auf die Haftungsstruktur dieser Instrumente), dass sie sich die bestmögliche Ratingkombination sichern konnten. S. I. Fender und J. Kiff, „CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications“, *BIS Working Papers*, Nr. 163, November 2004.

neuen Schuldnerkategorien Zugang zu den Schuldtitelmärkten.⁷ Die größte Schwachstelle dieses Konzepts aber war, dass die Originatoren das Ausfallrisiko in der Regel bis auf einen geringen Teil weitergaben, sodass sich die Kreditqualität im Zuge des Booms immer weiter verschlechterte. Doch selbst wenn die Originatoren verpflichtet gewesen wären, einen Großteil der First-Loss-Position zu behalten, hätten bei den verbrieften Pools von Subprime-Hypotheken Schwierigkeiten auftreten können, weil Erfahrungswerte zu Ausfällen fehlten.

– Prognosen auf Basis der historischen Wertentwicklung

Das Vertrauen auf Erfahrungswerte für die Messung, Bepreisung und Kontrolle von Risiken bringt ein weiteres Problem mit sich: Historische Daten können zu falschen Schlüssen über die Korrelationen unterschiedlicher Risiken verleiten. Zwar lassen sich Risiken verringern, entweder durch Hedging (basierend auf der Annahme, dass die Risiken einander aufgrund negativ korrelierter Zahlungsströme aufheben) oder durch Diversifizierung (d.h. durch die Verteilung der Risiken auf eine Palette von Anlagekategorien, deren Erträge nicht perfekt miteinander korrelieren). Problematisch ist jedoch, dass historische Korrelationen möglicherweise nur wenig über zukünftige Preisentwicklungen aussagen. Vor der Krise zum Beispiel ging man davon aus, dass global gestreute Kapitalanlagen die Risiken verringern, da sich die Preise nicht in allen Regionen weltweit gleich entwickeln würden. Doch dies erwies sich als falsch – genau dann, als es besonders wichtig gewesen wäre, dass diese Annahme zutrifft. Wenn die Preise von Vermögenswerten, die sich zuvor voneinander unabhängig (Diversifizierung) bzw. gegenläufig (Hedging) entwickelten, auf einmal parallel verlaufen, so entfalten risikomindernde Strategien plötzlich eine risikoerhöhende Wirkung. Mit den schlechten Zeiten wurden die Korrelationen eng und positiv. Und aus Risikominderung wurde Risikokonzentration.

– betriebliche Kontrollinstanzen

Eine Schwierigkeit bestand schließlich auch im Hinblick auf die unternehmensinternen Risikokontrollinstanzen. Aus strukturellen und aus verhaltenspsychologischen Gründen haben das mittlere und das oberste Management weder die richtigen Fragen gestellt noch auf die richtigen Personen gehört. Das strukturelle Problem war, dass die Risikomanager nicht regelmäßig genug mit den Hauptentscheidungsträgern in Kontakt kamen, weil sie dafür in der Unternehmenshierarchie häufig zu weit unten angesiedelt waren. Ohne die Unterstützung der obersten Führungsebene hatten die Aussagen der leitenden Risikomanager aber wenig Gewicht, und es spielte auch keine Rolle, wen sie informierten. Dieses strukturelle Problem wurde durch die Reaktion auf Anweisungen der Risikomanager noch verstärkt. Deren Aufgabe ist es, andere aufzufordern, gewisse Aktivitäten einzuschränken oder einzustellen. Doch wenn es dabei um profitable Geschäfte geht, werden Manager und Direktoren diesen Anweisungen schwerlich Gehör schenken.

Natürlich wurde das Risikomanagement der Finanzinstitute mit der Zeit insofern verbessert, als in früheren Boomphasen aufgetretene Anreizprobleme beseitigt wurden. Aber es war nach wie vor auf ein System ausgerichtet, in

⁷ Eine ausführliche Beschreibung dieses Verfahrens findet sich bei A. Ashcraft und T. Schuermann, „Understanding the securitization of subprime mortgage credit“, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, Nr. 318, März 2008.

dem Fremdfinanzierung und Risikoübernahme weniger bedeutend waren als im jüngsten Boom.

Neben den Schwierigkeiten mit dem Anreizgefüge und der Risikomesung besteht die dritte mikroökonomische Ursache der Krise darin, dass es für die Finanzinstitute relativ leicht war, bestimmte Geschäfte der Kontrolle der Aufsicht zu entziehen. Im Rahmen der Finanzaufsicht müssen Banken risikobehaftete Geschäfte entsprechend mit Eigenkapital unterlegen. Rückblickend ist zu sagen, dass der Anstieg des Fremdfinanzierungsanteils in den Bankbilanzen aufgrund der Eigenkapitalvorschriften tatsächlich begrenzt werden konnte – auch wenn dies schwer vorstellbar erscheinen mag. Da ein niedrigerer Fremdfinanzierungsanteil aber gleichbedeutend mit geringeren Erträgen war, fanden Bankmanager Mittel und Wege, höhere Risiken einzugehen, ohne die Eigenkapitalquote hinaufsetzen zu müssen – nämlich über die Errichtung strukturierter Anlagevehikel. Ganz allgemein hat die Krise gezeigt, dass der Finanzsektor im weiteren Sinne – die traditionellen Banken und das immer wichtigere parallele Finanzsystem mit Nichtbanken und außerbilanziellen Gesellschaften – weitaus risikofälliger geworden ist.⁸

Schwachstellen in der Regulierung als weitere Ursache der Krise

Warnungen

Alarmzeichen hat es gegeben: Die weitverbreiteten Leistungsbilanzdefizite waren nicht tragfähig, und die privaten Haushalte konnten sich nicht ewig weiter verschulden – irgendwann würden sie ihre Kredite zurückzahlen müssen. In vielen Regionen stiegen die Wohnimmobilienpreise stärker als je zuvor, und das Preisniveau übertraf bei Weitem sowohl die Neubaukosten als auch den Wert, der durch Mieteinnahmen gerechtfertigt gewesen wäre. Eigenheime wurden oft nicht allein zu Wohnzwecken gekauft oder um künftige Belastungen durch steigende Wohnkosten zu vermeiden – was den Boom möglicherweise gebremst hätte –, sondern aus Spekulationsgründen, womit der Boom weiter angefacht wurde.

Es gab auch konkrete Warnungen: Beobachter wiesen darauf hin, dass die Risiken sich nicht adäquat in den Preisen niederschlugen und dass Portfoliomanager angesichts der niedrigen Leitzinsen in ihrem Renditestreben zu aggressiv waren. Zudem wurde die Befürchtung geäußert, dass die Geldpolitik die aus der Kombination von Vermögenspreis- und Kreditboom resultierenden Gefahren außer Acht lasse.⁹ Es wurde davor gewarnt, dass die Zentralbanken durch die ausschließliche Betonung der Preisstabilität (zusammen mit dem engen Fokus der Aufsichtsinstanzen auf einzelne Finanzinstitute) systemweiten Gefahren aus dem Kredit- und dem Vermögenspreisboom nicht genü-

Zwar Warnzeichen ...

⁸ S. R. Rajan, „Has financial development made the world riskier?“ in: *The Greenspan era: lessons for the future*, einem von der Federal Reserve Bank of Kansas City organisierten Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 2005, S. 313–369.

⁹ S. A. Crockett, „In search of anchors for financial and monetary stability“, Rede anlässlich des SUERF Colloquium, Wien, April 2000.

gend Aufmerksamkeit schenken.¹⁰ Kritische Stimmen gab es auch zur Aufweichung der Kreditvergabestandards (insbesondere im Zusammenhang mit Hypothekenkrediten)¹¹ und zu den Risiken, die das hohe Tempo der Finanzinnovation mit sich bringe.¹²

... aber kaum
Einigkeit in
Detailfragen ...

Viele dieser Warnungen erwiesen sich als begründet, waren aber offensichtlich vergebens.¹³ Auch wenn man sich hinsichtlich der Art der Anspannungen im System grundsätzlich einig war, gab es doch wenig Übereinstimmung in Detailfragen. Die Folgen der Lächer im regulatorischen Rahmen – dank denen die Finanzinstitute bestimmte Geschäfte problemlos der Kontrolle der Aufsichtsinstanzen entziehen konnten – oder die Konsequenzen des immer größeren finanziellen Hebels – im Zuge der Verlagerung der Kapitalstruktur hin zu mehr Fremdkapital – waren vielen schlicht nicht klar. Zwar gab es Forderungen nach einer wirksamen Regulierung von Hedge-Fonds, doch kaum Stimmen gegen die Auslagerung von Krediten aus den Bilanzen der Finanzintermediäre in Zweckgesellschaften und strukturierte Anlagevehikel, die praktisch über kein Eigenkapital verfügten. Letztlich erkannte so gut wie niemand, dass die US-Vermögenswerte, die in der ganzen Welt erworben wurden, sich als toxisch herausstellen würden.

... oder über den
geldpolitischen
Handlungsbedarf

Es erstaunt nicht, dass Regierungsvertreter und Marktteilnehmer die Warnzeichen weitgehend ignorierten. Gewöhnlich kam die Antwort: „Selbst wenn es stimmt, dass das Finanzsystem in Gefahr ist, was sollen wir denn dagegen tun?“ Die geldpolitischen Entscheidungsträger konnten nur mit ihrem kurzfristigen Zinssatz operieren, wobei weitgehend Einigkeit darüber herrschte, dass dieses Instrument gegen die vermeintlichen Gefahren wirkungslos wäre. Im Hinblick auf die Gesamtwirtschaft wurde erwartet, dass die anhaltende Preisstabilität ausreiche und dass sich Vermögenspreis- und Kreditboom selbst korrigieren würden. Hinsichtlich der mikroökonomischen Ebene glaubte man von staatlicher Seite, dass die Investoren die Risiken ihrer Anlagen aus Eigeninteresse im Auge behalten und sich damit quasi selber überwachen würden. Aufgrund des engen Fokus auf die beaufsichtigten Finanzinstitute und des Glaubens an die Selbstregulierungskräfte wurden systemweite Gefahren nicht genügend beachtet. Zusätzlich bremsen stark voneinander abweichende Auffassungen der einzelnen Länder über den Handlungsbedarf und den Handlungsspielraum die Fortschritte bei der Lösung dieses mittlerweile internationalen Problems beträchtlich.

¹⁰ S. beispielsweise C. Borio und W. White, „Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes“, in: *Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy*, einem von der Federal Reserve Bank of Kansas City organisierten Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 2003; s. auch BIZ, 73. Jahresbericht, Juni 2003, Kapitel VIII.

¹¹ S. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „Housing finance in the global financial market“, *CGFS Publications*, Nr. 26, Januar 2006, www.bis.org/publ/cgfs26.htm, sowie BIZ, 74. Jahresbericht, Juni 2004, Kapitel I.

¹² Vor mehr als 20 Jahren hielt der Cross Report fest, dass neue Finanzinstrumente wegen fehlender Erfahrungswerte und mangelnden Verständnisses der systemweiten Risiken offenbar nicht streng genug bewertet wurden; s. Ständiger Ausschuss für Euromarktangelegenheiten (ECSC), *Recent innovations in international banking (Cross Report)*, April 1986, www.bis.org/publ/ecsc01.htm.

¹³ S. beispielsweise BIZ, 75. Jahresbericht, Juni 2005, Kapitel I und VIII.

Die Debatten darüber, dass eine Instanz die Risiken des Finanzsystems in ihrer Gesamtheit beobachten und kontrollieren sollte, sind weitgehend ergebnislos verlaufen. Zahlreiche Zentralbanken nahmen ihre Finanzstabilitätsziele ernst und veröffentlichten regelmäßig Studien zu diesem Thema. Einige Zentralbanken, insbesondere in Asien, setzten Instrumente ein, die darauf abzielten, starke Steigerungen bei den Vermögenspreisen und bei der Kreditvergabe zu dämpfen. Beispiele hierfür sind die Begrenzung der Kreditkartenausgabe in Thailand, die Steuerung der Beleihungsquote bei Hypothekenkrediten in der SVR Hongkong und die Verschärfung der Eigenkapital- und Rückstellungsbestimmungen in Indien. In vielen Ländern Mittel- und Osteuropas sowie in Spanien und einigen lateinamerikanischen Ländern überwachten staatliche Stellen verstärkt die Kreditbewertungen und Risikovor-sorge und ergriffen Maßnahmen zur Durchsetzung der geltenden Vorschriften. Außerdem zwangen sie die Banken, ihr aufsichtsrechtliches Eigenkapital entsprechend den zugrundeliegenden Risiken zu erhöhen. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften strafften oder lockerten die Zentralbanken auch über die Mindestreservebestimmungen die Liquiditätsbedingungen in Landes- wie in Fremdwährung. Insgesamt blieben derart konkrete Maßnahmen jedoch eher die Ausnahme. In den Industrieländern – vor allem in den USA, wo die Probleme dann am stärksten sichtbar wurden – gab es kaum Diskussionen darüber, welches Instrumentarium die öffentlichen Entscheidungsträger einsetzen könnten, um gegen den Immobilienpreis- und den Kreditboom vorzugehen und dadurch einen Aufbau systemweiter Risiken zu verhindern. Der Grund dafür ist klar: Eine grundlegende Neugestaltung der geldpolitischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen hätte in vielen Ländern nahezu unüberwindbare politische und intellektuelle Hürden mit sich gebracht. Warum sollte jemand einen solchen Schritt riskieren, wenn doch das bestehende System augenscheinlich so gut funktionierte?

Der Verlauf der Krise

In den nächsten fünf Kapiteln dieses Jahresberichts werden sowohl der Verlauf dieser Krise in Bezug auf die Finanzmärkte, die Finanzinstitute und die Realwirtschaft als auch die Reaktionen der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger im Einzelnen beschrieben. Der Krisenverlauf lässt sich in fünf Phasen unterteilen (Einzelheiten s. Kapitel II): 1) der Auftakt bis zur Übernahme von Bear Stearns im März 2008, 2) die allmähliche Verschlechterung der finanziellen Rahmenbedingungen von Mitte März bis zum Konkurs von Lehman Brothers am 15. September 2008, 3) der darauffolgende weltweite Vertrauensverlust, die massive Flucht in Anlagen hoher Qualität und der Beinahezusammenbruch des Finanzsystems von Mitte September bis Ende Oktober, 4) die markante Abschwächung der Weltwirtschaft ab Ende Oktober sowie 5) die Verschärfung des Abschwungs und die ersten Anzeichen einer Stabilisierung ab Mitte März 2009. Tabelle I.1 enthält eine Übersicht.

Unsere Analyse erlaubt eine Reihe von Schlussfolgerungen und unterstreicht einige systemweite Risiken. In einem modernen Finanzsystem sollten

Krisenverlauf
in fünf Phasen
(Kapitel II)

Finanzsystem stärker vernetzt und höheren Risiken ausgesetzt als angenommen (Kapitel III)

das marktbasiertere und das bankbasierte Finanzwesen als komplementär und nicht als rivalisierend oder substitutiv betrachtet werden. Die Krise hat gezeigt, dass die vermeintlichen Diversifizierungsvorteile, die die Schaffung von Finanzkonglomeraten – den Supermärkten des Finanzsystems – verhiess, eine Illusion waren. Als die Krise ausbrach, waren alle Geschäftsfelder betroffen. Ebenso wurden die Vorzüge der Aufsplittung von Risiken in kleinste Komponenten mithilfe von Finanzinnovationen allzu sehr in den Vordergrund gestellt. Doch wenn jetzt eine Verkleinerung des aufgeblähten Finanzsektors angestrebt wird, darf dies nicht als Aufruf zur finanziellen Autarkie missverstanden werden. Einen Rückzug der Finanzintermediation hinter nationale Grenzen gilt es zu verhindern. Wenn solche Tendenzen nicht bekämpft werden, kann sich daraus Protektionismus entwickeln.

Krise mit Auswirkungen auf die Weltwirtschaft (Kapitel IV)

In den Industrieländern entwickelte sich im vierten Quartal 2008 eine äußerst dynamische Wechselwirkung zwischen dem Finanzsektor und der Realwirtschaft. Ein drastischer Vertrauensverlust verstärkte den Abbau der Ungleichgewichte, die sich seit Anfang dieses Jahrzehnts in den Vermögenspositionen der privaten Haushalte, der Unternehmen und des Finanzsektors der Industrieländer aufgebaut hatten. Dies führte zu einem massiven Rückgang sowohl der Wirtschaftstätigkeit als auch der Inflation. Allerdings hat der Abbau des Fremdfinanzierungsgrads gerade erst begonnen, und die Verschuldung sowohl des Finanzsektors als auch der anderen Sektoren der Volkswirtschaften, die einen Kreditboom erlebten, liegt weiterhin deutlich über dem noch vor wenigen Jahren verzeichneten Niveau. Dies legt den Schluss nahe, dass sich der Abschwung und die anschließende wirtschaftliche Erholung länger hinziehen dürften.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften abrupte Umkehr von Handels- und Kapitalströmen (Kapitel V)

Anders gelagert sind die Verhältnisse in den aufstrebenden Volkswirtschaften, da diese sich anfänglich gegenüber der Finanzkrise als sehr widerstandsfähig erwiesen. Grundsätzlich machte die hohe wirtschaftliche und finanzielle Integration, von der lange Zeit starke Wachstumsimpulse ausgingen, die aufstrebenden Volkswirtschaften anfällig gegenüber einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme und einem Rückgang der Nachfrage nach ihren Exporten. Doch Länder mit einer anhaltend umsichtigen Wirtschaftspolitik und niedriger öffentlicher Verschuldung – beispielsweise in Asien und in Teilen Lateinamerikas – können immer noch flexibel auf die Krise reagieren. Andere Länder hingegen sind aufgrund hoher Leistungsbilanzdefizite bzw. des Trends zur Fremdwährungskreditvergabe im Bankensektor und der daraus resultierenden Schwierigkeiten bei der Außenfinanzierung auf internationalen Beistand angewiesen.

Reaktion der Wirtschaftspolitik in nie dagewesenem Ausmaß (Kapitel VI) ...

Die Wirtschaftspolitik hat mit einer breiten Palette von Maßnahmen reagiert, um das Vertrauen in die großen Banken und die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems wiederherzustellen. In den meisten Industrieländern wurden die Zinsen bis nahe oder ganz an die Nullzinsgrenze gesenkt. Eine Reihe von Zentralbanken verlängerten ihre Bilanzen enorm, um die akuten Anspannungen an den Finanzmärkten zu verringern. Doch trotz umfangreicher staatlicher Zusagen sind die Regierungen nach wie vor nicht gewillt oder nicht in der Lage, das Problem notleidender Aktiva in den Bilanzen der Banken wirklich in Angriff zu nehmen.

In vielen Ländern gingen die traditionellen und die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen mit einer ähnlich forschen Lockerung der Fiskalpolitik einher. Selbstverständlich sind die Notwendigkeit zur Steigerung der Staatsausgaben und der diesbezügliche Spielraum in den einzelnen Ländern unterschiedlich. Eine Beurteilung der verschiedenen Ausgabenprogramme kann in jedem Fall erst dann erfolgen, wenn diese ihre volle Wirkung entfaltet haben.

Die große Herausforderung für die Wirtschaftspolitik besteht darin, die dringend notwendige Sanierung des Finanzsystems abzuschließen und gleichzeitig das Finanzsystem kurzfristig funktionsfähig zu halten. Zudem gilt es Strategien zu entwickeln, wie die verschiedenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen wieder zurückgefahren werden können. Parallel zu all diesen Aufgaben muss das Finanzsystem langfristig auf eine solide Basis gestellt werden, sodass es im Krisenfall seine Funktionsfähigkeit rasch und aus eigener Kraft zurückerlangen kann.

Ein solides Finanzsystem ist eine Grundbedingung für eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung. Zieht sich die Sanierung des Finanzsystems länger hin, dann könnte dies die politischen Bemühungen in anderen Bereichen behindern. Damit eine wirtschaftliche Erholung in Gang kommt, ist es unabdingbar, dass die staatlichen Stellen die Sanierung des Finanzsystems entschlossen in Angriff nehmen und ebenso zügig wie konsequent umsetzen.

Es wird einige Schwierigkeiten bereiten, die verschiedenen staatlichen Maßnahmen gegen die Krise wieder zurückzufahren. Sobald sich die Wirtschaftsentwicklung normalisiert, müssen die aufgeblähten Bilanzen der Zentralbanken aber verkürzt und die Leitzinsen rechtzeitig erhöht werden. Ein nachhaltiger finanzpolitischer Kurs erfordert zudem eine Reduktion der Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors. Der Finanzsektor schließlich muss einerseits schrumpfen, andererseits aber wieder die Finanzintermediationsleistungen übernehmen, die zurzeit von den Zentralbanken erbracht werden.

Die Sicherung der Finanzstabilität erfordert eine Neugestaltung der Wirtschaftspolitik und der Finanzaufsicht mit dem Ziel der Eindämmung systemweiter Risiken. Die Wirtschaftspolitik ist gefordert, Kredit- und Vermögenspreisbooms zu bekämpfen, und die Aufsicht muss eine systemorientierte Perspektive einnehmen. Wichtig ist, dass bei Reformen die Erkennung systemweiter Risiken im Vordergrund steht. Systemrisiken können in allen Teilen des Finanzsystems auftreten. Sie ergeben sich aus der Komplexität, Intransparenz und Inhaberkonzentration von Finanzinstrumenten. Sie entstehen aus dem Kontrahentenrisiko und den Anforderungen für Sicherheitsmargen an den Finanzmärkten. Risikofaktoren ergeben sich auch daraus, dass aufgrund von Verflechtungen und zusammenhängenden Engagements alle beteiligten Stellen in die Krise hineingezogen werden können. Und es besteht das Risiko, dass die Finanzinstitute tendenziell prozyklisch reagieren und ein auf Einzelinstitute bezogener Aufsichtsansatz diesen Trend womöglich noch verstärkt.

... doch gilt es, Anpassungen zu unterstützen, nicht zu behindern (Kapitel VII) ...

... und langfristig tragfähige Konzepte zu entwickeln

Erneuerung des Finanzsystems muss grundlegend sein

Phasen der Krise	Märkte und Finanzinstitute	Industrielländer		Aufstrebende Volkswirtschaften	
		Gesamtwirtschaftliche Entwicklung	Reaktion der Wirtschaftspolitik	Gesamtwirtschaftliche Entwicklung	Reaktion der Wirtschaftspolitik
1. Bis März 2008: Auftakt der Finanzkrise	Ausfälle bei Subprime-Hypotheken lösen allgemeine Anspannungen im Finanzsektor aus. Unsicherheit über Ausmaß und Verteilung der Verluste. Krise beginnt, als Interbankmärkte im August 2007 zum Erliegen kommen; Intensität der Krise nimmt bis März 2008 schubweise zu.	Wachstumsabschwächung.	Zinssenkungen der Zentralbanken (ZB). Auf Geldmärkte ausgerichtete Liquiditätsmaßnahmen.	Kräftiges Wachstum bei steigender Inflation. Preissteigerungsraten in vielen Ländern über Inflationsziel.	Zinserhöhungen als Reaktion auf hohe Inflation.
2. Mitte März – Mitte September 2008: Der Weg zum Lehman-Konkurs	Übernahme von Bear Stearns im März sorgt vorübergehend für Beruhigung, doch Verluste und Abschreibungen der Banken häufen sich, da die Konjunkturschwäche die Preise von Vermögenswerten drückt. Übergreifen der Krise auf weitere Länder. Liquiditätskrise deckt zugrundeliegende Solvenzkrise auf, wodurch Druck auf Finanzinstitute zunimmt.	G3-Volkswirtschaften schrumpfen trotz steilen Rückgangs der Ölpreise ab August.	Zunächst weitere Zinssenkungen. Höhere Liquiditätsfazilitäten. Staatsnahe US-Immobilienfinanzierer werden Anfang September unter Zwangsverwaltung gestellt.	BIP-Wachstum verlangsamt sich ab Juli, bleibt aber positiv. Exportabschwächung in Mitteleuropa.	Weitere Zinserhöhungen aufgrund hoher Inflationsraten.
3. 15. September – Ende Oktober 2008: Weltweiter Vertrauensverlust	Untergang von Lehman Brothers am 15. September 2008 löst umfassenderen Run auf die wichtigsten Refinanzierungsmärkte aus. Weitere Finanzinstitute brechen zusammen bzw. müssen gerettet werden. Vertrauensverlust belastet Märkte und Volkswirtschaften weltweit. Beruhigung erst nach beispiellosen und breit angelegten Maßnahmen der Wirtschaftspolitik.	Prognosen werden im Zuge des Vertrauensverlusts und der strengeren Kreditvergabebedingungen kräftig nach unten revidiert.	Kräftige Zinssenkungen; Ausweitung der Swaplinien der ZB; schnelle Ausweitung der ZB-Bilanzen. Umfangreiche Bankenhilfspakete sowie Einlagen- und Schuldgarantien.	Vertrauenseinbruch. Refinanzierungsbedingungen werden strenger. Kräftige Währungsabwertungen.	Zinssenkungen, Flexibilisierung der Bereitstellungsbedingungen von Zentralbankliquidität. Einlagen- und Schuldgarantien. Kapitaleinschüsse.
4. Ende Oktober 2008 – Mitte März 2009: Globale Konjunkturschwäche	Märkte bleiben volatil, da zunehmend negative Konjunkturdaten und Gewinnausweise der Unternehmen veröffentlicht werden und Unsicherheit hinsichtlich kontinuierlicher staatlicher Eingriffe herrscht. Konjunkturschwäche sorgt für wachsende Kreditverluste.	Sinkende Ausgaben lassen Güterhandel und BIP schrumpfen. Inflation lässt nach, und einige Länder verzeichnen Rückgang des Preisniveaus.	Zinsen fast auf null gesenkt, Liquiditätsbereitstellung für Nichtbanken. Ankauf von Staatsanleihen. Umfangreiche Konjunkturpakete.	Exporteinbruch verursacht drastischen Rückgang des BIP-Wachstums im 4. Quartal 2008. Umkehr der Kapitalzuflüsse.	Weitere Zinssenkungen, niedrigere Mindestreserveanforderungen. Devisenmarktinterventionen, ZB-Swaplinien. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften umfangreiche Konjunkturpakete.
5. Ab Mitte März 2009: Verstärkung des Abschwungs, der aber an Dynamik verliert	Im Zuge weiterer staatlicher Maßnahmen erholen sich die Vermögenspreise etwas. Aber nach wie vor Anzeichen von Marktstörungen, da staatliche Maßnahmen das Vertrauen in das globale Finanzsystem nicht vollständig wiederherstellen. Anhaltende Kreditverluste.	Konsum und Produktion weiter rückläufig, aber Hinweise auf mögliche Stabilisierung.	Weitere Zinssenkungen in einigen Ländern. Bilanzierungsvorschriften für Banken werden gelockert.	Erholung an den Aktienmärkten und Stabilisierung der Wechselkurse.	Zusätzliche Bereitstellung öffentlicher Finanzmittel zur Unterstützung der aufstrebenden Volkswirtschaften.

Tabelle I.1